

Ukuran Perusahaan Memoderasi Pengaruh *Free Cash Flow* dan *Leverage* Terhadap Kebijakan Dividen

I Kadek Edi Rian Trisna¹
Gayatri²

^{1,2} Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Udayana (Unud), Bali, Indonesia
e-mail: ediryantrisna@gmail.com

ABSTRAK

Menentukan kebijakan dividen tunai yang optimal perusahaan harus mempertimbangkan beberapa faktor. Kebijakan dividen yang optimal perlu diperhatikan karena dapat menciptakan keseimbangan antara dividen saat ini dan pertumbuhan di periode berikutnya. Tujuan dilakukannya penelitian ini adalah untuk mendapatkan bukti empiris mengenai pengaruh *free cash flow* dan *leverage* terhadap kebijakan dividen dan kemampuan ukuran perusahaan dalam memoderasi pengaruh *free cash flow* dan *leverage* terhadap kebijakan dividen. Perusahaan *go public* yang terdaftar di BEI tahun 2013-2017 merupakan lokasi penelitian dengan *purposive sampling* sebagai metode penentuan sample. Perusahaan yang memenuhi kriteria adalah 10 perusahaan dengan total 39 amatan. *Moderated Regression Analysis* (MRA) digunakan untuk menguji dalam penelitian ini. Hasil yang didapatkan menunjukkan *free cash flow* berpengaruh positif dan *leverage* berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen. Penelitian ini juga menemukan bahwa ukuran perusahaan mampu memperkuat pengaruh *free cash flow* terhadap kebijakan dividen dan memperlemah pengaruh *leverage* terhadap kebijakan dividen.

Kata Kunci: kebijakan dividen, *free cash flow*, *leverage*, ukuran perusahaan.

ABSTRACT

Determining the optimal cash dividend policy a company should consider several factors. An optimal dividend policy is required because it can create a balance between dividends and current growth in the next period. The purpose of this study is to obtain empirical evidence on the effect of free cash flow and leverage on dividend policy and firm size capability in moderating the effect of free cash flow and leverage against dividend policy. Companies going public listed on the Indonesia Stock Exchange (BEI) year 2013-2017 is the location of research with purposive sampling as a method of determining the sample. Companies that meet the criteria are 10 companies with a total of 39 observations. Moderated Regression Analysis (MRA) was used to test in this research. The result showed that free cash flow had positive and leverage effect negatively on dividend policy. The study also found that firm size is able to strengthen the effect of free cash flow on dividend policy and weaken the influence of leverage on dividend policy.

Keywords: dividend policy, free cash flow, leverage, company size..

PENDAHULUAN

Era globalisasi yang bertumbuh dengan pesat mendorong adanya peluang bisnis yang cukup menjanjikan. Hal ini mendorong semakin banyak perusahaan masuk ke pasar modal untuk mengambil peluang bisnis yang ada. Pasar modal

merupakan salah satu sarana yang tepat untuk memperoleh dana usaha. Para investor yang tertarik akan menanamkan modal mereka ke perusahaan sehingga nantinya para investor akan mendapatkan *return* dari dana yang diinvestasikannya.

Salah satu bentuk investasi yang cukup menarik di pasar modal adalah saham. Saham merupakan investasi yang banyak dipilih investor karena saham mampu memberikan tingkat keuntungan yang cukup besar (Nurhayati, 2013). Keuntungan yang diperoleh investor dapat berupa *capital gain* maupun dividen serta memiliki hak suara dalam Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS). Halviani dan Sisdyani (2014) menjelaskan jika suatu perusahaan ingin menahan pendapatannya dalam bentuk laba ditahan (*retained earnings*), maka dividen yang dibagikan akan semakin kecil. Pihak investor cenderung lebih suka perusahaan untuk membagikan laba atau keuntungan tersebut dalam bentuk dividen untuk meningkatkan kesejahteraan mereka. Akan tetapi, manajemen juga harus memperhatikan kelangsungan perusahaan dengan menahan laba untuk diinvestasikan lagi di masa mendatang. Oleh karena adanya perbedaan kepentingan inilah akan memicu timbulnya masalah keagenan (*agency conflict*) sesuai dengan *agency theory*.

Untuk mencapai kesejahteraan perusahaan maupun para pemegang saham, diperlukan kebijakan-kebijakan yang dapat menyelaraskan kepentingan perusahaan maupun pemegang saham. Kebijakan dividen menjadi salah satu kebijakan krusial yang harus dipertimbangkan secara tepat karena melibatkan kepentingan dari banyak pihak yang terkait. Seperti PT. Astra Internasional Tbk.

Perusahaan mengalami peningkatan laba dari tahun 2015 sebesar Rp15,613 triliun dan di tahun 2016 menjadi Rp18,302 triliun, akan tetapi mengalami penurunan dividen pada tahun 2016 (www.astra.co.id). Pada tahun 2015, jumlah dividen yang dibagikan sebesar Rp7,16 triliun dan mengalami penurunan menjadi Rp6,8 triliun pada tahun 2016 atau sebesar 5 persen. Penurunan pembayaran dividen tersebut menarik untuk diteliti karena adanya kondisi yang kontradiktif, di saat adanya kenaikan laba bersih terjadi penurunan pembayaran dividen.

Berdasarkan teori sinyal, perusahaan membayar dividen untuk memberikan sinyal kepada investor mengenai keberhasilan perusahaan membukukan profit dan prospek kedepannya. Oleh sebab itu, perusahaan hanya akan meningkatkan pembayaran dividen ketika laba mengalami peningkatan. Dengan kata lain, semakin besar keuntungan yang diperoleh semakin besar kemampuan perusahaan untuk membayar dividen. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan akan selalu berusaha untuk meningkatkan citranya dengan meningkatkan porsi laba yang dibagikan sebagai dividen sehingga diharapkan mampu meningkatkan nilai perusahaan (Ariandani dan Yadnyana, 2016) dan nantinya meningkatkan kualitas perusahaan. Apabila kualitas perusahaan baik, maka investor tidak akan ragu dan tertarik dalam membeli saham perusahaan.

Banyak faktor yang dapat memengaruhi tingkat kebijakan dividen suatu perusahaan, salah satunya adalah *free cash flow* (Andini dan Wirawati, 2014). Pembayaran dividen khususnya dividen tunai sangat tergantung pada posisi kas yang tersedia. *Free cash flow* yang dimiliki perusahaan menunjukkan kas yang tersedia bagi investor (Aristantia dan Putra, 2015). Kebijakan dividen mengurangi

aliran kas bebas yang tersedia bagi manajer untuk melakukan investasi. Perusahaan dengan tingkat aliran kas yang tinggi seharusnya membayar dividen yang tinggi pula. *Free cash flow* inilah yang sering menjadi pemicu timbulnya perbedaan kepentingan antara pemegang saham dan manajer. *Free cash flow* merupakan gambaran perusahaan dari arus kas yang tersedia untuk perusahaan dalam suatu periode akuntansi, setelah dikurangi dengan biaya operasional dan pengeluaran lainnya (Priyo, 2013). Aliran kas bebas yang tinggi bisa menjadi indikator kinerja perusahaan yang cukup baik dibanding dengan perusahaan lainnya. Perusahaan dengan aliran kas bebas yang tinggi diperkirakan akan lebih mampu bertahan dalam lingkungan yang buruk. Hal ini menunjukkan bahwa *free cash flow* mampu memengaruhi tingkat kebijakan dividen yang dilakukan oleh perusahaan untuk pemegang saham. Penelitian yang dilakukan oleh Sari dan Budiasih (2016), Putra dan Mahfud (2017), Priyo (2013) menunjukkan bahwa *free cash flow* berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Hasil yang berbeda didapatkan dari penelitian Kargar dan Ahmadi (2013), Adnan., dkk (2014) dan Lopolusi (2013) yang menyatakan bahwa *free cash flow* tidak berpengaruh pada kebijakan dividen.

Selain faktor *free cash flow* yang sudah dipaparkan di atas, terdapat faktor lain yang mempengaruhi kebijakan dividen, yakni *leverage*. Thaib dan Taroreh (2015) mengatakan bahwa utang sebagai salah satu alternatif pengurangan biaya agensi sekaligus sumber pendanaan adalah dana yang berasal dari luar perusahaan yang sifatnya sementara. Dari uraian di atas bahwa *leverage* merupakan suatu keputusan yang diambil oleh pihak manajemen perusahaan untuk dijadikan modal dalam rangka mendanai perusahaan.

Adanya *leverage* tertentu dalam perusahaan berdampak pada kebijakan dividen suatu perusahaan. Murtini dan Rante (2015) menjelaskan bahwa perusahaan yang memiliki rasio utang yang besar cenderung membagikan dividen dengan proporsi yang lebih kecil. Hal ini disebabkan karena laba yang di peroleh digunakan untuk melunasi kewajiban. Utang jangka panjang biasanya disertai oleh sebuah perjanjian utang untuk melindungi kepentingan kreditor. Kreditor biasanya membatasi pembayaran dividen, pembelian saham beredar, dan penambahan utang yang untung menjamin pembayaran pokok utang dan bunga pada saat jatuh tempo. Untuk itu, semakin tinggi rasio utang semakin ketat pula perusahaan terhadap perjanjian utang. Hal ini menunjukkan bahwa *leverage* mampu mempengaruhi kebijakan dividen dalam pembagian dividen. Penelitian yang dilakukan oleh Thaib dan Taroreh (2015) dan Nuhu *et al.* (2014) menyatakan *leverage* mempengaruhi kebijakan dividen. Akan tetapi, hasil penelitian ini bertentangan dengan penelitian Swastyastu dkk., (2014) yang menyatakan bahwa *leverage* tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen.

Dari uraian hasil penelitian yang telah dikemukakan di atas, masih ditemukan adanya perbedaan hasil penelitian dari para peneliti sebelumnya. Perbedaan hasil penelitian tersebut terjadi mungkin karena adanya perbedaan sampel penelitian serta adanya faktor-faktor lain di luar model penelitian yang dapat mempengaruhi kebijakan dividen. Hal inilah yang membuat peneliti ingin meneliti kembali dengan menambahkan variabel ukuran perusahaan sebagai variabel moderasi. Pemilihan ukuran perusahaan sebagai variabel moderasi bermaksud untuk menguji apakah memperkuat atau memperlemah *free cash flow*

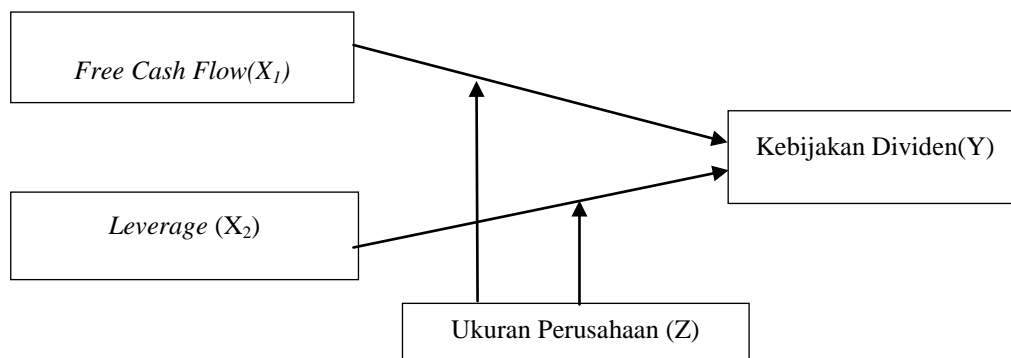
dan *leverage* terhadap kebijakan dividen, besar kecilnya suatu perusahaan yang dapat ditunjukkan oleh aktiva, jumlah penjualan, rata-rata total penjualan, rata-rata total aktiva. Jadi, ukuran perusahaan merupakan ukuran atau besarnya aset yang dimiliki oleh suatu perusahaan (Nuraina, 2012). Penelitian ini menggunakan perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia yang diharapkan hasilnya dapat digeneralisasi karena dapat mewakili semua sektor yang ada

Tujuan penelitian ini yakni untuk mengetahui bagaimana pengaruh *leverage* dan *free cash flow* yang dimoderasi oleh ukuran perusahaan terhadap kebijakan dividen. Penelitian ini dapat memberikan kontribusi tambahan pengetahuan terkait dengan *signaling theory* dan *agency theory* untuk menjelaskan kebijakan dividen. Hasil penelitian ini juga dapat memberikan informasi yang dapat dijadikan pertimbangan bagi investor, kreditur, dan pemerintah ketika akan melakukan pengambilan keputusan mengenai investasi. Serta hasil penelitian ini diharapkan dapat menjadi bahan referensi serta bahan pertimbangan bagi peneliti selanjutnya yang akan melakukan penelitian mengenai kebijakan dividen.

Jensen dan Meckling (1976) mendeskripsikan teori keagenan sebagai adanya asimetri informasi antara manajer (agen) dan pemilik (prinsipal). Timbulnya asimetri informasi ketika manajer lebih mengetahui informasi internal dan prospek perusahaan dimasa yang akan datang dibandingkan dengan para pemegang saham dan *stakeholder* lainnya. Arifin dan Asyik (2015) mengatakan bahwa untuk dapat melakukan fungsi dengan benar maka pihak manajemen harus diberi pengarahan dan pengawasan yang memadai. Pengawasan dapat dilakukan

melalui banyak cara seperti pengikatan *agent*, pembatasan, dan pemeriksaan laporan keuangan perusahaan terhadap keputusan yang akan diambil oleh pihak manajer perusahaan. Kegiatan pengawasan ini tentu akan banyak mengeluarkan biaya yang disebut sebagai *agency cost*. Murtini dan Rante (2015) mendefinisikan *agency cost* sebagai biaya-biaya yang berhubungan dengan pengawasan manajemen untuk meyakinkan bahwa manajemen bertindak konsisten sesuai dengan perjanjian kontraktual perusahaan dengan kreditor dan pemegang saham.

Kerangka konseptual yang diajukan sebagai dasar penentu hipotesis ditunjukkan pada Gambar 1 sebagai berikut.



Gambar 1. Kerangka Konseptual

Sumber : Data diolah,2018

Berdasarkan teori keagenan, apabila perusahaan memiliki *free cash flow*, manajer perusahaan akan mendapat tekanan dari investor untuk membagikannya dalam bentuk dividen. Hal ini digunakan untuk mencegah manajemen menggunakan *free cash flow* untuk hal hal yang tidak sesuai. Penelitian yang dilakukan oleh Priyo (2013), Sari dan Budiasih (2016), Aristantia dan Putra (2015) mendukung teori tersebut dimana hasil dari penelitian menunjukkan *free*

cash flow berpengaruh pada kebijakan dividen. Maka dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

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

Leverage sangat penting bagi perusahaan dan pemegang saham. Perusahaan menyukai tingkat utang yang lebih tinggi karena dengan tingginya tingkat utang maka perusahaan akan memperoleh bunga yang tinggi. Tingginya tingkat bunga akan mengurangi pajak perusahaan. Penggunaan utang yang tinggi akan menyebabkan penurunan dividen karena sebagian besar keuntungan dialokasikan sebagai cadangan pelunasan utang. Peningkatan penggunaan utang menurunkan tingkat konflik antara manajer dengan pemilik sehingga pemilik tidak terlalu menuntut pembayaran dividen yang tinggi (Firmanda dkk., 2015). Semakin tinggi nilai utang perusahaan akan menyebabkan penurunan dividen karena keuntungan yang diperoleh perusahaan akan dialokasikan sebagai pembayaran hutang. Tetapi apabila nilai hutang perusahaan rendah, perusahaan akan membagikan dividen tinggi. Pendapat yang hampir sama dikemukakan oleh Adriani dan Lilis (2016), Suherman dkk., (2015) Hejazi dan Moshtaghin (2014) yang menyatakan bahwa *leverage* berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Berdasarkan uraian diatas maka hipotesis penelitian ini adalah sebagai berikut.

H₂: *Leverage* berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen.

Perusahaan yang tergolong besar memiliki *free cash flow* yang lebih tinggi dibandingkan perusahaan yang tergolong kecil sehingga dividen yang dibagikan oleh perusahaan besar lebih besar dibandingkan perusahaan kecil. Hal ini terjadi karena pada perusahaan yang berukuran besar, arus kasnya sudah positif sehingga

memiliki prospek yang baik untuk jangka waktu yang lama, stabilitas yang lebih baik, serta lebih mampu menghasilkan laba dibandingkan perusahaan kecil. Hal ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan Sunarya (2013).

Penelitian yang dilakukan oleh Devi dan Erawati (2014) menyatakan bahwa variabel ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Hasil pengujian ini juga sependapat dengan Agustina dan Andayani (2016), Devi dan Erawati (2014) dan Maldajian dan El Khoury (2014) hasil ini menunjukkan bahwa semakin besar ukuran perusahaan maka semakin tinggi dividen yang dibayarkan. Berdasarkan uraian diatas maka hipotesis penelitian ini adalah sebagai berikut.

H₃: Ukuran Perusahaan mampu memperkuat pengaruh *free cash flow* terhadap kebijakan dividen

Perusahaan dengan tingkat *leverage* yang tinggi memiliki pembayaran tetap yang besar untuk pendanaan eksternalnya, dimana ini merupakan substitusi dari pembayaran dividen. Tingkat *leverage* yang tinggi meningkatkan biaya transaksi dan risiko perusahaan. Oleh karena itu, hanya perusahaan besar yang cenderung mampu membayar utang tanpa mempengaruhi pembayaran dividennya, sementara perusahaan kecil akan mengurangi pembayaran dividennya karena meningkatnya utang perusahaan akan berdampak pada peningkatan pada biaya eksternal perusahaan. Hal ini juga sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Dewi dan Sulasmiyati (2016). Brigham dan Houston (2014;120) mendefinisikan bahwa *leverage* merupakan kebijakan besar kecilnya suatu perusahaan tentang seberapa jauh perusahaan dalam menggunakan pendanaan utang yang nantinya akan memengaruhi kebijakan dividen suatu perusahaan. Pendapat yang sama juga

disampaikan dalam penelitian yang dilakukan oleh Sari dkk., (2014). Berdasarkan uraian diatas maka hipotesis penelitian ini adalah sebagai berikut.

H₄: Ukuran perusahaan mampu memperlemah pengaruh *leverageterhadap* kebijakan dividen.

METODE PENELITIAN

Penelitian ini dilakukan pada perusahaan seluruh perusahaann yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dengan mengakses laman *www.idx.co.id* untuk mendapatkan informasi yang diperlukan tentang perusahaan manufaktur serta untuk memperoleh laporan keuangan tahunan perusahaan. Objek pada penelitian ini adalah kebijakan dividen yang dijelaskan dengan *free cash flow* dan *Leverage*.

Menurut Nuhu *et al.* (2014) kebijakan dividen merupakan keputusan membayarkan dividen oleh badan usaha kepada pemegang saham, baik itu mengenai seberapa banyak yang harus dibayarkan dan seberapa sering harus dibayarkan. Skala pengukuran dari variabel kebijakan dividen adalah skala rasio. Kebijakan dividen dapat diproksikan dengan menggunakan *dividend payout ratio (DPR)* dimana.

$$Y = \frac{\text{Dividend per share}}{\text{Earning per share}} \times 100\% \dots\dots\dots(1)$$

Free cash flow adalah aliran kas yang masih tersisa dari aktivitas pendanaan semua proyek yang menghasilkan *net present value* (NPV) positif yang dipergunakan untuk mendanai berbagai keperluan proyek yang sudah direncanakan (Lopolusi, 2013). Ukuran rasio *free cash flow* dapat dirumuskan sebagai berikut.

$$\text{Free cash flow} = \frac{\text{OCF} - (\text{NCE} + \text{NWC})}{\text{Total Aset}} \dots\dots\dots(2)$$

Keterangan:

OCF = *Operating Cash Flow*

NCE = *Net capital expenditures*

NWC = *Net Working Capital*

Menurut Bansaleng, dkk (2014) rasio yang digunakan untuk mengukur variabel *leverage* adalah *Debt to Asset Ratio (DAR)* dengan jenis skala yaitu skala rasio. Oleh karena itu, *leverage* dirumuskan sebagai berikut:

$$DAR = \frac{\text{Total debt}}{\text{Total assets}} \dots\dots\dots(3)$$

Variabel moderasi dalam penelitian ini adalah ukuran perusahaan yang diukur dengan menggunakan *logaritma natural* dari total aset (Khalid dan Rehman, 2015) sehingga didapat rumus:

$$Size = \text{Ln} (\text{Total Asset}) \dots\dots\dots(4)$$

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan seluruh perusahaanyang terdaftar di BEI tahun 2013-2017. Sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur di BEI tahun 2014-2016 yang telah dipilih dengan menggunakan metode *purposive sampling*. Metode penentuan sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah metode *nonprobability sampling* dengan teknik *purposive sampling*. Data dalam penelitian ini diperoleh dengan cara mengamati, mencatat serta mempelajari buku-buku, karya ilmiah berupa jurnal, skripsi, dan situs-situs internet resmi mengenai pokok bahasan penelitian.

Teknis analisis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah *Moderated Regression Analysis (MRA)* yang dilakukan secara serentak terhadap ketiga variabel dengan menggunakan program *Statistical Package for Sosial Science (SPSS)*. Dilakukan Uji Statistik Deskriptif, Uji Kelayakan model regresi yang menghasilkan persamaan sebagai berikut.

$$Y = \alpha + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \beta_4 X_1 * X_3 + \beta_5 X_2 * X_3 + e \dots \dots \dots (5)$$

Keterangan

| | |
|---|--|
| Y | : Kebijakan Dividen |
| X1 | : <i>Free Cash Flow</i> |
| X2 | : <i>Leverage</i> |
| X3 | : Ukuran Perusahaan |
| X1*X3 | : Interaksi antara <i>free cash flow</i> dan ukuran perusahaan |
| X2*X3 | : Interaksi antara <i>leverage</i> dan ukuran perusahaan |
| A | : Parameter konstanta |
| $\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4, \beta_5$ | : Koefisien regresi berganda |
| E | : Faktor lain yang mempengaruhi variabel Y |

HASIL DAN PEMBAHASAN

Penelitian ini mengambil sampel perusahaan *go public* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2013-2017. Berdasarkan situs resmi BEI, selama tahun 2013-2017 perusahaan yang terdaftar di BEI. Populasi ini kemudian diseleksi kembali sesuai dengan kriteria *purposive sampling* yang telah ditetapkan sebelumnya. Hasil seleksi populasi tersebut dapat dilihat pada Tabel 1 berikut ini.

Tabel 1.
Hasil Seleksi Pemilihan Sampel

| No | Kriteria | Jumlah Perusahaan |
|----|---|-------------------|
| 1. | Perusahaan yang terdaftar dalam Bursa Efek Indonesia (BEI) | 555 |
| 2. | Perusahaan <i>go public</i> yang tidak rutin membagikan dividen periode tahun 2013-2017 | (545) |
| 3. | Perusahaan yang tidak menyajikan angka-angka dalam laporan keuangan dengan mata uang rupiah | (0) |
| 4. | Jumlah sampel penelitian | 10 |
| | Total Sampel dalam lima tahun penelitian | 50 |
| | Data Outlier | (11) |
| | Total Data Observasi | 39 |

Sumber: Data diolah, 2018

Statistik deskriptif memberikan informasi mengenai karakteristik variabel penelitian berupa nilai rata-rata (*mean*), deviasi standar (*standard deviation*), dan

nilai maksimum-minimum. Hasil statistik deskriptif dalam penelitian ini disajikan pada Tabel 2.

Tabel 2.
Statistik Deskriptif Variabel-Variabel Penelitian

| | N | Minimum | Maximum | Mean | Std. Deviation |
|---------|----|---------|---------|----------|----------------|
| DPR | 39 | 10,660 | 99,960 | 45,67897 | 24,643704 |
| FCF | 39 | -0,529 | 0,559 | 0,14554 | 0,235813 |
| LEV | 39 | 0,210 | 0,730 | 0,46179 | 0,151377 |
| SIZE | 39 | 12,270 | 29,020 | 17,23026 | 3,771621 |
| Valid N | 39 | | | | |

Sumber: Data diolah, 2018

Nilai minimum variabel tingkat pembayaran dividen adalah 10,660 yaitu PT United Tractors Tbk. pada tahun 2016, dan nilai maksimumnya adalah 99,960 yang terdapat pada PT Indo Tambangraya Megah Tbk. pada tahun 2015. *Mean* untuk tingkat pembayaran dividen adalah 45,67897 hal ini berarti rata-rata tingkat pembayaran dividen pada sampel amatan yang digunakan dalam penelitian ini berjumlah 45,67897. Deviasi standar untuk tingkat pembayaran dividen adalah 24,643704 yang memiliki makna dimana terjadi penyimpangan nilai tingkat pembayaran dividen pada nilai rata-ratanya sebesar 24,643704.

Nilai minimum variabel *free cash flow* (FCF) adalah -0,529 yaitu PT Golden Energy Mines Tbk. pada tahun 2015, dan nilai maksimumnya adalah 0,559 yang terdapat pada PT Unilever Indonesia Tbk. pada tahun 2014. *Mean* untuk FCF adalah 0,14554 hal ini berarti rata-rata FCF pada sampel amatan yang digunakan dalam penelitian ini berjumlah 0,14554. Deviasi standar untuk FCF adalah 0,235813 yang memiliki makna dimana terjadi penyimpangan nilai FCF pada nilai rata-ratanya sebesar 0,235813.

Nilai minimum variable leverage (LEV) adalah 0,210 yaitu PT Golden Energy Mines Tbk. pada tahun 2014, dan nilai maksimumnya adalah 0,730 yang terdapat pada PT Unilever Indonesia Tbk. pada tahun 2017. *Mean* untuk LEV adalah 0,46179 hal ini berarti rata-rata LEV pada sampel amatan yang digunakan dalam penelitian ini berjumlah 0,46179. Deviasi standar untuk LEV adalah 0,151377 yang memiliki makna dimana terjadi penyimpangan nilai LEV pada nilai rata-ratanya sebesar 0,151377.

Nilai minimum variable ukuran perusahaan adalah 12,270 yaitu PT Astra Internasional Tbk. pada tahun 2013, dan nilai maksimumnya adalah 29,020 yang terdapat pada PT Golden Energy Mines Tbk. pada tahun 2013. *Mean* untuk SIZE adalah 17,23026 hal ini berarti rata-rata SIZE pada sampel amatan yang digunakan dalam penelitian ini berjumlah 17,23026. Deviasi standar untuk SIZE adalah 3,771621 yang memiliki makna dimana terjadi penyimpangan nilai SIZE pada nilai rata-ratanya sebesar 3,771621.

Selanjutnya dilakukan uji asumsi klasik yang meliputi uji normalitas, autokorelasi dan heteroskedastisitas. Nilai *Asymp. Sig. (2-tailed)* dari model persamaan yang diuji sebesar 0,689 lebih besar dari 0,05. Hal ini menunjukkan data yang digunakan dalam penelitian ini telah berdistribusi normal. Jika suatu model regresi mengandung gejala autokorelasi, maka prediksi yang dilakukan dengan model tersebut akan tidak baik atau dapat memberikan hasil prediksi yang menyimpang. Berdasarkan hasil uji autokorelasi, nilai *dw* yang dihasilkan sebesar 2,401. Oleh karena jumlah $n = 39$ dan $k = 3$, diperoleh nilai $d_L = 1,3821$ dan $d_U = 1,5969$ sehingga diperoleh juga nilai $4 - d_U = 2,4031$, maka dapat dirumuskan

kriteria $d_u < dw < 4 - d_u$ yaitu ($1,5969 < 2,401 < 2,4031$). Hal ini menunjukkan data yang digunakan pada penelitian ini bebas dari autokorelasi.

Berdasarkan hasil uji heteroskedastisitas, dapat diketahui nilai signifikansi dari variabel *free cash flow* sebesar 0,623 ($>0,05$), nilai signifikansi dari variabel *leverage* sebesar 0,161 ($>0,05$), dan nilai signifikansi dari variable ukuran perusahaan yakni sebesar 0,308 ($>0,05$). Oleh karena nilai signifikansi dari masing-masing variabel independen terhadap variabel *absoluteresidual* berada diatas 0,05 maka dapat disimpulkan bahwa data yang digunakan pada penelitian ini tidak terdapat masalah heteroskedastisitas.

Penelitian ini menggunakan *Moderated Regression Analysis* (MRA) dalam model persamaan regresi linear berganda untuk mengetahui kemampuan ukuran perusahaan dalam memoderasi pengaruh *free cash flow* dan *leveraget* terhadap kebijakan dividen. Hasil pengujian disajikan dalam rekapitulasi hasil analisis regresi regresi linear berganda dengan menggunakan uji interaksi pada tabel 3 sebagai berikut.

Tabel 3.
Rekapitulasi Hasil MRA

| Model | Unstandardized Coefficients | | Standardized Coefficients | t | Sig. |
|-------------------------|-----------------------------|------------|---------------------------|--------|-------|
| | B | Std. Error | Beta | | |
| 1 (Constant) | 133,525 | 40,796 | 0,509 | 3,273 | 0,002 |
| FCF | 53,161 | 16,104 | -1,341 | 3,301 | 0,002 |
| LEV | -218,253 | 89,098 | -0,855 | -2,450 | 0,020 |
| SIZE | -5,589 | 2,344 | 0,378 | -2,384 | 0,023 |
| FCF*SIZE | 4,442 | 1,644 | 1,337 | 2,702 | 0,011 |
| LEV*SIZE | 10,679 | 5,144 | | 2,076 | 0,046 |
| Adjusted R ² | | | 0,623 | | |
| F _{hitung} | | | 13,536 | | |
| Sig. F | | | 0,000 | | |

Sumber: Data diolah, 2018

Hasil yang diperoleh dari rekapitulasi hasil analisis regresi linear berganda berdasarkan pada hasil analisis koefisien regresi pada Tabel 3 adalah sebagai berikut:

$$Y = 133,525 + 53,161FCF - 218,253LEV - 5,589SIZE + 4,44FCF*SIZE + 10,679 LEV*SIZE + \varepsilon$$

Koefisien determinasi total sebesar 0,623, yang artinya sebesar 62,3 persen variasi kebijakan dividen dipengaruhi oleh *leverage*, ukuran perusahaan dan *free cash flow*, sedangkan sisanya sebesar 37,7 persen dipengaruhi oleh faktor-faktor lain yang tidak dimasukkan ke dalam model penelitian. Berdasarkan hasil uji, nilai signifikansi F adalah sebesar 0,000 yang lebih kecil dari 0,05 yang berarti variabel bebas yaitu ukuran perusahaan, *leverage*, dan *free cash flow* berpengaruh signifikan secara serempak atau bersama-sama terhadap variabel terikat yaitu kebijakan dividen, sehingga penelitian ini dapat dikatakan memenuhi uji kelayakan model atau model penelitian dinyatakan layak digunakan sebagai model regresi.

Berdasarkan hasil pengujian pengaruh parsial atau uji t dengan menggunakan *moderated regression analysis* (MRA) yang ditunjukkan pada Tabel 3, diketahui bahwa tingkat signifikan t uji sebesar 0,002 yang menunjukkan angka lebih kecil daripada taraf nyata dalam penelitian ini yaitu $\alpha = 0,05$ dengan nilai koefisien regresi sebesar 53.161. Hal ini menunjukkan bahwa FCF berpengaruh positif pada kebijakan dividen. Hasil ini sejalan dengan hipotesis H₁ yakni FCF berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen.

Berbagai kondisi perusahaan dapat memengaruhi nilai aliran kas bebas, bila perusahaan memiliki aliran kas bebas tinggi dengan tingkat pertumbuhan rendah maka aliran kas bebas ini seharusnya didistribusikan kepada pemegang saham. Tetapi bila perusahaan memiliki aliran kas bebas tinggi dan tingkat pertumbuhan tinggi maka aliran kas bebas ini dapat ditahan sementara dan bisa dimanfaatkan untuk investasi pada periode mendatang. Pertumbuhan perusahaan manufaktur dapat diukur dengan melihat total aktiva perusahaan. Perubahan total aktiva perusahaan manufaktur yang mengalami peningkatan menggambarkan pertumbuhan perusahaan juga meningkat, maka arus kas bebas dimanfaatkan perusahaan untuk investasi sehingga rasio pembagian dividen pada pemegang saham akan menurun.

Selain itu hal ini berhubungan secara tidak langsung dengan konflik keagenan dalam perusahaan. Sesuai dengan teori keagenan, *agency problem* antara *principal* dan agen salah satunya terjadi karena pihak *principal* khawatir jika perusahaan memiliki *free cash flow* dalam jumlah besar akan digunakan untuk mengalokasikan pada sumber daya yang tidak efisien dan digunakan untuk melakukan investasi yang tidak menguntungkan. Salah satu cara untuk meminimumkan kos keagenan akibat timbulnya *agency problem* tersebut maka pihak agen dapat melakukan pembagian dividen pada pemegang saham. Perusahaan yang ingin memaksimumkan kekayaan *principal* dengan membagikan dividen namun memiliki *free cash flow* yang rendah, maka perusahaan dapat menggunakan pendanaan eksternal (Herwidodo, 2013). Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Adriani dan Lilis (2016), Aristantia dan

Putra (2015), dan Priyo (2013) yang menemukan bahwa *free cash flow* berpengaruh positif pada tingkat kebijakan dividen.

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh *leverage* (LEV) terhadap tingkat kebijakan dividen. Berdasarkan hasil pengujian pengaruh parsial atau uji t dengan menggunakan *moderated regression analysis* (MRA) yang ditunjukkan pada Tabel 3, diketahui bahwa tingkat signifikan t uji sebesar 0,020 yang menunjukkan angka lebih kecil dari pada taraf nyata dalam penelitian ini yaitu $\alpha = 0,05$ dengan nilai koefisien regresi sebesar -218,253. Hal ini menunjukkan bahwa LEV berpengaruh negatif pada kebijakan dividen. Hasil ini sejalan dengan hipotesis H₂ yakni LEV berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen.

Di dalam perusahaan, penggunaan utang yang tinggi akan menyebabkan penurunan kemampuan perusahaan dalam membayarkan dividennya, karena sebagian besar keuntungan akan dialokasikan pada cadangan dana untuk pelunasan hutang. Perusahaan yang memiliki tingkat utang yang rendah akan lebih memprioritaskan kesejahteraan pemegang sahamnya dengan pembagian dividen, sebaliknya jika perusahaan tersebut memiliki tingkat utang yang besar maka perusahaan akan lebih berkonsentrasi pada pelunasan kewajibannya dibanding membagikan dividen agar dapat mencegah kebangkrutan karena tidak bisa memenuhi kewajibannya kepada pihak kreditur. Peningkatan penggunaan utang menurunkan tingkat konflik antara manajer dengan pemilik sehingga tidak terlalu menuntut pembayaran dividen yang tinggi. *Leverage* memiliki hubungan yang negatif dengan kebijakan dividen, artinya semakin tinggi tingkat utang

perusahaan maka akan semakin rendah kemampuan perusahaan dalam membayarkan dividennya. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Bansaleng dkk., (2014), Thaib dan Taroreh (2015) dan Devi dan Erawati (2014) yang menemukan bahwa *leverage* berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen.

Perusahaan yang tergolong besar memiliki *free cash flow* yang lebih tinggi dibandingkan perusahaan yang tergolong kecil sehingga dividen yang dibagikan oleh perusahaan besar lebih besar dibandingkan perusahaan kecil. Hal ini terjadi karena pada perusahaan yang berukuran besar, arus kasnya sudah positif sehingga memiliki prospek yang baik untuk jangka yang lama, stabilitas yang lebih baik, serta lebih mampu menghasilkan laba dibandingkan perusahaan kecil.

Hasil pengujian menggunakan *moderated regression analysis* (MRA) yang ditunjukkan pada Tabel 3, diketahui bahwa tingkat signifikan t uji sebesar 0,011 yang menunjukkan angka lebih kecil dari pada taraf nyata dalam penelitian ini yaitu $\alpha = 0,05$ dengan nilai koefisien regresi sebesar 4,442. Hasil ini menunjukkan bahwa ukuran perusahaan mampu memperkuat pengaruh *free cash flow* terhadap kebijakan dividen.

Kemampuan ukuran perusahaan dalam memoderasi *free cash flow* terhadap kebijakan dividen, dikarenakan suatu perusahaan besar yang sudah mapan akan memiliki akses yang mudah menuju pasar modal, sementara perusahaan yang baru dan yang masih kecil akan mengalami banyak kesulitan untuk memiliki akses ke pasar modal. Karena kemudahan akses ke pasar modal

cukup berarti untuk fleksibilitas dan kemampuannya untuk memperoleh dana yang lebih besar, sehingga perusahaan mampu memiliki rasio pembayaran dividen yang lebih tinggi daripada perusahaan kecil. Hasil penelitian ini juga sejalan dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Nurhayati(2013), Agustina dan Andayani (2016) dan Maldajian dan El Khoury (2014) yang menyatakan bahwa semakin besar ukuran perusahaan maka semakin tinggi dividen yang dibayarkan.

Hasil pengujian menggunakan *Moderated Regression Analysis* (MRA) yang ditunjukkan pada Tabel 3, diketahui bahwa tingkat signifikan t uji sebesar 0,046 yang menunjukkan angka lebih kecil dari pada taraf nyata dalam penelitian ini yaitu $\alpha = 0,05$ dengan nilai koefisien regresi sebesar 10,679. Hasil ini menunjukkan bahwa ukuran perusahaan mampu memperlemah pengaruh *leverage* terhadap kebijakan dividen.

Perusahaan dengan tingkat *leverage* yang tinggi memiliki pembayaran tetap yang besar untuk pendanaan eksternalnya, dimana ini merupakan substitusi dari pembayaran dividen. Tingkat *leverage* yang tinggi meningkatkan biaya transaksi dan risiko perusahaan. Oleh karena itu, hanya perusahaan besar yang cenderung mampu membayar utang tanpa mempengaruhi pembayaran dividennya, sementara perusahaan kecil akan mengurangi pembayaran dividennya karena meningkatnya utang perusahaan akan berdampak pada peningkatan biaya eksternal perusahaan. Hasil penelitian ini sejalan dengan dengan penelitian yang dilakukan oleh Suryani dan Khafid (2015), Sari dkk., (2014), menyatakan bahwa ukuran perusahaan memperlemah pengaruh *leverage* terhadap kebijakan dividen.

Penelitian ini menghasilkan simpulan mengenai bagaimana pengaruh *free cash flow*, *leverage* terhadap kebijakan dividen dengan ukuran perusahaan sebagai variabel moderasi. Hasil uji dalam penelitian ini ditemukan bahwa dua variabel independen berpengaruh positif dan negatif pada kebijakan dividen sebagai variabel dependen. Variabel independen yang berpengaruh positif pada kebijakan dividen adalah *free cash flow*. Hasil penelitian ini sesuai dengan teori agensi, *agency problem* antara *principal* dan agen salah satunya terjadi karena pihak *principal* khawatir jika perusahaan memiliki *free cash flow* dalam jumlah besar akan digunakan untuk mengalokasikan pada sumber daya yang tidak efisien dan digunakan untuk melakukan investasi yang tidak menguntungkan. Hasil uji dalam penelitian ini juga menemukan bahwa *leverage* berpengaruh negatif pada tingkat kebijakan dividen, karena perusahaan dengan tingkat utang yang tinggi akan memprioritaskan membayar kewajiban terlebih dahulu. Ini mengurangi konflik antara manajer dan pemilik sehingga tidak terlalu menuntut pembagian dividen.

Hasil penelitian ini juga menghasilkan simpulan mengenai bagaimana ukuran perusahaan memperkuat pengaruh *free cash flow* terhadap kebijakan dividen. Perusahaan yang tergolong besar memiliki tingkat *free cash flow* yang tinggi, hal ini terjadi karena perusahaan besar arus kasnya positif dan memiliki prospek yang baik kedepannya dibandingkan perusahaan kecil. Simpulan dari ukuran perusahaan memperlemah pengaruh *leverage* terhadap kebijakan dividen, tingkat *leverage* yang tinggi meningkatkan risiko perusahaan. Oleh karena itu, hanya perusahaan besar yang mampu membayar kewajiban tanpa mempengaruhi pembayaran dividennya. Semua hasil ini diterima dan sejalan dengan teori.

SIMPULAN

Berdasarkan pembahasan hasil penelitian yang telah diuraikan maka dapat disimpulkan sebagai berikut: 1). *Free cash flow* berpengaruh positif signifikan pada kebijakan dividen. Semakin tinggi aliran *free cash flow* perusahaan, maka semakin tinggi pula pembagian dividen; 2). *Leverage* berpengaruh negatif pada kebijakan dividen. Semakin tinggi nilai utang perusahaan maka pembagian dividen akan menurun, karena dialokasikan untuk membayar kewajiban pada kreditur; 3). Ukuran perusahaan mampu memperkuat pengaruh *free cash flow* pada kebijakan dividen. Karena suatu perusahaan besar yang sudah mapan akan memiliki akses yang mudah menuju pasar modal, sementara perusahaan yang baru dan masih kecil akan mengalami banyak kesulitan untuk memiliki akses ke pasar modal. 4). Ukuran perusahaan mampu memperlemah pengaruh *leverage* pada kebijakan dividen. Hal ini dikarenakan hanya perusahaan besar yang cenderung mampu membayar utang tanpa mempengaruhi pembayaran dividennya, sementara perusahaan kecil akan mengurangi pembayaran dividen karena akan meningkatkan utang perusahaan.

Saran yang dapat diberikan yakni bagi peneliti selanjutnya, penelitian ini hanya menggunakan variabel *free cash flow*, *leverage* sebagai faktor yang memengaruhi kebijakan dividen dan menambahkan ukuran perusahaan sebagai variabel moderasi. Peneliti selanjutnya diharapkan menggunakan dan menambahkan variabel serta proksi lain yang mampu memengaruhi tingkat kebijakan dividen.

Bagi perusahaan sebaiknya mempertimbangkan berbagai keputusan keuangan yang diambil karena pengambilan keputusan tersebut akan memberikan sinyal kepada investor untuk menanamkan dana pada perusahaan. Ini terlihat dari hasil penelitian yang menunjukkan bahwa sebesar 65% kebijakan dividen dapat dipengaruhi oleh faktor internal seperti *free cash flow* dan *leverage* dapat memengaruhi kebijakan dividen. Jadi perusahaan dalam mengambil keputusan baik mengenai pendanaan maupun investasi harus memperhatikan faktor internal tersebut. Ini dilakukan agar dapat memenuhi harapan investor mengenai kebijakan dividen tanpa mengesampingkan tujuan dari perusahaan itu sendiri, sehingga optimalisasi dari tujuan perusahaan dapat tercapai.

Investor dalam mengambil keputusan dalam berinvestasi diharapkan mempertimbangkan besar atau kecilnya suatu perusahaan. Hal ini dikarenakan hasil penelitian pada perusahaan yang besar menunjukkan tinggi atau rendahnya utang yang dimiliki perusahaan tidak akan mengganggu keputusan perusahaan dalam pembagian dividen.

REFERENSI

- Adnan, M. A., Gunawan, B., dan Candrasari, R. 2014. Pengaruh Profitabilitas, *Leverage*, *Growth*, dan *Free Cash Flow* Terhadap *Dividend Payout Ratio* Perusahaan Dengan Mempertimbangkan *Corporate Governance* Sebagai Variabel Moderasi. *Jaai*, 18(2), hal.89–100.
- Adriani, M. N. F., dan Lilis, A. 2016. Pengaruh Kebijakan Hutang, Struktur Kepemilikan, dan *Free Cash Flow* terhadap Kebijakan Dividen. (*STIESIA*) *Surabaya*, 5(8), hal.1–19.
- Andini, N. W. L., dan Wirawati, N. G. P. 2014. Pengaruh *cash flow* pada kinerja keuangan dan implikasinya pada nilai perusahaan manufaktur. *E-Jurnal Universitas Udayana*, 7(1), hal.107–121.

- Andriyanti, L., dan Wirakusuma, M. G. 2014. *Good Corporate Governance* Memoderasi Profitabilitas , *Leverage* , Arus Kas Bebas Dengan Kebijakan Dividen. *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana*, 2(8), hal.245–262.
- Ariandani, P. S., dan Yadnyana, I. ketut. 2016. Likuiditas Memoderasi Pengaruh Profitabilitas dan *Investment Opportunity Set* (IOS) Pada Kebijakan Dividen, 17(1), hal.615–634.
- Arifin, S., dan Asyik, N. F. 2015. Pengaruh Profitabilitas, Likuiditas, *Growth Potential*, dan Kepemilikan Manajerial Terhadap Kebijakan Dividen, 4(2), hal.1–17.
- Aristantia, D., dan Putra, I. M. P. D. 2015. *Investment Opportunity Set* dan *Free Cash Flow* Pada Tingkat Pembayaran Dividen Perusahaan Manufaktur. *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana*, 11(1), hal.220–234.
- Bansaleng, D. V. R., Tommy, P., dan Saerang, I. S. 2014. Kebijakan Hutang, Struktur Kepemilikan dan Profitabilitas Terhadap Kebijakan Dividen Pada Perusahaan Food And Beverage Di Bursa Efek Indonesia, 2(3), hal.817–830.
- Devi, N. P. Y., dan Erawati, N. M. A. 2014. Pengaruh Kepemilikan Manajerial, *Leverage*, Dan Ukuran Perusahaan Pada Kebijakan Dividen Perusahaan Manufaktur. *Jurnal Akuntansi Universitas Udayana*, 9(3), hal.2302–8556.
- Dewi, M. M., dan Sulasmiyati, S. 2016. Pengaruh Struktur Kepemilikan, Ukuran Perusahaan, dan profitabilitas Terhadap *Leverage*. *Jurnal Administrasi Bisnis (JAB)*, 55(1).
- Halviani, M. D., dan Sisdyani, E. A. 2014. Pengaruh Moderasi *Good Corporate Governance* Pada *Return on Asset* Dan *Dividend Payout Ratio*. *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana*, 7(3), hal.332–344.
- Hejazi, R., dan Moshtaghin, S. F. 2014. *Impact of Agency Costs of Free Cash Flow on Dividend Policy , and Leverage of Firms in Iran*, 3(1), hal.14–21.
- Herwidodo, G. 2013. Analisis Pengaruh *Free Cash Flow*, Profitabilitas, Likuiditas, *Leverage* dan *Earning Per Share* Terhadap Kebijakan Dividen Pada Perusahaan Manufaktur Tahun 2008-2011. *Fakultas Ekonomi Dan Bisnis Universitas Dian Nuswantoro Semarang*, hal.1–14.
- Kargar, E. F., dan Ahmadi, G. R. 2013. *The Relationship between Free Cash Flows and Agency Costs Levels : Evidence from Tehran Stock Exchange*, 4(14), hal.51–66.

- Lopolusi, I. 2013. Analisis Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Kebijakan Dividen Sektor Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Periode 2007-2011. *Jurnal Ilmiah Mahasiswa Universitas Surabaya*, 2(1), hal.1–18.
- Maldajian, C., dan El Khoury, R. 2014. *Determinants of the Dividend Policy: An Empirical Study on the Lebanese Listed Banks*. *International Journal of Economics and Finance*, 6(4), hal.240–256.
- Nuhu, E., Musah, A., dan Senyo, D. B. 2014. *Determinants of Dividend Payout of Financial Firms and Non-Financial Firms in Ghana*, 4(3), hal.109–118.
- Nuraina, E. 2012. Pengaruh Kepemilikan Institusional Dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Hutang Dan Nilai Perusahaan. *AKRUAL Jurnal Akuntansi*, 4(1), hal.51–70.
- Nurhayati, M. 2013. Probitabilitas, Likuiditas dan Ukuran Perusahaan Pengaruhnya terhadap Kebijakan Dividen dan Nilai Perusahaan Sektor Non Jasa. *Jurnal Keuangan Dan Bisnis*, 5(2).
- Priyo, E. M. 2013. Analisis Pengaruh *Return On Asset, Debt To Equity Ratio, Firm Size, Growth* dan *Free Cash Flow* Terhadap Dividend Payout Ratio. *Fakultas Ekonomi Universitas Diponegoro Semarang*.
- Putra, O., dan Mahfud, H. M. M. K. 2017. Analisis Pengaruh *Free Cash Flow, Assets Growth, Market To Book Value, Profitability*, dan *Debt To Equity Ratio* Terhadap *Dividend Payout Ratio*.
- Sari, N. K. A. P., dan Budiasih, I. G. A. 2016. Pengaruh Kepemilikan Managerial, kepemilikan Institusional, *Free Cash Flow* dan Profitabilitas pada Kebijakan Dividen. *E-Jurnal Universitas Udayana*, 15(3), hal.2439–2466.
- Sari, R. R., Muharam, H., dan Sofyan, S. 2014. Analisis Pengaruh *Investment Opportunities, Leverage, Risiko Pasar* dan *Firm Size* Terhadap *Dividend Policy*. *Fakultas Ekonomika Dan Bisnis Universitas Diponegoro*, hal.1–12.
- Suherman, R., LuKman, L., dan Kusnadi. 2015. Penfaruh *Free cash Flow, Hutang* dan *Tingkat Pertumbuhan Perusahaan* Terhadap Kebijakan Dividen Pada Perusahaan Manufaktur Yang terdaftar Di Bursa Efek Indonesia. *Informatics and Business Institute Darmajaya*, 1(2).
- Sunarya, D. H. 2013. Pengaruh Kebijakan utang, Profitabilitas dan Likuiditas Terhadap Kebijakan Dividen Dengan *Size* Sebagai Variabel Moderasi Pada Sektor Manufaktur Periode 2008-2011. *Jurnal Ilmiah Mahasiswa Universitas Surabaya*, 2(1), hal.1–12.
- Suryani, A. D., dan Khafid, M. 2015. Pengaruh *Free Cash Flow, Pertumbuhan*

Perusahaan, Kebijakan Dividen dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Hutang Pada Perusahaan Manufaktur Di Bursa Efek Indonesia Tahun 2013. *Fakultas Ekonomi, Universitas Negeri Semarang*, 4(1), hal.20–28.

Swastyastu, M. W., Yuniarta, G. A., dan Atmaja, A. T. 2014. Analisis Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Kebijakan *Dividen Payout Ratio* Yang Terdapat Di Bursa Efek Indonesia, 2(1).

Thaib, C., dan Taroreh, R. 2015. Pengaruh Kebijakan Hutang dan Profitabilitas Terhadap Kebijakan Dividen, 3(4), hal.215–225.