

INVESTMENT OPPORTUNITY SET SEBAGAI PEMODERASI PENGARUH *FREE CASH FLOW* DAN PROFITABILITAS TERHADAP KEBIJAKAN DIVIDEN

Evi Krisdiana
evikrsdn@gmail.com
Anang Subardjo

Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Indonesia (STIESIA) Surabaya

ABSTRACT

This research aimed to examine and analyze the effect of free cash flow and profitability with the investment opportunity set as moderated variable, on the dividend policy. The population was consumer goods manufacturing companies which were listed on Indonesia Stock Exchange 2013-2017. While, there were 18 out of 42 companies which were collected as sample using purposive sampling. Moreover, the data used secondary which in the form of annual report of consumer goods manufacturing companies 2013-2017. Furthermore, the instrumen used documentation. In addition, the data analysis use multiple linear regression. The research result concluded free cash flow, as well as profitability, had positive effect on the dividend policy. On the other hand, the investment opportunity set had negative effect on the dividend policy. It meant, from the residual test result, the investment opportunity set could not moderate the effect of free cash flow on the dividend policy. However, it could moderate the effect of profitability on the dividend policy.

Keywords: free cash flow, profitability, investment opportunity set, dividend policy.

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk menguji dan menganalisis pengaruh *free cash flow* terhadap kebijakan dividen, profitabilitas terhadap kebijakan dividen, *investment opportunity set* terhadap kebijakan dividen, *free cash flow* terhadap kebijakan dividen dengan *investment opportunity set* sebagai variabel moderasi dan profitabilitas terhadap kebijakan dividen dengan *investment opportunity set* sebagai variabel moderasi. Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur sektor industri barang konsumsi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2013-2017 berjumlah 42 perusahaan. Teknik pengambilan sampel dilakukan dengan metode *purposive sampling* yang menghasilkan 18 perusahaan selama tahun 2013-2017. Data yang digunakan merupakan data sekunder yang diambil melalui teknik dokumentasi yang terdiri dari *annual report* perusahaan manufaktur sektor industri barang konsumsi tahun 2013-2017. Metode analisis data penelitian ini yaitu analisis regresi berganda. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa *free cash flow* berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen, profitabilitas berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen, *investment opportunity set* berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen, hasil uji residual menunjukkan *investment opportunity set* tidak mampu memoderasi hubungan antara *free cash flow* dengan kebijakan dividen, dan hasil uji residual menunjukkan *investment opportunity set* mampu memoderasi hubungan antara profitabilitas dengan kebijakan dividen.

Kata Kunci: free cash flow, profitabilitas, investment opportunity set, kebijakan dividen.

PENDAHULUAN

Perusahaan membutuhkan berbagai sumber dana untuk membiayai kegiatan operasinya. Sumber dana tersebut berasal dari sumber dana internal dan sumber dana eksternal. Sumber dana internal adalah sumber dana yang diperoleh dari dalam perusahaan seperti laba ditahan, sedangkan sumber dana eksternal adalah sumber dana yang diperoleh dari luar perusahaan seperti hutang dan penerbitan saham. Perolehan sumber dana eksternal perusahaan selain dari perbankan adalah pasar modal (Husnan dan Pudjiastuti, 2006:5). Pasar modal dianggap sebagai salah satu sarana yang efektif dalam memperoleh sumber dana eksternal bagi perusahaan publik. Apabila mekanisme dalam pasar modal mengalami

gangguan atau tidak berjalan dengan baik, maka dapat berdampak pada perekonomian negara dan kondisi beberapa perusahaan (Pertiwi, 2016). Perusahaan harus menyediakan informasi yang relevan dan handal agar pasar modal dapat berfungsi secara efisien. Informasi tersebut berupa laporan keuangan yang merupakan sarana komunikasi antara perusahaan dengan pihak-pihak yang berkepentingan seperti kreditor, investor dan pemerintah (Kieso *et al.*, 2007:2). Investor sebagai salah satu pengguna laporan keuangan menganggap informasi mengenai pembagian dividen merupakan suatu hal yang perlu diperhatikan sebagai bahan pertimbangan dalam pengambilan keputusan berinvestasi. Pembagian dividen dapat menjadi penyampai informasi terhadap pasar tentang kemampuan perusahaan dalam mendapatkan laba dan prospek yang baik dimasa depan (Basuki, 2011). Selain itu tujuan utama investor dalam menanamkan dananya kedalam suatu perusahaan adalah untuk mendapatkan tingkat pengembalian atas investasinya, baik berupa dividen maupun *capital gain*. Berdasarkan *bird in the hand theory* menyatakan bahwa investor lebih menyukai *return* dalam bentuk dividen daripada *capital gain*, karena dianggap risiko ketidakpastiannya lebih rendah (Hanafi, 2013:366).

Kebijakan dividen menjadi suatu keputusan yang dilematis bagi manajemen perusahaan. Kebijakan dividen merupakan kebijakan yang menentukan porsi laba yang diperoleh perusahaan akan ditahan sebagai laba ditahan atau dibagikan berupa dividen kepada para pemegang saham (Sutrisno, 2003:303). Pihak manajemen perlu mempertimbangkan keberlangsungan hidup perusahaan sehingga laba tidak seluruhnya dibagikan namun perlu disisihkan untuk kegiatan investasi yang menghasilkan *net present value* positif. Namun di sisi lain penurunan dividen akan memberikan sinyal negatif kepada pasar sehingga manajemen akan berusaha membagikan dividen secara optimal dari waktu ke waktu (Kieso *et al.*, 2007:320).

Dividen kas merupakan salah satu topik yang sering dibicarakan antara para pemegang saham dan pihak manajemen perusahaan. Terkadang hal tersebut justru menimbulkan kontroversi antara pemegang saham dan manajemen perusahaan (Pradana dan Sanjaya, 2013). Kontroversi tersebut terjadi karena ada perbedaan kepentingan antara manajemen perusahaan dengan pemegang saham. Salah satu pemicu perbedaan kepentingan tersebut adalah adanya *free cash flow* di perusahaan. Menurut Jensen (1986) *free cash flow* adalah sisa arus kas setelah digunakan untuk mendanai proyek dengan *net present value* positif. Dalam penggunaan arus kas bebas (*free cash flow*) manajer dan pemegang saham memiliki kepentingan yang berbeda. Adanya perbedaan kepentingan ini menimbulkan masalah keagenan yaitu adanya konflik antara pemegang saham dengan manajemen yang berasal dari pemisahan kepemilikan dan pengawasan. Pemegang saham sebagai seseorang yang menanamkan dananya disuatu perusahaan pasti mengharapkan *return* yang maksimal sehingga pemegang saham menginginkan arus kas bebas tersebut dibagikan sebagai dividen. Sedangkan manajer menginginkan arus kas bebas perusahaan digunakan untuk investasi yang diharapkan akan meningkatkan pertumbuhan perusahaan. Semakin besar ukuran perusahaan maka manajer dinilai memiliki produktivitas yang tinggi. Dengan demikian manajer akan memperoleh penghargaan atas kinerjanya tersebut. Kepentingan pribadi manajer tersebut disinyalir akan menghamburkan *free cash flow* yang tersedia untuk berinvestasi terus menerus walaupun pada akhirnya akan menghasilkan *net present value* negatif. Dengan demikian kebijakan dividen dipandang sebagai salah satu alternatif untuk mendistribusikan *free cash flow*. Dengan adanya pembagian dividen maka akan mengurangi potensi dana yang dihamburkan oleh manajemen perusahaan.

Besarnya dividen dipengaruhi oleh laba yang diperoleh perusahaan. Laba perusahaan dapat dilihat pada profitabilitas perusahaan. Profitabilitas perusahaan merupakan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba. Semakin tinggi laba yang diperoleh perusahaan maka akan semakin tinggi pula dividen yang akan dibagikan (Prasetio, 2016). Namun tergantung bagaimana kebijakan yang diterapkan oleh pihak manajemen, apakah

laba tersebut akan dibagikan sebagai dividen atau akan di tahan sebagai sumber dana internal. Hasil penelitian yang dilakukan Solikhah (2017) membuktikan bahwa profitabilitas memiliki hubungan positif terhadap dividen. Artinya semakin tinggi kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba maka semakin tinggi pula dividen yang dibagikan kepada pemegang saham.

Pembayaran dividen seringkali mengalami hambatan seperti adanya kewajiban membayar bunga, penurunan keuntungan, dan adanya kesempatan investasi yang menguntungkan sehingga membuat perusahaan mengurangi pembayaran dividen (Nuringsih, 2005). Kesempatan investasi atau *investment opportunity set* merupakan suatu opsi perusahaan dalam pengambilan keputusan berinvestasi pada proyek yang memiliki *net present value* positif. Ketika perusahaan memiliki suatu peluang investasi yang menguntungkan maka perusahaan cenderung akan mengurangi dividen yang akan dibagikan kepada pemegang saham karena digunakan untuk mendanai investasi tersebut. Sesuai dengan *pecking order theory* yang menyatakan bahwa investasi perusahaan akan dibiayai dengan dana internal terlebih dahulu, kemudian baru diikuti oleh penerbitan hutang dan penerbitan ekuitas (Husnan dan Pudjiastuti, 2006:276). Dengan adanya kesempatan investasi yang tinggi maka dana internal berupa laba perusahaan akan digunakan untuk membiayai kegiatan investasi sehingga akan mengurangi porsi laba yang akan digunakan untuk pembayaran dividen.

Dalam penelitian ini *free cash flow* dan profitabilitas digunakan sebagai variabel independen dengan tujuan untuk mengetahui pengaruh hubungan kedua variabel tersebut terhadap kebijakan dividen sebagai variabel dependen. Penelitian yang dilakukan Suharli (2006) dan Prasetio (2016) yang menguji pengaruh profitabilitas terhadap kebijakan dividen menyatakan bahwa profitabilitas berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen, berbeda dengan penelitian Nuringsih (2005) menyatakan profitabilitas berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen. Pada penelitian yang menguji pengaruh *free cash flow* terhadap kebijakan dividen yang dilakukan Aristantia dan Putra (2015) menyatakan *free cash flow* berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen, berbeda dengan penelitian Arilaha (2009) yang menyatakan bahwa *free cash flow* tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen.

Perbedaan hasil penelitian terdahulu membuat peneliti termotivasi untuk melakukan penelitian kembali hubungan antara *free cash flow* dan profitabilitas terhadap kebijakan dividen dengan menambahkan *investment opportunity set* sebagai variabel moderasi. Sulyanto (2011:8) mendefinisikan variabel moderasi adalah variabel yang memperkuat dan memperlemah hubungan antara variabel independen dengan variabel dependen. *Investment opportunity set* digunakan sebagai variabel moderasi dalam penelitian ini berdasarkan *pecking order theory* yang menyakatakan bahwa perusahaan lebih menyukai pendanaan internal. Apabila dalam suatu perusahaan memiliki kesempatan investasi tinggi dan menghasilkan *net present value* positif maka perusahaan akan cenderung menggunakan dana internal berupa laba perusahaan terlebih dahulu untuk mendanai peluang investasinya, sehingga akan mengurangi porsi laba yang akan digunakan untuk pembayaran dividen. Sebaliknya, apabila kesempatan investasi perusahaan di masa mendatang rendah kemungkinan perusahaan akan membayar dividen dalam jumlah besar karena laba perusahaan tidak digunakan untuk mendanai peluang investasi sehingga porsi laba untuk pembayaran dividen juga tinggi. Husnan dan Pudjiastuti (2006:278) menyatakan bahwa kecenderungan perusahaan untuk memilih pendanaan internal jika perusahaan dihadapkan pada kesempatan investasi yang menguntungkan, sehingga pembayaran dividen dijadikan variabel pasif.

Beberapa penelitian mendukung digunakannya *investment opportunity set* sebagai pemoderasi dalam kebijakan dividen, antara lain penelitian Saputro (2014) yang membuktikan set kesempatan investasi memoderasi pengaruh profitabilitas terhadap

kebijakan dividen. Rukmana (2015) juga membuktikan set kesempatan investasi memoderasi pengaruh aliran kas bebas dan kinerja perusahaan terhadap kebijakan dividen.

Berdasarkan latar belakang, maka rumusan masalah yang dikemukakan sebagai berikut: (1) Apakah *free cash flow* berpengaruh terhadap kebijakan dividen? (2) Apakah profitabilitas berpengaruh terhadap kebijakan dividen? (3) Apakah *investment opportunity set* berpengaruh terhadap kebijakan dividen? (4) Apakah *investment opportunity set* memoderasi pengaruh *free cash flow* terhadap kebijakan dividen? (5) Apakah *investment opportunity set* memoderasi pengaruh profitabilitas terhadap kebijakan dividen?

Sesuai dengan latar belakang dan perumusan masalah maka tujuan yang ingin dicapai dari penelitian ini adalah untuk menguji dan menganalisis: (1) Pengaruh *free cash flow* terhadap kebijakan dividen; (2) Pengaruh profitabilitas terhadap kebijakan dividen; (3) Pengaruh *investment opportunity set* terhadap kebijakan dividen; (4) Moderasi *investment opportunity set* terhadap pengaruh *free cash flow* dengan kebijakan dividen; (5) Moderasi *investment opportunity set* terhadap pengaruh profitabilitas dengan kebijakan dividen.

TINJAUAN TEORITIS

Teori Keagenan

Jensen dan Meckling (1976) mendefinisikan hubungan keagenan sebagai sebuah kontrak antara satu orang atau lebih (prinsipal) yang menyewa orang lain (agen) untuk memberikan suatu jasa dan mendelegasikan wewenang dalam membuat keputusan. Dalam konteks ini prinsipal adalah pemegang saham dan agen adalah manajer perusahaan. Prinsipal akan mempercayakan aktivitas perusahaan dan mendelegasikan beberapa wewenang dalam pengambilan keputusan kepada manajer. Manajer sebagai agen mempunyai informasi lebih banyak tentang kemampuan, risiko, dan pengelolaan perusahaan. Sedangkan pemegang saham hanya mengetahui sedikit informasi tentang keadaan perusahaan secara keseluruhan sehingga tidak memahami keputusan yang dibuat oleh manajer. Adanya asimetri informasi antara pemegang saham dan manajer akan menimbulkan masalah keagenan.

Berdasarkan pendapat Jensen dan Meckling (1976), masalah keagenan yang terjadi akan menimbulkan biaya keagenan yang meliputi biaya pengawasan (*monitoring cost*), biaya ikatan (*bonding cost*) dan kerugian residual (*residual loss*). Biaya pengawasan muncul jika pemegang saham melakukan pengawasan terhadap aktivitas manajer untuk memastikan manajer telah bekerja sesuai kontrak yang disepakati. Biaya ikatan mengacu pada usaha meyakinkan manajer untuk bekerja bagi kepentingan pemegang saham tanpa adanya pengawasan. Sedangkan kerugian residual merupakan harga yang harus dibayar atas penurunan kesejahteraan pemegang saham karena keinginan manajer yang tidak selaras dengan pemegang saham, manajer cenderung melakukan tindakan demi keuntungan pribadi dan merugikan pemegang saham.

Jensen dan Meckling (1976) juga menjelaskan masalah keagenan dapat dikurangi dengan meningkatkan kepemilikan manajerial, pemberian insentif, melakukan pengawasan dan tindakan *bonding* oleh manajer. Tindakan *bonding* atau tindakan membatasi diri oleh manajer ini dilakukan dengan meningkatkan pembayaran dividen atau jumlah hutang.

Free Cash Flow Theory

Menurut Tampubolon (2013:222) *free cash flow theory* berdasarkan pada konflik yang sering terjadi antara manajer dan pemegang saham. Pemegang saham mempunyai persepsi bahwa manajer akan mengendalikan sumber daya perusahaan untuk menentukan sendiri kompensasi bagi karyawan, dengan pengertian bahwa manajer akan memanfaatkan *free cash flow* sehingga dikhawatirkan tingkat laba perusahaan maupun laba per lembar saham tidak dapat maksimal. Sedangkan manajer beranggapan dengan kompensasi yang tinggi maka karyawan akan termotivasi untuk bekerja dengan produktivitas yang tinggi, sehingga untuk

memaksimalkan laba perusahaan maupun laba per lembar saham karyawan menuntut kompensasi yang layak.

Dalam *free cash flow theory* dijelaskan bahwa dividen digunakan sebagai alat untuk mengurangi biaya keagenan atas keberadaan *free cash flow* (Jensen, 1986). Manajer seringkali mengalokasikan sumber daya perusahaan untuk kepentingan pribadi. Manajer menginginkan *freecash flow* digunakan untuk investasi, dengan tujuan untuk memaksimalkan besarnya perusahaan dan meningkatkan pertumbuhan. Dengan meningkatnya pertumbuhan perusahaan akan berdampak pada pekerjaan, meningkatkan jabatan, status dan gaji. Perusahaan dengan kas yang berlimpah dan memiliki set kesempatan investasi yang rendah cenderung memiliki masalah investasi yang berlebihan (*overinvestment*). Manajer disinyalir akan menghamburkan *free cash flow* yang tersedia untuk berinvestasi terus menerus walaupun pada akhirnya akan menghasilkan *net present value* negatif. Untuk mengurangi masalah *overinvestment* ini Jensen (1986) menyarankan perusahaan sebaiknya mengembalikan kelebihan kas kepada pemegang saham melalui pembayaran dividen.

Pecking Order Theory

Pecking order theory merupakan teori yang menjelaskan urutan pendanaan dalam perusahaan, perusahaan akan menggunakan sumber dana internal terlebih dahulu untuk mendanai investasi dan membayar dividen. Teori ini juga memprediksi bahwa jika dana internal tidak cukup, maka penerbitan utang lebih disukai daripada penerbitan ekuitas. Secara ringkas *pecking order theory* tersebut menyatakan sebagai berikut (Hanafi, 2013:313): (1) Perusahaan lebih menyukai pendanaan internal; (2) Perusahaan akan berusaha menyesuaikan rasio pembagian dividen dengan kesempatan investasi yang dihadapi, dan berupaya untuk tidak melakukan perubahan pembayaran dividen yang terlalu besar; (3) Apabila pendanaan eksternal diperlukan, maka perusahaan akan menerbitkan sekuritas yang paling aman terlebih dahulu. Penerbitan sekuritas akan dimulai dari penerbitan obligasi, kemudian obligasi yang dikonversikan menjadi modal sendiri, baru akhirnya menerbitkan saham baru; (4) Pembayaran dividen yang cenderung konstan dan fluktuasi laba yang diperoleh mengakibatkan dana internal bisa berlebih ataupun berkurang untuk investasi.

Free Cash Flow

Kieso *et al.* (2007:219) mendefinisikan *free cash flow* sebagai arus kas diskresioner suatu perusahaan yang dapat digunakan untuk tambahan investasi, melunasi hutang, membeli kembali saham perusahaan sendiri (*treasury stock*), atau hanya untuk menambah likuiditas perusahaan. Jensen (1986) mendefinisikan *free cash flow* sebagai sisa arus kas perusahaan setelah digunakan untuk mendanai proyek dengan *net present value* positif. Sedangkan menurut Ross *et al.* (2000) *free cash flow* merupakan kas perusahaan yang dapat didistribusikan kepada kreditor atau pemegang saham yang tidak digunakan untuk modal kerja atau investasi aset tetap. *Free cash flow* dapat digunakan untuk mengukur fleksibilitas keuangan perusahaan (Kieso *et al.*, 2007:219). Perusahaan yang memiliki fleksibilitas keuangan yang kuat bisa mengambil manfaat dari investasi yang menguntungkan meskipun dalam situasi sulit sekalipun. Selain itu, fleksibilitas keuangan yang kuat juga membebaskan perusahaan dari kekhawatiran menyangkut kelangsungan hidup dalam kondisi ekonomi yang buruk.

Profitabilitas

Profitabilitas adalah kemampuan perusahaan dalam menghasilkan keuntungan pada tingkat penjualan, aset, dan modal saham tertentu (Hanafi, 2013:42). Profitabilitas merupakan salah satu cara bagi investor untuk menilai sebuah perusahaan sampai sejauh

mana tingkat pengembalian yang akan didapat dari aktivitas investasinya. Jika profitabilitas suatu perusahaan mengalami peningkatan yang signifikan setiap tahunnya tentu investor akan cenderung memiliki harapan yang cukup optimis atas pengembalian investasi yang akan diperolehnya. Profitabilitas merupakan faktor penting yang harus diperhatikan, karena profitabilitas digunakan untuk kelangsungan hidup sebuah perusahaan. Suatu perusahaan dalam kondisi yang menguntungkan akan mampu mempertahankan keberlangsungan hidupnya dan menjadi perusahaan yang maju. Perusahaan yang mempunyai aliran kas atau profitabilitas yang baik akan mampu membayar dividen atau meningkatkan dividen. Hal yang sebaliknya akan terjadi jika aliran kas dan profitabilitas tidak baik. Dengan demikian profitabilitas sangat diperlukan untuk perusahaan ketika akan membayarkan dividen.

Investment Opportunity Set

Menurut Hartono (2003:58) mendefinisikan kesempatan investasi atau *investment opportunity set* sebagai gambaran tentang luasnya kesempatan atau peluang investasi bagi suatu perusahaan. Kallapur dan Trombley (2001) menyatakan, penting untuk membedakan set kesempatan investasi dengan pertumbuhan. Istilah pertumbuhan mengacu pada kemampuan untuk meningkatkan ukuran perusahaan, sementara set kesempatan investasi merupakan pilihan untuk berinvestasi pada proyek yang menghasilkan *net present value* positif. Set kesempatan investasi menghasilkan peningkatan ukuran perusahaan, dan tidak semua kesempatan bertumbuh memiliki *net present value* positif.

Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen merupakan suatu kebijakan yang sulit bagi pihak manajemen karena harus menentukan porsi laba perusahaan yang akan dibagikan kepada pemegang saham sebagai dividen atau akan ditahan sebagai laba ditahan untuk kebutuhan investasi di masa mendatang. Tampubolon (2013:203) menyatakan, tujuan perusahaan dari segi keuangan maupun dari sudut kebijakan dividen adalah untuk memaksimalkan kesejahteraan pemegang saham, disamping penyelenggaraan keuangan yang cukup untuk perusahaan tersebut. Apabila perusahaan memutuskan untuk membagikan laba sebagai dividen kepada pemegang saham maka perusahaan telah memaksimalkan kesejahteraan pemegang saham sebagai *return* atas modal yang telah ditanamkan di perusahaan.

Menurut Hanafi (2013:43) *Dividend payout ratio* merupakan rasio pembayaran dividen yang melihat bagian *earning* yang dibayarkan sebagai dividen kepada investor. Perusahaan yang mempunyai tingkat pertumbuhan yang tinggi akan mempunyai rasio pembayaran dividen yang rendah, sebaliknya perusahaan yang tingkat pertumbuhannya rendah akan mempunyai rasio yang tinggi.

Pengembangan Hipotesis

Pengaruh *Free Cash Flow* terhadap Kebijakan Dividen

Jensen (1986) mendefinisikan *free cash flow* sebagai sisa arus kas perusahaan setelah digunakan untuk mendanai proyek dengan *net present value* positif. Sedangkan menurut Ross *et al.* (2000) *free cash flow* merupakan kas perusahaan yang dapat didistribusikan kepada kreditor atau pemegang saham yang tidak digunakan untuk modal kerja atau investasi aset tetap. Dari definisi tersebut, peneliti dapat mengatakan bahwa *free cash flow* merupakan kas yang berlebih di perusahaan atau kas menganggur yang seharusnya dibagikan kepada pemegang saham.

Adanya *free cash flow* yang tinggi di perusahaan rentan terjadi konflik antara pemegang saham dan manajemen. Manajemen disinyalir akan menghamburkan *free cash flow* untuk investasi yang berlebihan (*overinvestment*). Untuk menghindari *overinvestment* sebaiknya *free cash flow* didistribusikan kepada pemegang saham berupa dividen. Selaras dengan penelitian yang dilakukan Putri dan Putra (2017) bahwa *free cash flow* berpengaruh positif

terhadap kebijakan dividen, yang berarti semakin tinggi *free cash flow* perusahaan maka semakin tinggi pula dividen yang dibagikan kepada pemegang saham. Dengan demikian dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut :

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

Pengaruh Profitabilitas terhadap Kebijakan Dividen

Profitabilitas merupakan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba, sedangkan dividen merupakan sebagian dari laba perusahaan yang dapat dibagikan kepada pemegang saham. Sehingga profitabilitas memiliki keterkaitan dengan dividen. Perusahaan yang mempunyai profitabilitas yang baik akan mampu membayar dividen atau meningkatkan dividen. Hal yang sebaliknya akan terjadi jika profitabilitas tidak baik. Dengan demikian profitabilitas sangat diperlukan untuk perusahaan ketika akan membayarkan dividen

Selaras dengan penelitian Arilaha (2009) yang membuktikan bahwa profitabilitas berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen yang artinya semakin tinggi profitabilitas yang dimiliki perusahaan maka semakin besar pula dividen yang akan dibagikan kepada pemegang saham. Dengan demikian dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut :

H₂ : Profitabilitas berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen

Pengaruh *Investment Opportunity Set* terhadap Kebijakan Dividen

Perusahaan merupakan kombinasi aset riil dan pilihan investasi di masa depan. Komponen nilai perusahaan yang dihasilkan dari pilihan untuk melakukan investasi di masa depan disebut sebagai set kesempatan investasi, yang meliputi pengenalan produk baru, pengeluaran untuk proyek ekspansi, akuisisi, iklan, serta pemeliharaan dan penggantian aset (Myers, 1977). Perusahaan dengan set kesempatan investasi yang tinggi cenderung membagikan dividen lebih rendah dibanding dengan perusahaan yang memiliki set kesempatan investasi yang rendah. Berdasarkan *pecking order theory* bahwa perusahaan lebih menyukai penggunaan dana internal terlebih dahulu untuk mendanai investasi, sehingga apabila perusahaan memiliki peluang investasi yang menguntungkan maka perusahaan cenderung mengurangi sumber dana internal perusahaan yang akan dibagikan sebagai dividen untuk mendanai kegiatan investasi terlebih dahulu.

Selaras dengan penelitian Neswari (2017) yang membuktikan bahwa *investment opportunity set* berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen, yang artinya semakin tinggi *investment opportunity set* suatu perusahaan maka akan semakin rendah dividen yang dibayarkan. Dengan demikian dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut :

H₃ : *Investment opportunity set* berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen

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

Investment opportunity set menunjukkan adanya peluang investasi perusahaan di masa mendatang. Semakin tinggi peluang investasi suatu perusahaan maka semakin tinggi pula dana yang di butuhkan untuk berinvestasi. Keberadaan *free cash flow* manandai set kesempatan investasi yang lemah sehingga manajer akan tergoda untuk meningkatkan penghasilan konsumsi tambahan atau membelanjakan *free cash flow* pada investasi yang tidak optimal seperti akuisisi yang keliru (Jensen, 1986). Sulistiyo (2010) menyatakan bahwa semakin besar kesempatan investasi maka dividen yang bisa dibagikan akan semakin sedikit, karena akan lebih baik jika dana ditanamkan pada investasi yang menghasilkan *net present value* yang positif. Dengan kata lain, ada hubungan terbalik antara besarnya investasi dengan tingkat pengembalian yang diharapkan.

Berdasarkan *pecking order theory* bahwa prioritas utama penggunaan dana internal adalah investasi. Sehingga apabila perusahaan dihadapkan pada peluang investasi yang

menguntungkan maka perusahaan akan menggunakan dana internal perusahaan untuk investasi daripada dibagikan sebagai dividen. *Free cash flow* yang merupakan kas berlebih perusahaan akan menjadi opsi untuk membiayai investasi perusahaan, sehingga *free cash flow* yang harusnya di distribusikan kepada pemegang saham justru akan digunakan untuk membiayai investasi. Dalam penelitian yang dilakukan Rukmana (2015) membuktikan bahwa *investment opportunity set* memperlemah hubungan antara *free cash flow* dengan kebijakan dividen, yang berarti perusahaan yang memiliki set kesempatan investasi yang tinggi cenderung membagi dividen lebih rendah karena *free cash flow* lebih diutamakan untuk investasi. Dengan demikian dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut :

H₄ : *Investment opportunity set* memperlemah pengaruh *free cash flow* terhadap kebijakan dividen.

Pengaruh *Investment Opportunity Set* Memoderasi Hubungan antara Profitabilitas terhadap Kebijakan Dividen

Kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba dapat dilihat dari profitabilitas perusahaan. Investor beranggapan bahwa perusahaan yang mampu menghasilkan laba yang tinggi maka dianggap mampu membayarkan sejumlah pengembalian atas investasinya. Sebaliknya, apabila perusahaan tidak mampu menghasilkan laba atau merugi tentu saja investor menganggap perusahaan tidak akan mampu memberikan *return* yang diharapkan investor atas investasinya. Pengembalian tersebut berupa dividen yang dibayarkan kepada pemegang saham yang berasal dari laba yang diperoleh perusahaan.

Dalam mengelola laba perusahaan, manajemen dihadapkan pada keputusan yang sulit dimana laba tersebut akan digunakan sebagai laba ditahan perusahaan atau dibagikan kepada pemegang saham berupa dividen. Apabila perusahaan dihadapkan dengan peluang investasi yang menguntungkan tentu saja perusahaan cenderung akan menggunakan laba untuk mendanai investasi tersebut sehingga akan mengurangi porsi dividen yang dibagikan kepada pemegang saham.

Perusahaan yang profitabel akan memiliki set kesempatan investasi yang besar pula, perusahaan akan lebih memilih meningkatkan laba ditahan agar dapat melakukan investasi yang besar yang diharapkan akan menghasilkan net *present value positif* yang berdampak pada nilai perusahaan. Sesuai dengan *pecking order theory* bahwa perusahaan akan menggunakan dana internal terlebih dahulu untuk kegiatan investasi. Dana internal perusahaan ini berupa laba ditahan, maka semakin tinggi kesempatan investasi perusahaan maka akan semakin besar pula laba yang digunakan untuk investasi tersebut sehingga akan mengurangi porsi laba yang digunakan untuk pembayaran dividen. Selaras dengan penelitian Saputro (2014) bahwa set kesempatan investasi memoderasi pengaruh profitabilitas terhadap kebijakan dividen pada arah hubungan yang negatif. Dengan demikian dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut :

H₅ : *Investment opportunity set* memperlemah pengaruh profitabilitas terhadap kebijakan dividen.

METODE PENELITIAN

Jenis Penelitian dan Gambaran dari Populasi (Objek) Penelitian

Jenis penelitian dalam penelitian ini adalah penelitian kuantitatif, yaitu jenis penelitian dengan karakteristik masalah berupa hubungan sebab-akibat antara dua variabel atau lebih (Sugiyono, 2014:74). Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur sektor industri barang konsumsi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada tahun 2013-2017. Perusahaan manufaktur sektor industri barang konsumsi dipilih dalam penelitian ini karena cenderung stabil dan tidak terpengaruh musim ataupun perubahan kondisi perekonomian karena dalam keadaan apapun orang akan tetap mengkonsumsi produk-produk yang merupakan kebutuhan pokok masyarakat.

Teknik Pengambilan Sampel

Teknik pengambilan sampel dalam penelitian ini menggunakan *purposive sampling* yaitu teknik pengambilan dengan pertimbangan tertentu (Sugiyono, 2014:392). Tujuannya untuk mendapatkan sampel sesuai dengan tujuan penelitian. Kriteria yang ditetapkan dalam pemilihan sampel sebagai berikut: (1) Perusahaan manufaktur sektor industri barang konsumsi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2013-2017; (2) Perusahaan manufaktur sektor industri barang konsumsi yang menerbitkan laporan keuangan secara lengkap selama periode 2013-2017; (3) Perusahaan manufaktur sektor industri barang konsumsi yang memperoleh laba selama periode 2013-2017; (4) Perusahaan manufaktur sektor industri barang konsumsi yang membagikan dividen tunai selama periode 2013-2017

Teknik Pengumpulan Data

Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder yang di peroleh dari data laporan keuangan tahunan perusahaan manufaktur sektor industri barang konsumsi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama tahun 2013-2017. Metode yang digunakan dalam pengumpulan data dengan teknik dokumentasi yaitu dengan mengumpulkan dan mengelola data perusahaan. Data diperoleh dari situs resmi BEI (www.idx.co.id) maupun Galeri Pojok Bursa Efek Indonesia STIESIA Surabaya.

Variabel dan Definisi Operasional Variabel

Variabel

Variabel yang digunakan dalam penelitian: (1) Variabel independen dalam penelitian ini adalah *free cash flow* dan profitabilitas, (2) Variabel dependen dalam penelitian ini adalah kebijakan dividen dan (3) Variabel moderasi dalam penelitian ini adalah *investment opportunity set*.

Definisi Operasional Variabel

Free cash flow adalah sisa kas perusahaan setelah digunakan untuk mendanai proyek dengan *net present value* positif. Menurut Ross *et al.* (2000) perhitungan *free cash flow* adalah sebagai berikut:

$$FCF = \frac{\text{Arus kas dari operasi} - (\text{Pengeluaran modal bersih} + \text{Perubahan modal kerja})}{\text{Total Aset}}$$

Profitabilitas adalah kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba. Profitabilitas dalam penelitian ini diproksi dengan *Return On Asset* (ROA) dimana laba bersih perusahaan dibagi dengan total aset perusahaan (Hanafi, 2013: 42)

$$ROA = \frac{\text{Laba Bersih}}{\text{Total Aset}}$$

Kebijakan dividen adalah keputusan manajemen dalam menentukan porsi laba perusahaan yang akan dibagikan kepada pemegang saham dalam bentuk dividen atau ditahan sebagai laba ditahan. Dalam penelitian ini kebijakan dividen diukur dengan *Dividend Payout Ratio* (DPR) dimana dividen per lembar saham dibagi dengan laba per lembar saham (Hanafi, 2013: 42)

$$DPR = \frac{\text{Dividen per lembar saham}}{\text{Laba per lembar saham}}$$

Investment opportunity set adalah peluang yang dimiliki perusahaan untuk melakukan investasi pada proyek yang menghasilkan *net present value* positif. Berdasarkan Neswari (2017) *investment opportunity set* diukur dengan menggunakan proksi berdasarkan investasi merupakan proksi yang menunjukkan aktivitas tinggi dengan menggunakan rumus *Capital Expenditure to Book Value* (CAP/BVA), dengan rumus sebagai berikut:

$$CAP/BVA = \frac{\text{Nilai buku aktiva tetap tahun } t - \text{Nilai buku aktiva tetap tahun } (t-1)}{\text{Total Aset}}$$

Teknik Analisis Data

Teknik analisis data dalam penelitian ini melalui beberapa tahapan. Tahapan yang dilakukan dalam menganalisis data adalah menghitung variabel independen, dependen maupun moderasi sesuai rumus yang ada, melakukan analisis statistik deskriptif, melakukan pengujian asumsi klasik, dan melakukan pengujian model analisis dan hipotesis. Pengujian dalam penelitian ini dilakukan dengan SPSS (*Statistic Program for Social Science*).

Uji Asumsi Klasik

Uji Normalitas

Uji normalitas data dilakukan untuk menguji apakah nilai residual yang telah distandarisasi pada model regresi berdistribusi normal atau tidak (Suliyanto, 2011:69). Menurut Ghazali (2017:127) metode yang lebih handal adalah dengan melihat probability plot yang membandingkan distribusi kumulatif dari distribusi normal. Pada prinsipnya normalitas dapat dideteksi dengan melihat data (titik) pada sumbu diagonal dari grafik. Dasar pengambilan keputusan: (1) Jika data menyebar disekitar garis diagonal dan mengikuti arah garis diagonal maka menunjukkan pola distribusi normal; (2) Jika data menyebar jauh dari garis diagonal dan tidak mengikuti arah garis diagonal maka tidak menunjukkan pola distribusi normal

Selain menggunakan grafik *Normal P-Plot* terdapat salah satu uji statistik yang bisa digunakan untuk menguji normalitas residual adalah uji statistik *non-parametrik Kolmogorov-Smirnov* (KS). Apabila nilai Sig atau signifikansi lebih dari 0,05 maka distribusi adalah normal.

Uji Multikolinearitas

Uji multikolinearitas bertujuan untuk menguji apakah model regresi ditemukan adanya korelasi antar variabel independen (Ghozali, 2017:33). Model regresi yang baik seharusnya tidak terjadi korelasi di antara variabel independen. Multikolinearitas dapat dilihat dari nilai *tolerance* dan *Variance Inflation Factor* (VIF). Nilai yang digunakan untuk menunjukkan adanya multikolinearitas adalah: (1) Jika nilai *tolerance* lebih dari 0,10 dan nilai VIF kurang dari 10, maka tidak terjadi multikolinieritas; (2) Jika nilai *tolerance* kurang dari 0,10 dan nilai VIF lebih dari 10, maka terdapat korelasi yang terlalu besar di antara salah satu variabel independen dengan variabel-variabel independen yang lain yang artinya terjadi multikolinearitas.

Uji Autokorelasi

Uji autokorelasi bertujuan untuk menguji dalam suatu model regresi linier ada korelasi antara pengganggu pada periode t dengan kesalahan pada periode t-1, jika ada korelasi maka dinamakan ada problem autokorelasi (Ghozali, 2017:93). Untuk menguji ada atau tidaknya autokorelasi dilakukan dengan uji *Durbin-Watson* (DW test). Deteksi ada atau tidaknya autokorelasi yaitu: (1) Nilai DW dibawah -2 maka terdapat korelasi positif; (2) Nilai DW diantara -2 sampai 2 maka tidak terdapat autokorelasi; (3) Nilai DW diatas 2 maka terdapat korelasi negatif.

Uji Heteroskedastisitas

Uji heteroskedastisitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan *variance* dari residual suatu pengamatan ke pengamatan yang lain. Model regresi yang baik adalah yang tidak terjadi heteroskedastisitas. Deteksi ada atau tidaknya heteroskedastisitas salah satunya dengan menggunakan grafik *scatterplot* dengan dasar analisis sebagai berikut (Ghozali, 2017:49): (1) Jika tidak ada pola yang jelas serta titik-titik menyebar diatas dan dibawah angka 0 pada sumbu Y, maka tidak terjadi heteroskedastisitas;

(2) Jika ada pola tertentu, seperti titik-titik yang membentuk pola teratur, maka telah terjadi heteroskedastisitas.

Analisis Regresi Linear Berganda

Analisis regresi linear berganda digunakan untuk menguji pengaruh dua atau lebih antara variabel independen terhadap satu variabel dependen. Persamaan regresi dalam penelitian ini adalah:

$$DPR = \alpha_1 + b_1FCF + b_2ROA - b_3IOS + e$$

Uji Residual

Uji residual bertujuan untuk menguji pengaruh deviasi dari suatu model dimana fokus analisisnya pada ketidakcocokan (*lock of fit*) yang dihasilkan dari deviasi hubungan linear antar variabel bebas (Ghozali, 2017:237). Penelitian ini dilakukan untuk menguji *investment opportunity set* (IOS) dalam memoderasi hubungan antara *free cash flow* dan profitabilitas terhadap kebijakan dividen. Uji residual ditunjukkan melalui model persamaan berikut:

$$IOS = \alpha_1 + b_1FCF + e \tag{1}$$

$$|e| = \alpha_2 + b_2DPR + e \tag{2}$$

$$IOS = \alpha_3 + b_3ROA + e \tag{3}$$

$$|e| = \alpha_4 + b_4DPR + e \tag{4}$$

Keterangan: DPR = Kebijakan Dividen, FCF = *Free cash flow*, ROA = Profitabilitas, IOS = *Investment opportunity set*, $\alpha_1, \alpha_2, \alpha_3, \alpha_4$ = Konstanta, b_1, b_2, b_3, b_4 = Koefisien Regresi, e = *Standard error*

Persamaan regresi (2) dan (4) menggambarkan apakah variabel *investment opportunity set* merupakan variabel pemoderasi. Apabila koefisien b_2, b_4 DPR (kebijakan dividen) hasilnya negatif dan signifikan pada absolut (AbsRes_1 terhadap *free cash flow* dan AbsRes_2 terhadap profitabilitas), maka dapat disimpulkan bahwa variabel *investment opportunity set* merupakan variabel pemoderasi yang berarti adanya *lock of fit* antara *free cash flow* dan profitabilitas dengan *investment opportunity set* yang mengakibatkan kebijakan dividen turun atau berpengaruh negatif, sehingga hipotesis diterima. Apabila koefisien b_2, b_4 DPR (kebijakan dividen) hasilnya tidak negatif dan tidak signifikan pada absolute residual (AbsRes_1 terhadap *free cash flow* dan AbsRes_2 terhadap profitabilitas), maka variabel pengungkapan *investment opportunity set* bukan merupakan variabel moderasi sehingga hipotesis ditolak.

Uji Kelayakan Model

Uji Koefisien Determinasi (R²)

Mengukur seberapa jauh kemampuan model dalam menerangkan variasi variabel dependen. Nilai koefisien determinasi adalah antara nol sampai dengan satu. Nilai R² yang kecil berarti kemampuan variabel-variabel independen dalam menjelaskan variasi variabel dependen amat terbatas. Nilai R² yang mendekati satu berarti variabel-variabel independen memberikan hampir semua informasi yang dibutuhkan untuk memprediksi variabel dependen.

Uji Signifikansi Simultan (Uji Statistik F)

Digunakan untuk mengetahui apakah semua variabel independen yang dimasukkan dalam model mempunyai pengaruh keseluruhan terhadap variabel dependen. Digunakan uji kelayakan model dengan menggunakan taraf signifikan 0,05. (1) Jika uji signifikansi $F \leq 0,05$ maka variabel independen berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen; (2) Jika nilai signifikansi $F \geq 0,05$ maka variabel independen tidak berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen.

Pengujian Hipotesis

Uji statistik t dilakukan untuk menguji tingkat signifikansi pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen secara individual parsial. Penetapan untuk mengetahui hipotesis diterima atau ditolak yaitu dengan membandingkan tingkat signifikansi ($\text{sig } t$) masing-masing variabel independen dengan taraf $\text{sig } \alpha = 0,05$. (1) Jika nilai signifikansi $\leq 0,05$ maka hipotesisnya diterima yang artinya variabel independen tersebut berpengaruh terhadap variabel dependennya; (2) Jika nilai signifikansi $\geq 0,05$ maka hipotesisnya tidak diterima yang artinya variabel independen tersebut tidak berpengaruh terhadap variabel dependennya.

ANALISIS DAN PEMBAHASAN

Analisis Statistik Deskriptif

Tabel 1
Hasil Uji Normalitas
Descriptive Statistics

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
FCF	90	-0,52	0,55	0,0692	0,17072
ROA	90	0,03	0,66	0,1608	0,12238
IOS	90	-0,02	0,27	0,0487	0,05527
DPR	90	0,08	1,54	0,5139	0,30560

Sumber: Data Sekunder Diolah, 2019

Berdasarkan tabel 1 diketahui bahwa nilai *free cash flow* (FCF) tertinggi perusahaan manufaktur sektor industri barang konsumsi tahun 2013-2017 sebesar 0,55 sementara nilai terendah sebesar -0,52. Nilai rata-rata *free cash flow* (FCF) dari 90 sampel perusahaan manufaktur sektor industri barang konsumsi tahun 2013-2017 sebesar 0,0692 sedangkan nilai standar deviasi sebesar 0,17072 yang digunakan untuk menunjukkan rentang atau jarak antara data satu dengan data lainnya.

Berdasarkan tabel 1 diketahui bahwa nilai *return on asset* (ROA) tertinggi perusahaan manufaktur sektor industri barang konsumsi tahun 2013-2017 sebesar 0,66 sementara nilai terendah sebesar 0,03. Nilai rata-rata *return on asset* (ROA) dari 90 sampel perusahaan manufaktur sektor industri barang konsumsi tahun 2013-2017 sebesar 0,1608 sedangkan nilai standar deviasi sebesar 0,12238 yang digunakan untuk menunjukkan rentang atau jarak antara data satu dengan data lainnya.

Berdasarkan tabel 1 diketahui bahwa nilai *investment opportunity set* (IOS) tertinggi perusahaan manufaktur sektor industri barang konsumsi tahun 2013-2017 sebesar 0,27 sementara nilai terendah sebesar -0,02. Nilai rata-rata *investment opportunity set* (IOS) dari 90 sampel perusahaan manufaktur sektor industri barang konsumsi tahun 2013-2017 sebesar 0,0487 sedangkan nilai standar deviasi sebesar 0,05527 yang digunakan untuk menunjukkan rentang atau jarak antara data satu dengan data lainnya

Kebijakan dividen dalam penelitian ini diukur menggunakan *dividend payout ratio* (DPR) yang menunjukkan porsi laba bersih yang dibagikan dalam bentuk dividen tunai. Berdasarkan tabel 1 diketahui bahwa nilai *dividend payout ratio* (DPR) tertinggi perusahaan manufaktur sektor industri barang konsumsi tahun 2013-2017 sebesar 1,54 sementara nilai terendah sebesar 0,08. Nilai rata-rata *dividend payout ratio* dari 90 sampel perusahaan manufaktur sektor industri barang konsumsi tahun 2013-2017 sebesar 0,5139 yang artinya perusahaan manufaktur sektor industri barang konsumsi rata-rata membagikan sekitar 51% laba bersihnya dalam bentuk dividen tunai sedangkan nilai standar deviasi sebesar 0,05527 yang digunakan untuk menunjukkan rentang atau jarak antara data satu dengan data lainnya

Uji Asumsi Klasik
Uji Normalitas

Berdasarkan *Normal P-Plot* terlihat bahwa titik-titik menyebar disekitar garis diagonal. Oleh karena itu berdasarkan uji normalitas, analisis regresi layak digunakan. Analisis uji statistik *Non-Parametik Kolmogorov-Smirnov (K-S)* menggunakan bantuan SPSS versi 23 diketahui bahwa bahwa *Asymp. Sig (2-tailed)* sebesar 0,067 atau probabilitas di atas 0,05 ($0,067 > 0,05$) maka dinyatakan bahwa data berdistribusi normal. Berikut ini adalah hasil pengujian normalitas yang dilakukan dengan Uji K-S:

Tabel 2
Hasil Uji Normalitas
One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

		Unstandardized Residual
N		90
Normal Parameters ^{a,b}	Mean	0
	Std. Deviation	0,21686953
Most Extreme Differences	Absolute Positive	0,09
	Negative	-0,09
		0,085
Test Statistic		0,09
Asymp. Sig. (2-tailed)		,067 ^c

Sumber: Data Sekunder Diolah, 2019

Uji Multikolinearitas

Multikolinearitas dapat dideteksi dengan melihat nilai VIF (*Variance Inflation Factors*) atau nilai *tolerance*. Seperti yang disajikan dalam Tabel 3.

Tabel 3
Hasil Uji Normalitas

Variabel	Tolerance	VIF	Keterangan
FCF	0,605	1,653	Bebas Multikolinearitas
ROA	0,605	1,652	Bebas Multikolinearitas
IOS	0,996	1,004	Bebas Multikolinearitas

Sumber: Data Sekunder Diolah, 2019

Dari hasil uji multikolinearitas pada tabel 5 diatas diketahui nilai *tolerance* FCF sebesar 0,605, ROA sebesar 0,605, dan IOS sebesar 0,996. Sedangkan untuk nilai VIF untuk FCF sebesar 1,653, ROA sebesar 1,652, dan IOS sebesar 1,004. Berdasarkan tabel 5 dapat diketahui bahwa nilai *tolerance* masing-masing variabel independen $> 0,01$ dan nilai VIF < 10 . Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa dalam model ini tidak terjadi masalah multikolinearitas.

Uji Autokorelasi

Nilai *Durbin-Watson (DW)* dari hasil perhitungan regresi seperti disajikan dalam tabel berikut ini:

Tabel 4
Hasil Uji Autokorelasi

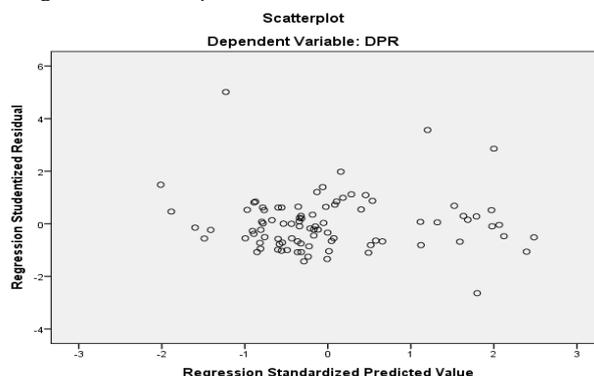
Model Summary ^b	
Model	Durbin-Watson
1	1,957

Sumber: Data Sekunder Diolah, 2019

Dari hasil uji autokorelasi pada tabel 6 diperoleh nilai *Durbin Watson* sebesar 1,957, nilai tersebut terletak berada diantara -2 dan 2 maka dapat disimpulkan bahwa model regresi tersebut bebas dari autokorelasi dan dapat digunakan untuk pengambilan keputusan.

Uji Heteroskedastisitas

Deteksi ada tidaknya heteroskedastisitas dapat dilakukan dengan melihat ada tidaknya pola tertentu pada grafik *scatterplot*.



Sumber: Data Sekunder Diolah, 2019

Gambar 1

Grafik *Scatterplot*

Berdasarkan gambar 1 grafik *scatterplot* diatas, diketahui titik-titik tidak membentuk pola tertentu dan menyebar secara acak baik diatas maupun dibawah angka 0 pada sumbu Y, maka dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi heteroskedastisitas pada model regresi.

Analisis Regresi Linear Berganda

Dari hasil pengelolaan data dengan menggunakan program *SPSS for windows 23.0* diperoleh hasil regresi linear berganda yang dipaparkan dalam tabel 5 sebagai berikut:

Tabel 5
Hasil Uji Regresi Berganda

Model	Koefisien Regresi	t _{hitung}	Sig.
Konstanta	0,372	8,094	0,000
FCF	0,719	4,083	0,000
ROA	0,86	3,501	0,001
IOS	-0,946	-2,231	0,028

a. Dependent Variable: DPR

Sumber: Data Sekunder Diolah, 2019

Dari hasil pengolahan data regresi linear berganda pada tabel 5 diperoleh persamaan regresi sebagai berikut:

$$\text{DPR} = 0,372 + 0,719 \text{ FCF} + 0,86 \text{ ROA} - 0,946 \text{ IOS} + e$$

Uji Kelayakan Model

Uji Koefisien Determinasi (R²)

Tabel 6
Hasil Uji Koefisien Determinasi (R²)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,705 ^a	0,496	0,479	0,22062

a. Predictors: (Constant), IOS, ROA, FCF

b. Dependent Variable: DPR

Sumber: Data Sekunder Diolah, 2019

Dari hasil uji koefisien determinasi pada tabel 6 diatas dapat diketahui nilai R² sebesar 0,496 atau 49,6%. Hal ini berarti sebesar 49,6% kebijakan dividen dapat dijelaskan oleh variabel *free cash flow*, profitabilitas dan *investment opportunity set* sedangkan sisanya 50,4% dipengaruhi oleh variabel lain diluar model yang diteliti.

Uji Signifikansi Simultan (Uji Statistik F)

Tabel 7
Hasil Uji Statistik F
ANOVA^a

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	4,126	3	1,375	28,256	,000 ^b
	Residual	4,186	86	0,049		
	Total	8,312	89			

a. Dependent Variable: DPR

b. Predictors: (Constant), IOS, ROA, FCF

Sumber: Data Sekunder Diolah, 2019

Dari hasil uji signifikansi simultan (Uji Statistik F) pada tabel 7, diketahui nilai F sebesar 28,256 dengan nilai signifikansi 0,000 < 0,05 maka dapat disimpulkan bahwa variabel bebas terdiri dari *free cash flow*, profitabilitas, dan *investment opportunity set* berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen

Pengujian Hipotesis Uji Statistik t

Tabel 8
Hasil Uji Perhitungan Uji t

Model	Koefisien Regresi	t _{hitung}	Sig.
Konstanta	0,372	8,094	0,000
FCF	0,719	4,083	0,000
ROA	0,86	3,501	0,001
IOS	-0,946	-2,231	0,028

a. Dependent Variable: DPR

Sumber: Data Sekunder Diolah, 2019

Berdasarkan tabel 8 diketahui bahwa variabel *free cash flow* (FCF) memiliki nilai koefisien regresi sebesar 0,719 dengan nilai signifikan t sebesar 0,000, berarti nilai signifikansi t < 0,05. Hal ini menunjukkan bahwa variabel bebas *free cash flow* berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen.

Berdasarkan tabel 8 diketahui bahwa variabel profitabilitas (ROA) memiliki nilai koefisien regresi sebesar 0,86 dengan nilai signifikan t sebesar 0,001, berarti nilai signifikansi t < 0,05. Hal ini menunjukkan bahwa variabel bebas profitabilitas berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen.

Berdasarkan tabel 8 diketahui bahwa variabel *investment opportunity set* (IOS) memiliki nilai koefisien regresi sebesar -0,946 dengan nilai signifikan t sebesar 0,028, berarti nilai signifikansi t < 0,05. Hal ini menunjukkan bahwa variabel bebas *investment opportunity set* berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen.

Uji Residual

Pengujian hipotesis dengan melibatkan variabel moderasi pada penelitian ini dilakukan dengan uji residual. Kemampuan *investment opportunity set* memoderasi pengaruh *free cash flow* terhadap kebijakan dividen dapat dilihat pada tabel 9 sebagai berikut:

Tabel 9
Hasil Uji Residual Free Cash Flow

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	0,052	0,008		6,37	0
	DPR	-0,027	0,014	-0,204	-1,954	0,054

a. Dependent Variable: AbsRes_1

Sumber: Data Sekunder Diolah, 2019

Persamaan regresi yang didapat adalah:

$$\text{AbsRes}_1 = 0,052 - 0,027 \text{ DPR}$$

Berdasarkan tabel 9 diketahui besarnya nilai koefisien paramater sebesar -0,027 dengan nilai signifikansi 0,054 pada absolute residual (AbsRes_1), nilai signifikansi sebesar 0,054 > 0,05 yang berarti tidak signifikan sehingga *investment opportunity set* tidak memiliki pengaruh memoderasi hubungan antara *free cash flow* terhadap kebijakan dividen, yang artinya *investment opportunity set* bukan merupakan variabel pemoderasi.

Kemampuan *investment opportunity set* memoderasi pengaruh profitabilitas terhadap kebijakan dividen dapat dilihat pada tabel 10 sebagai berikut:

Tabel 10
Hasil Uji Residual Profitabilitas

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	0,052	0,008		6,37	0
	DPR	-0,028	0,014	-0,211	-2,026	0,046

a. Dependent Variable: AbsRes_2

Sumber: Data Sekunder Diolah, 2019

Persamaan regresi yang didapat adalah:

$$\text{AbsRes}_2 = 0,052 - 0,028 \text{ DPR}$$

Berdasarkan tabel 10 diketahui besarnya nilai koefisien paramater sebesar -0,028 dengan nilai signifikansi 0,046 pada absolute residual (AbsRes_2), nilai signifikansi sebesar 0,046 < 0,05 yang berarti signifikan sehingga *investment opportunity set* mampu memperlemah hubungan antara profitabilitas terhadap kebijakan dividen, yang artinya *investment opportunity set* merupakan variabel pemoderasi

Pembahasan

Pengaruh Free Cash Flow terhadap Kebijakan Dividen

Hasil pengujian hipotesis menunjukkan *free cash flow* berpengaruh secara parsial terhadap kebijakan dividen, hal ini diketahui dari nilai koefisien regresi sebesar 0,719 dengan nilai signifikan sebesar 0,000 yang berarti lebih kecil dari 0,05 maka dapat disimpulkan bahwa variabel *free cash flow* berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen, yang artinya semakin tinggi *free cash flow* perusahaan maka semakin tinggi pula dividen yang dibayarkan dan sebaliknya semakin rendah *free cash flow* perusahaan maka semakin rendah pula dividen yang dibayarkan.

Hasil penelitian ini sesuai dengan *free cash flow theory* bahwa dividen digunakan sebagai alat untuk mengurangi biaya keagenan dan menghindari terjadinya *overinvestment* atas keberadaan *free cash flow*. Keberadaan *free cash flow* dalam perusahaan memicu terjadinya konflik antara manajer dengan pemegang saham yang akan menimbulkan biaya keagenan. Selain itu adanya *free cash flow* menunjukkan bahwa perusahaan memiliki sumber dana internal yang memadai dan berpotensi dihaburkan oleh manajemen untuk

kepentingan pribadi. Manajer akan berusaha memaksimalkan besarnya perusahaan atau meningkatkan pertumbuhan karena hal tersebut berdampak pada meningkatnya jabatan, status maupun gaji. Dalam hal ini kebijakan dividen dipandang sebagai sarana yang efektif dalam pendistribusian *free cash flow*, sehingga akan mengurangi potensi sumber dana yang dihaburkan oleh manajer dan mengurangi biaya keagenan yang ditimbulkan. Keberadaan *free cash flow* digunakan untuk mengukur fleksibilitas perusahaan. Fleksibilitas keuangan yang kuat juga membebaskan perusahaan dari kekhawatiran menyangkut kelangsungan hidup dalam kondisi ekonomi yang buruk, yang berarti meningkatnya kemampuan perusahaan dalam membayar dividen. Sehingga semakin tinggi *free cash flow* semakin tinggi pula kemampuan perusahaan dalam membayar dividen.

Hasil penelitian ini mendukung penelitian Putri dan Putra (2017) dan Prasetio (2016) yang menjelaskan bahwa perusahaan dengan *free cash flow* yang tergolong tinggi tentu mampu membayar dividen yang tinggi. Namun hasil penelitian ini tidak sesuai dengan penelitian Arilaha (2009) yang menemukan bahwa *free cash flow* tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen, dikarenakan besar kecilnya arus kas bebas tidak mempengaruhi besar kecilnya pembagian dividen. Apabila perusahaan menginginkan untuk memaksimalkan kekayaan pemegang saham dengan membagikan dividen sedangkan kondisi arus kas bebas tidak memungkinkan, perusahaan dapat menggunakan pendanaan eksternal.

Pengaruh Profitabilitas terhadap Kebijakan Dividen

Hasil pengujian hipotesis menunjukkan profitabilitas berpengaruh secara parsial terhadap kebijakan dividen, hal ini diketahui dari nilai koefisien regresi sebesar 0,86 dengan nilai signifikan sebesar 0,001 yang berarti lebih kecil dari 0,05 maka dapat disimpulkan bahwa variabel profitabilitas berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen, yang artinya semakin tinggi profitabilitas perusahaan maka semakin tinggi pula dividen yang dibayarkan dan sebaliknya semakin rendah profitabilitas perusahaan maka semakin rendah pula dividen yang dibayarkan

Ketika perusahaan memiliki tingkat profitabilitas yang tinggi maka keuntungan atau laba yang diperoleh perusahaan juga semakin besar, yang menunjukkan sumber dana internal yang mencukupi untuk pembayaran dividen. Dividen merupakan sebagian dari laba yang diperoleh perusahaan, sehingga apabila semakin besar laba yang diperoleh perusahaan maka semakin besar pula pembagian porsi laba yang akan dibayarkan sebagai dividen. Sebaliknya, jika laba yang diperoleh perusahaan semakin rendah maka porsi laba yang hendak dibagikan sebagai pembayaran dividen juga akan rendah.

Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian Suharli (2006) dan Solikhah (2017) yang menyatakan bahwa semakin tinggi profitabilitas maka semakin tinggi pula dividen yang dibayarkan. Berbeda dengan penelitian Nuringsih (2005) yang menyatakan bahwa profitabilitas berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen, dikarenakan ketika profitabilitas perusahaan tinggi maka akan digunakan untuk memaksimalkan laba ditahan dan ketika profitabilitas rendah maka perusahaan akan membayarkan dividen yang tinggi untuk menjaga reputasi perusahaan dimata investor.

Pengaruh *Investment Opportunity Set* terhadap Kebijakan Dividen

Hasil pengujian hipotesis menunjukkan *investment opportunity set* berpengaruh secara parsial terhadap kebijakan dividen, hal ini diketahui nilai koefisien regresi sebesar -0,946 dengan nilai signifikan sebesar 0,028 yang berarti lebih kecil dari 0,05 maka dapat disimpulkan bahwa variabel *investment opportunity set* berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen, yang artinya semakin tinggi *investment opportunity set* maka semakin rendah jumlah dividen yang dibayarkan.

Perusahaan dengan *investment opportunity set* yang tinggi cenderung membagikan dividen lebih rendah, dibanding dengan perusahaan yang memiliki *investment opportunity set*

yang rendah. Hal ini dikarenakan pendanaan *investment opportunity set* dan kebijakan dividen bersumber dari laba perusahaan. Laba perusahaan sebagian digunakan untuk pembayaran dividen dan sisanya ditahan sebagai laba ditahan untuk kegiatan investasi. Sesuai dengan *pecking order theory* yang menyatakan bahwa investasi perusahaan akan dibiayai dengan dana internal terlebih dahulu, kemudian baru diikuti oleh penerbitan hutang dan penerbitan ekuitas. Sehingga ketika perusahaan dihadapkan pada set kesempatan investasi yang menguntungkan maka perusahaan akan cenderung menggunakan laba terlebih dahulu untuk kegiatan investasi yang diharapkan akan menghasilkan *net present value* positif, dan mengurangi porsi laba yang akan digunakan untuk pembayaran dividen kepada pemegang saham.

Penelitian ini sesuai dengan Neswari (2017) yang menemukan bahwa *investment opportunity set* berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen. Namun, berbeda dengan penelitian Pradana dan Sanjaya (2013) yang memberikan hasil bahwa *investment opportunity set* tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen, hal tersebut dimungkinkan adanya faktor lain seperti wewenang yang hampir mutlak di RUPS dan diduga adanya ekspropriasi oleh pemegang saham pengendali sehingga dividen tunai tidak dibagi selama beberapa periode.

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

Hasil pengujian hipotesis menunjukkan *investment opportunity set* tidak mampu memoderasi hubungan antara *free cash flow* terhadap kebijakan dividen, hal ini diketahui dari nilai b_2 DPR (kebijakan dividen) sebesar -0,027 dengan nilai signifikan sebesar 0,054 yang berarti lebih besar dari 0,05 pada absolute (*AbsRes_1*), sehingga hipotesis ditolak dikarenakan *investment opportunity set* bukan menjadi faktor pendorong hubungan antara *free cash flow* terhadap kebijakan dividen.

Hasil penelitian ini tidak sejalan dengan Rukmana (2015) yang menemukan bahwa *investment opportunity set* mampu memperlemah hubungan antara *free cash flow* terhadap kebijakan dividen. Rukmana (2015) menyatakan perusahaan yang memiliki *free cash flow* tinggi cenderung membagikan dividen lebih rendah karena perusahaan memilih menggunakan sumber internalnya untuk kegiatan investasi yang menguntungkan dimasa mendatang. Temuan penelitian ini juga tidak sesuai dengan *pecking order theory* yang menyatakan prioritas penggunaan sumber dana internal adalah untuk investasi. Alasan terjadinya perbedaan hasil penelitian adalah dimungkinkan adanya masalah keagenan dalam perusahaan. Manajer khawatir jika pengurangan dividen akan menimbulkan reaksi negatif pasar karena investor menganggap penurunan dividen sebagai pertanda bahwa perusahaan sedang dalam kondisi tidak baik. Sehingga manajer memilih untuk tidak mengurangi pembayaran dividen dan lebih memilih untuk menunda investasi. Sesuai dengan *bird in the hand theory* bahwa investor lebih menyukai pembagian dividen daripada *capital gain*. Faktor lainnya adalah dimungkinkan adanya tingkat kepemilikan manajerial yang tinggi pada perusahaan yang menyatarkan kepentingan manajer dengan pemegang saham, manajer akan bekerja dengan hati-hati dengan keputusan yang dibuatnya karena akan berdampak pada mereka juga nantinya, sehingga manajer memilih untuk mendistribusikan *free cash flow* untuk kemakmuran pemegang saham yaitu dengan pembayaran dividen, dan tidak menghamburkan *free cash flow* dengan melakukan investasi yang berlebihan (*overinvestment*).

Hasil penelitian ini mendukung penelitian Basuki (2011) yang menemukan bahwa set kesempatan investasi tidak memberikan pengaruh moderasi terhadap hubungan aliran kas bebas dengan kebijakan dividen. Menurut Basuki (2011) hasil penelitian yang tidak signifikan dimungkinkan adanya faktor-faktor lain yang tidak dimasukkan dalam model sehingga koefisien parameter statistik yang dihasilkan dalam mengelola data pada program statistik tidak tepat, selanjutnya dikarenakan set kesempatan investasi belum direspon oleh pelaku

pasar sebagai faktor fundamental keuangan perusahaan karena mungkin pelaku pasar mendasari keputusan investasinya pada faktor lain di luar akuntansi.

Pengaruh *Investment Opportunity Set* Memoderasi Hubungan antara Profitabilitas terhadap Kebijakan Dividen

Hasil pengujian hipotesis menunjukkan *investment opportunity set* mampu memoderasi hubungan antara profitabilitas terhadap kebijakan dividen, hal ini diketahui dari nilai b_4 DPR (kebijakan dividen) sebesar -0,028 dengan nilai signifikan sebesar 0,046 yang berarti lebih kecil dari 0,05 pada absolute (*AbsRes_2*), sehingga hipotesis diterima dikarenakan *investment opportunity set* memperlemah pengaruh profitabilitas terhadap kebijakan dividen.

Perusahaan yang memiliki tingkat keuntungan yang tinggi pasti dihadapkan dengan set kesempatan investasi yang besar pula. Perusahaan akan cenderung menggunakan keuntungan untuk laba ditahan agar dapat melakukan investasi yang besar yang diharapkan akan menghasilkan *net present value* positif yang berdampak pada nilai perusahaan. Sesuai dengan *pecking order theory* bahwa prioritas utama penggunaan sumber dana internal adalah untuk kegiatan investasi. Dengan adanya penggunaan laba untuk kepentingan investasi maka porsi laba yang digunakan dalam pembayaran dividen akan menurun.

Hasil penelitian selaras dengan penelitian Saputro (2014) yang menyatakan bahwa *investment opportunity set* mampu meperlemah pengaruh profitabilitas terhadap kebijakan dividen. Namun berbeda dengan penelitian Rukmana (2015) yang menemukan bahwa kinerja perusahaan yang diproksi dengan ROA justru memperkuat hubungan antara ROA dengan kebijakan dividen, dikarenakan manajer khawatir jika pengurangan dividen akan menimbulkan reaksi negatif pasar karena investor menganggap penurunan dividen sebagai pertanda bahwa perusahaan sedang dalam kondisi tidak baik. Sehingga manajer memilih untuk tidak mengurangi pembayaran dividen dan lebih memilih untuk menunda investasi

SIMPULAN DAN SARAN

Simpulan

Berdasarkan hasil penelitian tentang pengaruh *free cash flow* dan profitabilitas terhadap kebijakan dividen dengan *investment opportunity set* sebagai variabel pemoderasi pada perusahaan manufaktur sektor industri barang konsumsi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2013-2017, maka dapat diambil beberapa kesimpulan sebagai berikut: (1) *Free cash flow* berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen; (2) Profitabilitas berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen; (3) *Investment opportunity set* berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen; (4) *Investment opportunity set* tidak mampu memoderasi hubungan antara *free cash flow* dan kebijakan dividen; (5) *Investment opportunity set* memperlemah hubungan antara profitabilitas dan kebijakan dividen.

Saran

Berdasarkan hasil penelitian dan kesimpulan yang telah diambil maka saran yang dapat diajukan adalah sebagai berikut: (1) *Free cash flow*, profitabilitas, dan *investment opportunity set* berpengaruh 49,6% sedangkan sisanya sebesar 50,4% dijelaskan oleh faktor lain di luar model yang diteliti. Untuk itu perlu adanya penelitian lebih lanjut tentang faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen, misalnya likuiditas, kepemilikan manajerial, *leverage* dan adanya faktor eksternal dalam penelitian seperti kepemilikan institusional dan harga saham sehingga dapat memberikan kesimpulan dari segi faktor eksternal; (2) Penelitian selanjutnya diharapkan menggunakan rasio pengukuran lain pada *investment opportunity set* misalnya menggunakan proksi berbasis harga seperti MBVA, karena memiliki konten informasi paling tinggi diantara proksi lainnya.

DAFTAR PUSTAKA

- Arilaha, M. A. 2009. Pengaruh Free Cash Flow, Profitabilitas, Likuiditas dan Leverage Terhadap Kebijakan Dividen. *Jurnal Keuangan dan Perbankan* 13(1): 78-87.
- Aristantia, D. dan I. M. P. D. Putra. 2015. Investment opportunity set dan Free Cash Flow Pada Tingkat Pembayaran Dividen Perusahaan Manufaktur. *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana* 11(1): 220-234.
- Basuki, F. H. 2011. Hubungan Aliran Kas Bebas dan Kebijakan Dividen Set Kesempatan Investasi sebagai Variabel Moderasi. *Sosialita Jurnal Universitas Bandar Lampung* 1(2): 1-20.
- Ghozali, I. 2017. *Ekonometrika Teori, Konsep dan Aplikasi dengan IBM SPSS 24*. Edisi Ketiga. Cetakan Ketiga. Badan Penerbit Universitas Diponegoro. Semarang.
- Hanafi, M. M. 2013. *Manajemen Keuangan*. Edisi Pertama. BPFE. Yogyakarta.
- Hartono, J. 2003. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. BPFE. Yogyakarta.
- Husnan, S. dan E. Pudjiastuti. 2006. *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*. Edisi Kelima. UPP STIM YKPN. Yogyakarta.
- Jensen, M. C. dan W. Meckling. 1976. Theory of The firm: Managerial Behaviour, Agency Cost, and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics* 3(4): 305-360.
- Jensen, M. C. 1986. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *Journal American Economic Review* 76(2): 323-329.
- Kallapur, S. dan M. A. Trombley. 2001. The Investment Opportunity Set: Determinans, Consequences and Measurement. *Managerial Finance* 27(3): 3-15
- Kieso, D. E., J. J. Weygandt, dan T. D. Warfield. 2007. *Intermediate Accounting*. Twelfth Edition. John Wiley & Sons, Inc. USA. Terjemahan E. Salim. 2008. *Akuntansi Intermediate*. Edisi Keduabelas. Jilid 1. Erlangga. Jakarta
- Myers, S. C. 1977. Determinants of Corporate Borrowing. *Journal of Financial Economics* 9(5): 147-175.
- Neswari, P. P. A. 2017. Pengaruh Free Cash Flow, Profitabilitas, Investment Opportunity Set, Kebijakan Hutang dan Kepemilikan Manajerial Terhadap Kebijakan Dividen Perusahaan Manufaktur di BEI. *Skripsi*. Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Indonesia (STIESIA) Surabaya.
- Nuringsih, K. 2005. Analisis Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kebijakan Hutang, ROA dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Dividen: Studi 1995-1996. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan Indonesia* 2(2): 103-123.
- Pradana, S. W. L. dan I. P. S. Sanjaya. 2013. Pengaruh Profitabilitas, Free Cash Flow, Dan Investment Opportunity Set Terhadap Dividend Payout Ratio (Studi Empiris Pada Perusahaan Perbankan Yang Terdaftar di BEI). *Simposium Nasional Akuntansi (SNA) 17 Mataram Lombok*. 24-27 September: 1-17.
- Prasetio, D. A. 2016. Pengaruh Profitabilitas, Free Cash Flow, Investment Opportunity Set terhadap Dividend Payout Ratio. *Jurnal Ilmu dan Riset Akuntansi* 5(1): 1-19. STIESIA Surabaya.
- Pertiwi, N. T. 2016. Pengaruh Profitabilitas, Kepemilikan Manajerial, DER dan FCF Terhadap Nilai Perusahaan Melalui DPR. *Jurnal Ilmu dan Riset Akuntansi* 5(2): 1-25. STIESIA Surabaya.
- Putri, P. A. D. dan Putra I. N. W. A. 2017. Pengaruh Free Cash Flow Perusahaan Di Tahap Growth dan Mature Pada Kebijakan Dividen. *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana* 20(1): 87-115.
- Ross, S. A., R. W. Westerfield, dan B. D. Jordan. 2000. *Fundamentals Of Corporate Finance*. Mc Graw-Hill. New York.
- Rukmana, D. 2015. Pengaruh Free Cash Flow dan Kinerja Perusahaan Terhadap Kebijakan Dividen Dengan Set Kesempatan Investasi Sebagai Variabel Moderasi. *Skripsi*. Universitas Airlangga. Surabaya.

- Saputro, A. R. 2014. Pengaruh Profitabilitas Terhadap Kebijakan Dividen Dengan Set Kesempatan Investasi Sebagai Variabel Moderasi. *Jurnal Manajemen Bisnis Indonesia* 3(3): 1-9.
- Solikhah, K. A. 2017. Pengaruh Likuiditas, Profitabilitas, Leverage, Cash Position, dan Growth terhadap Kebijakan Dividen. *Jurnal Ilmu dan Riset Akuntansi* 6(5): 1903-1921. STIESIA Surabaya.
- Sugiyono. 2014. *Metode Penelitian Kuantitatif, Kualitatif, dan R&D*. CV Alfabeta. Bandung.
- Suharli, M. 2006. Studi Empiris Mengenai Profitabilitas, Leverage, dan Harga Saham terhadap Jumlah Dividen Tunai. *Jurnal Manajemen dan Akuntansi* 6(2): 243-256
- Sulistiyo, H. 2010. Pengaruh Profitabilitas Terhadap Dividen Dengan Investasi Sebagai Variabel Moderasi. *Jurnal Ekonomi Manajemen Akuntansi* 17(29): 1-21. STIE Dharmoutra Semarang.
- Suliyanto. 2011. *Ekonometrika Terapan: Teori & Aplikasi SPSS*. Andi. Yogyakarta.
- Sutrisno. 2003. *Manajemen Keuangan Teori, Konsep dan Aplikasi*. Ekonisia. Yogyakarta.
- Tampubolon, M. P. 2013. *Manajemen Keuangan (Finance Management)*. Mitra Wacana Media. Jakarta.