

**THE IMPACT OF RETAINED EARNINGS AS AN INTERVENING VARIABLE IN THE  
IMPLEMENTATION OF FREE CASH FLOW, FUNDING POLICIES, PROFITABILITY AND  
COLLATERAL ASSETS AS A BENCHMARK FOR DIVIDEND POLICY**  
*(The empirical study of Manufacturing Companies listed on the IDX for the 2013-2017 period)*

**Dewi Anjarsari<sup>1)</sup>, Dheasey Amboningtyas, S.E., M.M.<sup>2)</sup>, Patricia Dhiana Paramita, S.E., M.M.<sup>3)</sup>**

<sup>1)</sup> Mahasiswa Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Pandanaran Semarang

<sup>2)</sup> <sup>3)</sup> Dosen Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Pandanaran Semarang

**ABSTRAK**

Penelitian ini mengambil objek perusahaan Manufaktur dalam Sektor Industri Barang Konsumsi yang terdaftar di BEI periode 2013-2017. Tujuan penelitian adalah untuk mengetahui dan menguji secara empiris bagaimana dampak *retained earning* sebagai variabel *intervening* dalam mempengaruhi secara positif terhadap penerapan arus kas bebas, kebijakan pendanaan, profitabilitas dan *collateral assets* sebagai tolok ukur penetapan kebijakan dividen. Terdapat 49 perusahaan sebagai populasi penelitian dan dihasilkan 7 perusahaan sampel dengan total 35 pengamatan. Pengambilan data dengan dokumentasi yaitu data sekunder dengan metode *purposive sampling*.

Uji hipotesis menggunakan program SPSS 22 dengan teknik uji statistik deskriptif, uji asumsi klasik dan analisis regresi linear berganda 2 tahap. Pengukuran data menggunakan uji kelayakan model dilanjut dengan *path analysis* dan uji *sobel*. Hasil penelitian menunjukkan dari 13 hipotesis penelitian, 6 hipotesis yang ditolak dan 7 hipotesis diterima. Dari hasil pengujian dapat disimpulkan bahwa mediasi dari *retained earning* tidak mutlak mempengaruhi secara positif variabel independen terhadap kebijakan dividen. Tentunya perusahaan tidak perlu khawatir akan dampak dikemudian hari terhadap pembayaran *return* karena pada dasarnya *retained earning* bukanlah faktor penentu yang mempengaruhi keputusan pembagian dividen.

**Kata kunci :** arus kas bebas, kebijakan pendanaan, profitabilitas, *collateral assets*, *Retained Earning*, kebijakan dividen.

**ABSTRACT**

*This research takes the object of manufacturing companies in the consumer goods industry sector listed in BEI for the 2013-2017 period. The purpose of the research is to know and test empirically how the impact of retained earnings as an intervening variable in influencing positively on the application of free cash flow, funding policy, profitability and collateral assets as a benchmark for determining dividend policy. There were 49 companies as the research population and produced 7 sample companies with a total of 35 observations. Data retrieval with documentation is secondary data using purposive sampling method.*

*Hypothesis testing using SPSS 22 program with descriptive statistical test techniques, classical assumption test and 2-step multiple linear regression analysis. The measurement of the data using the model feasibility test continued with path analysis and sobel test. The results of the research hypotheses, 6 hypotheses were rejected and 7 hypotheses were accepted. From the rest results concluded that the mediation from retained earnings does not absolutely affect positively to dividend policy. Of course the company does not need to worry about future impacts on return payment because basically retained earnings are not the determining factor influencing dividend distribution decisions.*

**Keywords :** *free cash flow, funding policy, profitability, collateralassets, dividend policy , Retained Earning.*

## PENDAHULUAN

Persaingan antar perusahaan ditimbulkan adanya perkembangan dunia usaha di Indonesia yang mengalami banyak kemajuan dibandingkan dengan tahun sebelumnya. Kondisi ini yang membuat mereka harus berusaha menampilkan yang terbaik dari segi kinerja perusahaan ataupun dalam manajemen keuangannya. Tujuan utama sebagian besar perusahaan, terutama untuk perusahaan yang berorientasi bisnis adalah mengoptimalkan nilai perusahaan hal ini beralasan mengingat bagi perusahaan *go public* yang menjual sahamnya di pasar modal, nilai perusahaan tercermin dari harga sahamnya. Dengan kata lain semakin tinggi harga saham suatu perusahaan maka semakin bernilai pula perusahaan tersebut dimata publik. Seperti halnya pada perusahaan Industri Manufaktur yang mendominasi perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Perusahaan Manufaktur terbagi menjadi beberapa sektor yaitu Sektor Industri Barang Konsumsi, Sektor Industri Aneka Industri dan Sektor Industri Dasar dan Kimia.

Faktanya banyak para investor yang menginvestasikan dana mereka pada perusahaan Sektor Industri Barang Konsumsi. Selain karena Sektor Industri Barang Konsumsi merupakan penopang dalam perusahaan Manufaktur juga karena saham-saham dari perusahaan-perusahaan dalam Industri Barang Konsumsi yang masih menawarkan potensi kenaikan. Meningkatnya nilai perusahaan juga akan meningkatkan minat investor untuk menanamkan modalnya. Berdasarkan nilai perusahaan inilah para pemegang saham memilih suatu perusahaan dengan harapan mendapat keuntungan atas dana yang diinvestasikannya. Kebijakan dividen merupakan keputusan tentang penentuan pembagian pendapatan (*earning*) apakah laba yang diperoleh perusahaan pada akhir tahun akan dibagikan kepada investor sebagai dividen yang akan mengurangi aliran kas bebas perusahaan yang dapat digunakan untuk berinvestasi atau akan ditahan dan digunakan dalam perusahaan untuk menambah modal di masa yang akan datang.

Persoalan yang kemudian muncul adalah bagaimana variabel *intervening* mampu mempengaruhi secara positif terhadap kebijakan dividen. Pada kenyataannya dengan bertambah jumlah saham yang beredar akan mengakibatkan berkurangnya saham yang dimiliki oleh pemegang saham tertentu yang akan berpengaruh terhadap pengendalian perusahaan. Bagi perusahaan pilihan untuk membagikan laba dalam bentuk dividen akan mengurangi sumber dana internalnya, sebaliknya jika perusahaan menahan labanya dalam bentuk laba ditahan maka kemampuan pembentukan dana internal akan semakin besar sehingga dapat digunakan untuk membiayai aktivitas perusahaan. Hal ini menjadikan pengurangan ketergantungan perusahaan terhadap dana eksternal

sekaligus akan memperkecil resiko perusahaan. Untuk itu dimunculkan *retained earning* sebagai variabel *intervening* yang diprosikan dengan kebijakan dividen untuk mengetahui dampak positif yang akan muncul dengan penerapan arus kas bebas, kebijakan pendanaan, profitabilitas dan *collateral assets* sebagai variabel bebas. Akan tetapi penelitian tentang faktor-faktor penentu kebijakan dividen memberikan hasil bervariasi yang sudah dilakukan oleh peneliti terdahulu sehingga menimbulkan permasalahan.

Fenomena masalah terlihat dari penelitian terdahulu yang menunjukkan hasil yang tidak konsisten yang kemungkinan diakibatkan adanya faktor lain yang turut mempengaruhi hubungan arus kas bebas, kebijakan pendanaan, profitabilitas, *collateral assets* dalam penetapan kebijakan dividen. Dari dasar pemikiran dan permasalahan itulah yang melatarbelakangi penulis untuk melakukan penelitian dan menganalisis variabel yang dapat dijadikan sebagai pedoman untuk mengetahui pengaruh kebijakan dividen pada suatu perusahaan dengan judul penelitian **"Dampak Retained Earning Sebagai Variabel Intervening Dalam Penerapan Arus Kas Bebas, Kebijakan Pendanaan, Profitabilitas dan Collateral assets Sebagai Tolok Ukur Penetapan Kebijakan Dividen (Studi Empiris pada Perusahaan Manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode tahun 2013 – 2017)"**.

## Rumusan Masalah

Berdasarkan permasalahan yang terpapar pada latar belakang, didapatkan pertanyaan penelitian sebagai berikut:

1. Bagaimana pengaruh arus kas bebas, kebijakan pendanaan, profitabilitas dan *collateral assets* terhadap *retained earning* pada perusahaan manufaktur?
2. Bagaimana pengaruh arus kas bebas, kebijakan pendanaan, profitabilitas, *collateral assets* dan *retained earning* terhadap kebijakan dividen pada perusahaan manufaktur?
3. Apakah *retained earning* memediasi pengaruh arus kas bebas, kebijakan pendanaan, profitabilitas dan *collateral assets* terhadap kebijakan dividen dalam perusahaan Manufaktur?

## Tujuan Penelitian

Dari pertanyaan pada perumusan masalah diatas didapatkan tujuan penelitian sebagai berikut :

1. Bagaimana pengaruh arus kas bebas, kebijakan pendanaan, profitabilitas dan *collateral assets* terhadap *retained earning* pada perusahaan manufaktur?

2. Bagaimana pengaruh arus kas bebas, kebijakan pendanaan, profitabilitas, *collateral assets* dan *retained earning* terhadap kebijakan dividen pada perusahaan manufaktur?
3. Apakah *retained earning* memediasi pengaruh arus kas bebas, kebijakan pendanaan, profitabilitas dan *collateral assets* terhadap kebijakan dividen dalam perusahaan Manufaktur?

## TELAAH PUSTAKA

### *Information Content of Signaling Hypothesis Theory (Isu Informasi)*

Di dalam teori ini Modigliani dan Miller berpendapat bahwa suatu kenaikan dividen yang diatas kenaikan normal merupakan isyarat dari perkiraan atas laba kepada investor bahwa manajemen perusahaan meramalkan suatu penghasilan yang baik di masa mendatang. Sebaliknya, penurunan dividen dibawah penurunan normal diyakini investor sebagai sinyal bahwa perusahaan mengalami masa sulit dimasa mendatang. Jadi reaksi investor terhadap perubahan kebijakan dividen tidak harus menunjukkan investor lebih menyukai dividen daripada laba yang ditahan. Sebaliknya, perubahan harga saham sesudah pembagian dividen hanya menunjukkan kandungan informasi yang penting dalam pengumuman dividen tersebut. Ada yang mengatakan bahwa ada kecenderungan harga saham akan naik jika ada pengumuman kenaikan dividen dan sebaliknya.

### **Kebijakan Dividen**

Dividen adalah bentuk distribusi laba yang dibagikan oleh perusahaan kepada pemegang saham sesuai dengan proporsi lembar saham yang dimilikinya. kompensasi yang diterima oleh pemegang saham, disamping *capital gain* (Sartono dalam Risky, 2016). Dividen ini untuk dibagikan kepada para pemegang saham sebagai keuntungan dari laba perusahaan. Dividen ditentukan berdasarkan rapat umum anggota pemegang saham dan jenis pembayarannya tergantung kepada kebijakan pimpinan. Laba bersih perusahaan akan berdampak berupa peningkatan saldo laba (*retained earning*) perusahaan. Ketika menetapkan kebijakan dividen satu ukuran tidak bisa dipakai untuk semua kebijakan. Kebijakan dividen menyangkut tentang masalah penggunaan laba yang diperoleh perusahaan dan menjadi hak para pemegang saham yaitu pembagian laba dalam jumlah dividen yang dibayarkan sebagai dividen atau akan ditahan dalam bentuk laba ditahan guna membiayai investasi dimasa mendatang tergantung dari kebijakan setiap perusahaan (Sartono dalam

Risky, 2016). *Dividend payout ratio* merupakan persentase dividen yang dibagikan dari keuntungan bersih perusahaan. *Dividend payout ratio* yang ditentukan perusahaan untuk membayar dividen kepada para pemegang saham setiap tahun yang dilakukan berdasarkan besar kecilnya laba bersih setelah pajak. Kebijakan dividen dapat dihitung :

$$\text{DPR} = \frac{\text{DPS}}{\text{EPS}}$$

### ***Retained earning***

*Retained earning* adalah sebagian atau seluruh laba yang diperoleh perusahaan, yang tidak dibagikan kepada para pemegang saham dalam bentuk dividen (Sugiyono dalam Risky, 2016). Oleh karena sifat dari *retained earning* itumenambah *owner's equity*, maka biasanya perkiraan ini mempunyai saldo kredit (*credit balance*). Kebijakan dividen dalam mengambil keputusan tentang pendapatan yang ditahan dalam perusahaan untuk menambah modal di masa yang akan datang biasanya merupakan sumber tambahan modal sendiri yang terbesar dan terpenting untuk pertumbuhan perusahaan. Akan tetapi apabila perusahaan dalam keadaan yang tidak terpecahkan (*insolvable*), dimana nilai total aset lebih kecil daripada nilai total kewajiban (*liabilities*) dan nilai total modal yang disebutkan (*stated capital*), maka berarti perusahaan mengalami defisit yang dicatat sebagai saldo kredit (*debit balance*) dalam perkiraan *retained earning*. *Retained earning* (laba ditahan) dapat dihitung dengan rumus :

$$RE = \text{net income} - \text{return}$$

### **Arus kas bebas**

Arus kas bebas (*Free cash flow*) adalah kas yang menganggur, yaitu sisa kas setelah digunakan untuk berbagai keperluan proyek yang telah direncanakan oleh perusahaan (Ghozali, 2013). Arus kas bebas sebagai kas perusahaan yang dapat didistribusi kepada kreditur atau pemegang saham yang tidak digunakan untuk modal kerja (*working capital*) atau investasi pada aset tetap. Arus kas bebas inilah yang sering menjadi pemicu timbulnya perbedaan kepentingan antara pemegang saham dan manajer. Ketika Arus kas bebas tersedia, manajer disinyalir akan menghamburkan *free cash flow* tersebut sehingga terjadi inefisiensi dalam perusahaan atau akan menginvestasikan *free cash flow* dengan return yang kecil (Smith dan Kim, 1994 dalam Rosdini, 2011). Rasio arus kas bebas dapat dihitung dengan rumus :

$$FCF = \text{Cash flow from operations} - \text{net capital expenditure}$$

### Kebijakan Pendanaan

Kebijakan pendanaan adalah kebijakan tentang perolehan sumber dana yang akan digunakan oleh perusahaan (Husnan, 2012). Salah satu kebijakan pendanaan yaitu menggunakan sumber dana eksternal yang diperoleh melalui hutang. Kebijakan investasi berhubungan dengan kebijakan pendanaan. Keputusan pendanaan perusahaan menyangkut tentang bentuk dan komposisi pendanaan yang akan dipergunakan oleh perusahaan mengenai berapa banyak hutang dan modal sendiri yang digunakan dalam menentukan rasio hutang dan modal sendiri. Pada penelitian ini, penulis memfokuskan pada kebijakan pendanaan yang berasal dari luar yaitu melalui hutang. Dalam penelitian ini pengukuran kebijakan pendanaan menggunakan rasio hutang (*Debt to equity ratio*). DER mencerminkan kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajibannya yang ditunjukkan oleh beberapa bagian modal sendiri yang digunakan untuk membayar hutang.

$$\text{DER} = \frac{\text{Total Hutang}}{\text{Modal}}$$

### Profitabilitas

Profitabilitas adalah kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba (Sartono dalam Dewi, 2014). Profitabilitas perusahaan diukur dengan kesuksesan perusahaan menggunakan aktivitya secara produktif. Dengan demikian profitabilitas perusahaan dapat diketahui dengan membandingkan antara laba yang diperoleh dalam suatu periode atau dengan jumlah aktiva atau jumlah modal perusahaan tersebut. Perbandingan ini disebut rasio profitabilitas (*profitability ratio*). Kondisi *profitability* perusahaan yang baik akan mendorong para investor untuk melakukan investasi pada perusahaan tersebut. Dengan demikian bagi investor jangka panjang akan sangat berkepentingan dengan analisis *profitability* ini misalnya bagi pemegang saham akan melihat keuntungan yang benar-benar akan diterima dalam bentuk dividen (Sartono, 2011). Rasio profitabilitas adalah rasio yang menunjukkan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba pada tingkat penjualan, aset dan modal saham tertentu. Dalam penelitian ini rasio yang digunakan untuk mengukur profitabilitas adalah *return on assets* (ROA). ROA adalah rasio yang mengukur efektivitas dari keseluruhan penggunaan aset perusahaan. *Return on assets* menunjukkan kemampuan perusahaan menghasilkan laba dari aktiva yang dipergunakan. Dengan mengetahui rasio ini, akan dapat diketahui apakah perusahaan efisien dalam memanfaatkan aktivitya dalam kegiatan operasional perusahaan. Rasio ini juga memberikan ukuran yang lebih baik atas profitabilitas perusahaan karena menunjukkan efektivitas manajemen dalam menggunakan aktiva

untuk memperoleh pendapatan. Perumusan ROA adalah sebagai berikut :

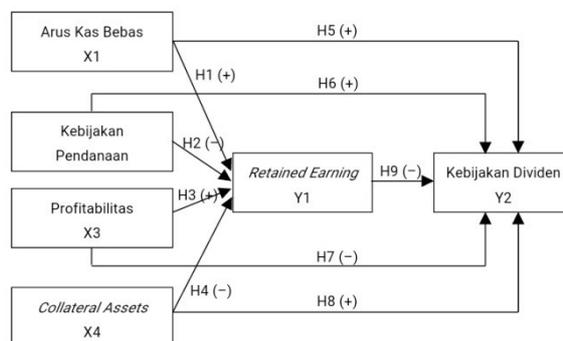
$$\text{ROA} = \frac{\text{Laba bersih}}{\text{Total aktiva}}$$

### Collateral Assets

*Collateral Assets* adalah jaminan aset yang digunakan perusahaan untuk mendapatkan bantuan dana dengan menjadikan aset perusahaan sebagai agunan (Ghozali dalam Arifin, 2015). *Collateral assets* merupakan rasio aset tetap terhadap aset total yang dianggap sebagai proksi aset-aset kolateral (jaminan) untuk biaya agensi yang terjadi karena konflik antara pemegang saham dan pemegang obligasi. Kreditur seringkali meminta jaminan berupa aktiva ketika memberikan pinjaman kepada perusahaan yang membutuhkan pendanaan. Hal ini menunjukkan besarnya aktiva yang akan diikat sebagai jaminan atas kredit yang diberikan oleh pemegang obligasi. *Collateral Assets* bertujuan untuk mengamankan utang kreditur. Apabila kreditur (peminjam) gagal melunasi kewajibannya, maka perusahaan pemberi pinjaman akan melikuidasi (melelang atau menjual) aset yang dijaminakan tersebut. Perusahaan pemberi kredit akan memberikan surat pengakuan utang (*blanket lien*) yaitu surat berharga yang diterbitkan untuk mengikat secara hukum atas seluruh agunan milik debitur bagi kepentingan kreditur. Kredit yang disertai agunan atau *Collateral Assets* biasanya memiliki bunga lebih rendah dibandingkan dengan kredit tanpa agunan. Oleh karena itu *Collateral assets* dapat dirumuskan :

$$\text{COL} = \frac{\text{Fixed assets}}{\text{Total Assets}}$$

### Kerangka Pemikiran Teoritis



Gambar 1

### Pengembangan Hipotesis

Hipotesis merupakan jawaban sementara yang masih harus di buktikan kebenarannya melalui penelitian (Sugiyono, 2013). berdasarkan tinjauan pustaka dan penelitian terdahulu maka hipotesis yang di tetapkan dalam penelitian ini adalah:

- H1 : Arus kas bebas berpengaruh positif dan signifikan terhadap *retained earning*.
- H2 : Kebijakan pendanaan berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *retained earning*.
- H3 : Profitabilitas berpengaruh positif dan signifikan terhadap *retained earning*.
- H4 : *Collateral assets* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *retained earning*.
- H5 : Arus kas bebas berpengaruh positif dan signifikan terhadap Kebijakan Dividen.
- H6 : Kebijakan pendanaan berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan dividen.
- H7 : Profitabilitas berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen.
- H8 : *Collateral assets* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan dividen.
- H9 : *Retained earning* berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen.
- H10 : Arus kas bebas melalui *retained earning* berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen.
- H11 : Kebijakan pendanaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen yang di *intervening* melalui *retained earning*.
- H12 : Profitabilitas melalui *retained earning* berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen.
- H13 : *Collateral assets* melalui *retained earning* berpengaruh positif terhadap Kebijakan Dividen.

### Variabel Penelitian

Variabel penelitian adalah suatu atribut, nilai atau sifat dari objek, individu atau kegiatan yang mempunyai banyak variasi tertentu antara satu dan lainnya yang telah ditentukan oleh [peneliti](#) untuk dipelajari dan dicari informasinya serta ditarik kesimpulannya (Umar, 2013). Dalam penelitian ini variabel dependen yaitu kebijakan dividen, variabel independen yaitu arus kas bebas, kebijakan pendanaan, profitabilitas dan *collateral assets* sedangkan *retained earning* sebagai variabel *intervening*.

### Populasi dan Sampel

Populasi adalah wilayah generalisasi yang terdiri atas keseluruhan objek/ subjek yang mempunyai kualitas dan karakteristik tertentu yang ditetapkan oleh peneliti untuk dipelajari dan kemudian ditarik kesimpulannya (Sugiyono, 2015). Populasi dalam penelitian ini adalah 49 perusahaan Manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode tahun 2013-2017 yang masuk ke

dalam 5 Sektor Industri Barang Konsumsi. Pengukuran sampel merupakan satu langkah untuk menentukan besarnya sampel yang diambil dalam melakukan penelitian suatu objek (Husnan dalam Risky, 2016). Pengambilan sampel dalam penelitian ini dilakukan dengan metode *purposive sampling* yaitu metode yang digunakan teknik penentuan sampel dengan pertimbangan dan kriteria tertentu. Metode ini bertujuan untuk mendapatkan sampel yang representatif, dengan kata lain adanya populasi yang terlalu banyak atau jangkauan yang terlalu luas tidak memungkinkan dilakukan pengambilan data pada seluruh populasi. Berdasarkan pada kriteria sampel, adapun yang menjadi sampel dalam penelitian ini adalah 7 perusahaan Sektor Industri Barang Konsumsi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama tahun penelitian 2013-2017 dengan total 35 pengamatan.

### Jenis dan Sumber Data

Data yang digunakan dalam penelitian ini berupa angka dan nominal yang mengacu pada data kuantitatif yaitu sejumlah data-data laporan keuangan dari perusahaan Manufaktur Sektor Industri Barang Konsumsi periode tahun 2013-2017 yang diperoleh dari Pusat Informasi Pasar Modal (PIPM) dan Bursa Efek Indonesia ([www.idx.co.id](http://www.idx.co.id)). Sedangkan sumber data dalam penelitian adalah data sekunder yang diperoleh melalui media perantara. Penelitian ini dilakukan untuk menentukan perusahaan mana saja yang memenuhi kriteria sampel dan memiliki laporan keuangan tahunan (*financial statement*) untuk mengetahui data mengenai variabel.

### Metode Pengumpulan Data

Metode pengumpulan data dalam penelitian ini adalah dokumentasi. Metode dokumentasi adalah mencari, mengumpulkan, mencatat, dan mengkaji data mengenai hal-hal atau variabel yang berupa catatan, dokumen, buku, jurnal, website dan sebagainya (Sugiyono dalam Kadir, 2013). Hal ini dimaksudkan untuk mengumpulkan keseluruhan data yang dibutuhkan guna menjawab persoalan penelitian dan memperkaya literatur untuk menunjang data kuantitatif yang diperoleh. Pengumpulan data dimulai dengan tahap penelitian pendahuluan yaitu melakukan studi kepustakaan dengan mempelajari literatur yang berkaitan dengan pokok bahasan dalam penelitian ini. Metode dokumentasi dalam penelitian ini dilakukan dengan cara mengumpulkan data sekunder yang dipublikasikan oleh pemerintah yaitu dari Bursa Efek Indonesia berupa laporan keuangan perusahaan Manufaktur Sektor Industri Barang Konsumsi yang terdapat dalam *IDX Statistic* dan *ICMD (Indonesia Capital Market Directory)* tahun 2013-2017. Jenis data yang

digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder. Data sekunder adalah sumber yang tidak langsung memberikan data kepada pengumpul data (Sartono, 2013).

### Metode Analisis Data

Data diuji menggunakan metode analisis data kuantitatif. Alat analisis data yang digunakan adalah SPSS (*Statistical Product and Service Solution*) versi 22. Data hasil penelitian yang telah dikumpulkan kemudian akan dianalisis dengan statistik deskriptif, uji asumsi klasik, regresi berganda 2 tahap, kelayakan model, analisis jalur dan uji sobel.

## HASIL DAN PEMBAHASAN

### Analisis Data

#### Hasil Analisis Statistik Deskriptif

##### Descriptive Statistics (Step 1)

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
FCF	35	-22	8	-6,48	6,232
DER	35	0	3	,89	,664
ROA	35	1	72	17,07	15,399
COL	35	0	1	,30	,154
RE	35	4	39	13,16	9,888
Valid N (listwise)	35				

##### Descriptive Statistics (Step 2)

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
FCF	35	-22	8	-6,48	6,232
DER	35	0	3	,89	,664
ROA	35	1	72	17,07	15,399
COL	35	0	1	,30	,154
DPR	35	0	2	,57	,433
Valid N (listwise)	35				

Dapat disimpulkan bahwa seluruh variabel penelitian, baik variabel dependen, variabel independen, maupun variabel *intervening* dengan nilai minimum, nilai maksimum, nilai rata-rata dan standar deviasi terdistribusi secara normal, kecuali pada arus kas bebas yang menunjukkan adanya variasi data pada *free cash flow* (FCF).

### Uji Asumsi Klasik

#### Uji Normalitas

		Unstandardized Residual
N		35
Normal Parameters <sup>a,b</sup>	Mean	,0000000
	Std. Deviation	8,49270413
Most Extreme Differences	Absolute	,286
	Positive	,286
	Negative	-,121
Test Statistic		,286
Asymp. Sig. (2-tailed)		,000 <sup>c</sup>

Dapat diketahui bahwa nilai signifikansi variabel sebesar  $0,000 < 0,05$  kecuali pada arus kas bebas dengan nilai FCF sebesar  $0,132 > 0,05$ . Maka dapat

dikatakan bahwa terdapat variasi data terhadap nilai residual RE (Y1) dan DPR (Y2) kecuali pada arus kas bebas (X1) terdistribusi normal.

### Uji Multikolonieritas

Uji multikolonieritas bertujuan untuk menguji apakah dalam suatu model regresi ditemukan adanya korelasi antara variabel bebas (independen).

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta	Tolerance	VIF
1 (Constant)	9,924	4,191			
FCF	-,716	,317	-,451	,614	1,628
DER	-2,394	3,062	-,161	,582	1,719
ROA	,008	,158	,013	,408	2,450
COL	1,952	12,960	,030	,603	1,659

Berdasarkan output diketahui bahwa:

- 1 Nilai *Tolerance* FCF =  $0,614 > 0,10$ , nilai DER =  $0,582 > 0,10$ , nilai ROA =  $0,408 > 0,10$ , nilai COL =  $0,603 > 0,10$ . Maka tidak terjadi Multikolonieritas terhadap data yang diuji.
- 2 Nilai *Variance Inflation Factor* (VIF) untuk FCF =  $1,628 < 10$ , nilai DER =  $1,719 < 10$ , nilai ROA =  $2,450 < 10$ , nilai COL =  $1,659 < 10$  maka tidak ada multikolonieritas diantara variabel independen.

Hal ini menunjukkan bahwa dalam model regresi tidak terjadi gejala Multikolonieritas sehingga model regresi yang baik dan ideal dapat terpenuhi dalam penelitian ini.

### Uji Heteroskedastisitas

Uji heteroskedastisitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan *variance* dari residual satu pengamatan ke pengamatan yang lain.

#### Coefficients<sup>a</sup>

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	4,511	2,706		1,667	,106
FCF	-,194	,205	-,199	-,945	,352
DER	,391	1,977	,043	,198	,844
ROA	-,135	,102	-,342	-1,328	,194
COL	6,902	8,369	,175	,825	,416

a. Dependent Variable: RES2

Dari Uji *Glejser* diperoleh hasil nilai sig FCF =  $0,352$  dan  $0,569 > 0,05$ ; nilai sig DER =  $0,844$  dan  $0,843 > 0,05$ ; nilai sig ROA =  $0,194$  dan  $0,437 > 0,05$ ; serta nilai sig COL =  $0,416$  dan  $0,640 > 0,05$ . Dapat disimpulkan bahwa semua variabel tidak terjadi Heteroskedastisitas sehingga model regresi yang baik dan ideal dapat terpenuhi.

## Uji Autokorelasi

Uji Autokorelasi bertujuan untuk menguji apakah dalam suatu model regresi linear terdapat korelasi antara residual pada periode t dengan residual periode t-1 (sebelumnya).

**Model Summary<sup>b</sup>**

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,512 <sup>a</sup>	,262	,164	9,041	,554

a. Predictors: (Constant), COL, FCF, DER, ROA

b. Dependent Variable: RE

**Model Summary<sup>b</sup>**

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,522 <sup>a</sup>	,272	,175	,393	2,250

a. Predictors: (Constant), COL, FCF, DER, ROA

b. Dependent Variable: DPR

Jumlah sampel (N)=35 dan variabel independen 4(K=4). Dengan melihat tabel *Durbin-Watson* maka diperoleh nilai dU = 1,7259; dL = 1,2221; (4-dU) = 2,2741; dan (4-dL) = 2,7779. Dari hasil output pada tabel 4.8 dan tabel 4.9 diketahui bahwa nilai DW adalah 0,552 dan 2,250 > 0,05 dengan demikian dapat disimpulkan bahwa (RE/Y1) menunjukkan nilai DW = 0,552 < dl berarti terjadi autokorelasi positif, dan (DPR/Y2) menunjukkan nilai DW = 2,250 terletak diantara nilai Du= 1,7259 dan (4-dU) = 2,2741 berarti tidak terjadi autokorelasi sehingga model regresi memenuhi.

## Hasil Uji Analisis Regresi Linear Berganda 2 Tahap

Pengujian Hipotesis dalam penelitian ini menggunakan regresi berganda 2 tahap yang diperluas dengan metode *ordinary last square regrestion* (OLS) yang digunakan untuk menguji pengaruh variabel independen yaitu FCF, DER, ROA dan COL yang dimediasi oleh variabel *intervening* yaitu REterhadap variabel dependen yaitu DPR.

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients
	B	Std. Error	Beta
1 (Constant)	9,924	4,191	
FCF	-,716	,317	-,451
DER	-2,394	3,062	-,161
ROA	,008	,158	,013
COL	1,952	12,960	,030

Persamaan regresi model pertama pada hipotesis 1-4 dapat ditulis sebagai berikut :

$$Y1 = 9,924 - 0,451X1 - 0,161X2 + 0,013X3 + 0,030X4 + e$$

Angka konstan (a) menunjukkan nilai sebesar 9,924 mempunyai arti bahwa jika tidak ada Arus Kas Bebas/FCF (X1), Kebijakan Pendanaan/DER (X2), Profitabilitas/ROA (X3), *Collateral Assets*/COL (X4) maka nilainya adalah 0. Nilai konsisten dari *Retained Earning*/RE (Y1) adalah positif yaitu sebesar 9,924.

**Coefficients<sup>a</sup>**

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	,406	,202		2,011	,054
FCF	-,013	,015	-,180	-,824	,417
DER	-,088	,137	-,136	-,647	,523
ROA	,021	,007	,739	2,983	,006
COL	-,591	,573	-,211	-1,032	,311
RE	-,002	,008	-,038	-,206	,838

a. Dependent Variable: DPR

Persamaan regresi model kedua pada hipotesis 5 - 9 adalah sebagai berikut :

$$Y2 = 0,406 - 0,013X5 - 0,088X6 + 0,021X7 - 0,591X8 - 0,002X9 + (9,924 - 0,451X1 - 0,161X2 + 0,013X3 + 0,030X4 + e) + e$$

Angka konstan (a) menunjukkan nilai sebesar 0,406 yang mempunyai arti bahwa jika tidak ada Arus Kas Bebas/FCF (X1), Kebijakan Pendanaan/DER (X2), Profitabilitas/ROA (X3), *Collateral Assets*/COL (X4), dan *Retained Earning*/RE (Y1) maka nilainya adalah 0. Nilai konsisten dari Kebijakan Dividen/DPR (Y2) adalah positif sebesar 0,406.

## Uji Kelayakan Model (*Goodness Of Fit*)

### Uji Statistik t

Pengujian ini digunakan untuk melihat pengaruh variabel bebas secara parsial terhadap variabel terikat. Dalam penelitian ini dilakukan pengukuran menggunakan sistem *one tail* dengan melihat nilai tingkat signifikansi 0,05 ( $\alpha = 5\%$ ) dengan derajat bebas (n - k). Dimana n = jumlah pengamatan dan k = jumlah variabel yaitu 35 - 4 = 31. Jadi didapatkan rumus t tabel = (0,05; 31) sehingga didapatkan nilai t tabel = 1,69552.

**Coefficients<sup>a</sup>**

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	9,924	4,191		2,368	,025
FCF	-,716	,317	-,451	-2,254	,032
DER	-2,394	3,062	-,161	-,782	,440

ROA	,008	,158	,013	,054	,957
COL	1,952	12,960	,030	,151	,881

a. Dependent Variable: RE

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	,389	,182		2,136	,041
FCF	-,011	,014	-,163	-,820	,419
DER	-,084	,133	-,130	-,634	,531
ROA	,021	,007	,739	3,030	,005
COL	-,595	,564	-,212	-1,055	,300

a. Dependent Variable: DPR

Berdasarkan analisis regresi maka dapat dilakukan pengujian hipotesis sebagai berikut :

#### Pengujian Hipotesis Pertama (H1)

Variabel arus kas bebas (FCF/X1) memiliki nilai t-hitung sebesar  $-2,254 < t \text{ tabel} = 1,69552$  dan bertanda negatif dengan nilai signifikansi sebesar  $0,032 < 0,05$  dengan demikian **H1 ditolak**.

#### Pengujian Hipotesis Kedua (H2)

Variabel kebijakan pendanaan (DER/X2) memiliki nilai t-hitung sebesar Nilai t hitung kebijakan pendanaan sebesar  $-0,782 < t \text{ tabel} = 1,69552$  dan bertanda negatif dengan nilai signifikansi sebesar  $0,440 > 0,05$  dengan demikian **H2 diterima**.

#### Pengujian Hipotesis Ketiga (H3)

Variabel profitabilitas (ROA/X3) memiliki nilai t-hitung sebesar Nilai t hitung profitabilitas sebesar  $0,054 < t \text{ tabel} = 1,69552$  dan bertanda positif dengan nilai signifikansi sebesar  $0,957 > 0,05$  dengan demikian **H3 diterima**.

#### Pengujian Hipotesis Keempat (H4)

Variabel *collateral assets* (COL/X4) memiliki nilai t-hitung sebesar Nilai t hitung *collateral assets* sebesar  $0,151 < t \text{ tabel} = 1,69552$  dan bertanda positif dengan nilai signifikansi sebesar  $0,881 > 0,05$  dengan demikian **H4 diterima**.

#### Pengujian Hipotesis Kelima (H5)

Variabel arus kas bebas (FCF/X1) memiliki nilai t-hitung sebesar Nilai t hitung arus kas bebas sebesar  $-0,820 < t \text{ tabel} = 1,69552$  dan bertanda negatif dengan nilai signifikansi sebesar  $0,419 > 0,05$  dengan demikian **H5 diterima**.

#### Pengujian Hipotesis Keenam (H6)

Variabel kebijakan pendanaan (DER/X2) memiliki nilai t-hitung sebesar Nilai t hitung kebijakan pendanaan sebesar  $-0,634 < t \text{ tabel} = 1,69552$  dan

bertanda negatif dengan nilai signifikansi sebesar  $0,531 > 0,05$  dengan demikian **H6 diterima**.

#### Pengujian Hipotesis Ketujuh (H7)

Variabel profitabilitas (ROA/X3) memiliki nilai t-hitung sebesar Nilai t hitung profitabilitas sebesar  $3,030 > t \text{ tabel} = 1,69552$  dan bertanda positif dengan nilai signifikansi sebesar  $0,005 < 0,05$  dengan demikian **H7 ditolak**.

#### Pengujian Hipotesis Kedelapan (H8)

Variabel *collateral assets* (COL/X4) memiliki nilai t-hitung sebesar Nilai t hitung *collateral assets* sebesar  $-1,055 < t \text{ tabel} = 1,69552$  dan bertanda negatif dengan nilai signifikansi sebesar  $0,300 > 0,05$  dengan demikian **H8 diterima**.

#### Pengujian Hipotesis Kesembilan (H9)

Variabel *retained earning* (RE/Y1) memiliki nilai t-hitung sebesar Nilai t hitung *retained earning* sebesar  $-0,206 < t \text{ tabel} = 1,69552$  dan bertanda negatif dengan nilai signifikansi sebesar  $0,838 > 0,05$  dengan demikian **H9 diterima**.

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

Analisis koefisien determinasi digunakan untuk mengetahui seberapa besar prosentase pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen. Nilai R<sup>2</sup> yang kecil berarti kemampuan variabel independen dalam menjelaskan variasi variabel dependen amat terbatas.

Model Summary<sup>b</sup>

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,512 <sup>a</sup>	,262	,164	9,041

a. Predictors: (Constant), COL, FCF, DER, ROA

b. Dependent Variable: RE

Model Summary<sup>b</sup>

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,522 <sup>a</sup>	,272	,175	,393

a. Predictors: (Constant), COL, FCF, DER, ROA

b. Dependent Variable: DPR

Hasil analisis koefisien determinasi regresi linier berganda dengan nilai *Adjusted R Square* sebesar  $0,164$  dan  $0,175$ . Jadi sumbangan pengaruh dari variabel independen : Arus Kas Bebas, Kebijakan Pendanaan, Profitabilitas dan *Collateral Assets* secara bersama-sama berpengaruh signifikan terhadap variabel *intervening (retained earning)* dan variabel dependen (Kebijakan Dividen) sebesar  $16,4\%$  dan  $17,54\%$ . Dalam hal ini mengandung arti bahwa variasi perubahan variabel yaitu *Retained Earning* dan Kebijakan Dividen dapat dijelaskan oleh variabel independen yaitu Arus Kas Bebas,

Kebijakan Pendanaan, Profitabilitas dan *Collateral Assets* sebesar 16,4% dan 17,5%. Sedangkan sisanya 83,6% dan 82,5% dijelaskan oleh variabel-variabel lain diluar model yang tidak dimasukkan dalam penelitian ini.

**Analisis Jalur (Path Analysis)**

Analisis jalur digunakan untuk mengetahui ada tidaknya pengaruh mediasi (*intervening*) dari variabel *retained earning* dalam model penelitian.

Coefficients <sup>a</sup>					
Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	9,924	4,191		2,368	,025
FCF	-,716	,317	-,451	-2,254	,032
DER	-2,394	3,062	-,161	-,782	,440
ROA	,008	,158	,013	,054	,957
COL	1,952	12,960	,030	,151	,881

a. Dependent Variable: RE

Besarnya nilai *Adjusted R Square* yang terdapat Model Summary adalah 0,164. Hal ini menunjukkan bahwa kontribusi pengaruh X1, X2, X3, dan X4 terhadap Y1 adalah sebesar 16,4% sementara sisanya 83,6% merupakan kontribusi dari variabel lain yang tidak diteliti. Sementara itu untuk nilai e1 dapat dicari dengan rumus :

$$e1 = \sqrt{1 - 0,262} = 0,8591.$$

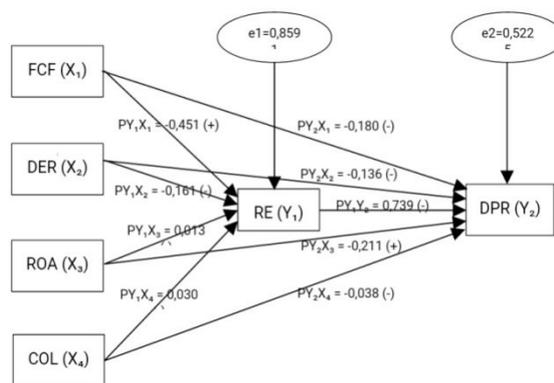
Mengacu pada output regresi model I diketahui bahwa nilai signifikansi dari variabel FCF (X1) = 0,032 < 0,05 maka dapat disimpulkan bahwa variabel FCF (X1) tidak berpengaruh signifikan terhadap variabel RE (Y1). Sedangkan nilai signifikansi dari DER (X2) = 0,440; ROA (X3) = 0,957 dan COL (X4) = 0,881 mempunyai nilai > 0,05 maka dapat disimpulkan bahwa variabel DER (X2), ROA (X3), dan COL (X4) berpengaruh signifikan terhadap variabel RE (Y1).

Coefficients <sup>a</sup>					
Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	,406	,202		2,011	,054
FCF	-,013	,015	-,180	-,824	,417
DER	-,088	,137	-,136	-,647	,523
ROA	,021	,007	,739	2,983	,006
COL	-,591	,573	-,211	-1,032	,311
RE	-,002	,008	-,038	-,206	,838

a. Dependent Variable: DPR

Berdasarkan output regresi model II diketahui bahwa nilai signifikansi dari variabel ROA (X3) = 0,006 < 0,05 maka disimpulkan bahwa ROA (X3) tidak berpengaruh secara signifikan terhadap variabel DPR (Y2). Sedangkan nilai signifikansi dari variabel FCF (X1) = 0,417; DER (X2) = 0,523;

COL (X4) = 0,311 dan RE (Y1) = 0,838 mempunyai nilai lebih besar dari 0,05 maka dapat disimpulkan bahwa variabel FCF (X1), DER (X2), COL (X4) dan RE (Y1) tidak berpengaruh signifikan terhadap variabel DPR (Y2). Besarnya nilai *Adjusted R Square* yang terdapat Model Summary adalah 0,175. Hal ini menunjukkan bahwa kontribusi atau sumbangan pengaruh X1, X2, X3, X4 dan Y1 terhadap Y2 adalah sebesar 17,5% sementara sisanya 82,5% merupakan kontribusi dari variabel-variabel lain yang tidak diteliti. Sementara itu untuk nilai e2 dapat dicari dengan rumus :  $e2 = \sqrt{1 - 0,273} = 0,5225$



Gambar 2

**Uji Sobel (Sobel Test)**

Uji Sobel dilakukan untuk mengukur pengaruh mediasi dari *retained earning* sebagai variabel *intervening* pada hipotesis 10 – 13.

Input:	Test statistic:	Std. Error:	p-value:
a 0.012	Sobel test: -0.21511042	0.00011157	0.82968123
b -0.002	Aroian test: -0.14260474	0.0001683	0.88660235
sa 0.014	Goodman test: NaN	NaN	NaN
sb 0.009	Reset all	Calculate	

Dari hasil perhitungan dengan calculator *online* didapatkan nilai *sobel test statistic* sebesar -0,215 < 0,05. Diartikan bahwa *retained earning* tidak mampu memediasi secara signifikan hubungan pengaruh arus kas bebas terhadap kebijakan dividen.

Input:	Test statistic:	Std. Error:	p-value:
a 0.085	Sobel test: -0.41074786	0.00082776	0.68125743
b -0.004	Aroian test: -0.27080503	0.00125552	0.78654099
sa 0.118	Goodman test: NaN	NaN	NaN
sb 0.008	Reset all	Calculate	

Dari hasil perhitungan *sobel test* dengan calculator *online* didapatkan nilai *sobel test statistic* sebesar -0,411. Karena nilai *sobel test* -0,411 < 1,98 (batasan kurva normal) dengan tingkat signifikansi 5% maka dapat diartikan bahwa *retained earning* tidak mampu memediasi secara signifikan hubungan pengaruh kebijakan pendanaan terhadap kebijakan dividen.

Input:	Test statistic:	Std. Error:	p-value:
a 0.013	Sobel test: 0.14264199	0.00009114	0.88657293
b 0.001	Aroian test: 0.1331601	0.00009763	0.89406677
s <sub>a</sub> 0.005	Goodman test: 0.15448846	0.00008415	0.87722461
s <sub>b</sub> 0.007	Reset all	Calculate	

Dari hasil perhitungan *sobel test* dengan calculator *online* didapatkan nilai *sobel test statistic* sebesar 0,143. Karena nilai *sobel test*  $0,143 < 1,98$  (batasan kurva normal) dengan tingkat signifikansi 5% maka dapat diartikan bahwa *retained earning* tidak mampu memediasi secara signifikan hubungan pengaruh profitabilitas terhadap kebijakan dividen.

Input:	Test statistic:	Std. Error:	p-value:
a 0.235	Sobel test: -0.4034617	0.00349476	0.6866086
b -0.006	Aroian test: -0.26818251	0.00525761	0.78855884
s <sub>a</sub> 0.491	Goodman test: NaN	NaN	NaN
s <sub>b</sub> 0.008	Reset all	Calculate	

Dari hasil perhitungan *sobel test* dengan calculator *online* didapatkan nilai *sobel test statistic* sebesar -0,403. Karena nilai *sobel test*  $-0,403 < 1,98$  (batasan kurva normal) dengan tingkat signifikansi 5% maka dapat diartikan bahwa *retained earning* tidak mampu memediasi secara signifikan hubungan pengaruh *collateral assets* terhadap kebijakan dividen.

## Interpretasi Hasil

### Pengaruh Arus Kas Bebas terhadap *Retained Earning*

Hasil perhitungan statistik arus kas bebas pada output SPSS 22 menunjukkan nilai rata-rata sebesar -6,4800 yang lebih kecil dari nilai standar deviasi sebesar 6,23192. Hal ini berarti bahwa adanya variasi data dalam arus kas bebas. Hasil pada angka koefisien regresi (b)  $\beta_1$  juga menunjukkan nilai sebesar -0,716. Angka ini mengandung arti bahwa setiap penambahan 1 satuan tingkat Arus Kas Bebas/FCF (X1), maka *Retained Earning/RE* (Y1) akan meningkat sebesar -0,716 satuan. Karena nilai koefisien regresi -0,716 bernilai negatif (-) dengan nilai signifikansi  $0,032 < 0,05$  maka dengan demikian dapat dikatakan bahwa Arus Kas Bebas/FCF (X1) secara parsial berpengaruh signifikan terhadap *Retained Earning/RE* (Y1). Hasil ini membuktikan bahwa arus kas bebas yang tinggi menjadi signal bagi pasar/calon investor. **Dengan demikian H1 ditolak.** Perusahaan Manufaktur Sektor Industri Barang konsumsi ini diaplikasikan dengan konsep *Information Content of Signaling Hypotesis*. Dimana kenaikan arus kas bebas merupakan suatu sinyal atau isyarat dari perkiraan atas meningkatnya pendapatan perusahaan sehingga meningkat pula arus kas bebas. Sebaliknya perubahan harga saham juga menunjukkan kandungan informasi yang penting dalam pengumuman dividen perusahaan. Jika perusahaan memiliki tingkat arus kas bebas

yang tinggi dapat dikatakan bahwa perusahaan yang pada kondisi ini, dipersepsikan bahwa perusahaan tersebut mempunyai kredibilitas yang baik. Kondisi ini membuat minat pasar untuk melakukan investasi.

### Pengaruh Kebijakan Pendanaan terhadap *Retained Earning*

Hasil perhitungan statistik kebijakan pendanaan pada output SPSS menunjukkan nilai *mean* sebesar 0,8854 yang lebih besar dari nilai standar deviasi sebesar 0,66398. Hal ini dapat diartikan bahwa variabel kebijakan pendanaan terdistribusi normal. Hasil pada angka koefisien regresi (b)  $\beta_2$  juga menunjukkan nilai sebesar -2,394. Angka ini mengandung arti bahwa setiap penambahan 1 satuan tingkat Kebijakan Pendanaan/DER (X2), maka *Retained Earning/RE* (Y1) akan meningkat sebesar -2,394 satuan. Karena nilai koefisien regresi -2,394 bernilai negatif (-) dengan nilai signifikansi  $0,440 > 0,05$  maka dengan demikian dapat dikatakan bahwa Kebijakan Pendanaan/DER (X2) secara parsial tidak berpengaruh signifikan terhadap *Retained Earning/RE* (Y1). **Dengan demikian H2 diterima.** Hasil ini membuktikan bahwa Kebijakan Pendanaan yang tinggi dalam hal ini adalah hutang menunjukkan besarnya saham yang dimiliki oleh perusahaan. Dimana jika perusahaan memilih *capital structure* dari hutang masih menguntungkan, maka penggunaan hutang adalah alternatif yang tepat. Dilihat dari perspektif calon investor/investor, dipandang bahwa perusahaan yang pada kondisi ini, dipersepsikan bahwa perusahaan tersebut mempunyai kredibilitas yang baik. Dampaknya dipercaya kreditur pada saat membutuhkan tambahan dana yang bersumber dari eksternal, karena mempunyai kemampuan tinggi untuk bayar hutang jangka panjang dan menguntungkan. Kondisi ini membuat minat pasar untuk melakukan investasi.

### Pengaruh Profitabilitas terhadap *Retained Earning*

Hasil perhitungan statistik profitabilitas pada output SPSS menunjukkan nilai *mean* sebesar 17,0729 lebih besar dari nilai standar deviasi sebesar 15,39941 yang berarti profitabilitas terdistribusi normal. Hasil angka koefisien regresi (b)  $\beta_3$  juga menunjukkan nilai sebesar 0,008. Angka ini mengandung arti bahwa setiap penambahan 1 satuan tingkat Profitabilitas/ROA (X3), maka *Retained Earning/RE* (Y1) akan meningkat sebesar 0,008 satuan. Karena nilai koefisien regresi 0,008 bernilai positif (+) dengan nilai signifikansi  $0,957 > 0,05$  maka dengan demikian dapat dikatakan bahwa Profitabilitas secara parsial tidak berpengaruh signifikan terhadap *Retained Earning/RE* (Y1). **Dengan demikian H3 diterima.** Hasil penelitian membuktikan bahwa tingkat pengembalian dari

keseluruhan modal total yang tinggi merupakan sinyal bagi pasar maupun calon investor. Kondisi ini diartikan oleh para calon investor bahwa perusahaan mempunyai kinerja yang baik dengan dibuktikan profitabilitas yang tinggi. Perolehan laba yang tinggi dapat meningkatkan pembayaran dividen yang tinggi pula. Kondisi ini berdampak pada meningkatnya permintaan atas saham-saham pada industri tersebut, sehingga dividen perusahaan juga meningkat.

#### **Pengaruh *Collateral Assets* terhadap *Retained Earning***

Hasil perhitungan statistik *Collateral Assets* pada output SPSS 22 menunjukkan nilai rata-rata sebesar 0,2957 yang lebih besar dari nilai standar deviasi sebesar 0,15413. Hal ini dapat diartikan bahwa variabel kebijakan pendanaan terdistribusi normal. Hasil pada angka koefisien regresi (b)  $\beta_4$  juga menunjukkan nilai sebesar 1,952. Angka ini mengandung arti bahwa setiap penambahan 1 satuan tingkat *Collateral Assets* /COL (X4), maka *Retained Earning*/RE (Y1) akan meningkat sebesar 1,952 satuan. Karena nilai koefisien regresi 1,952 bernilai positif (+) dengan nilai signifikansi 0,881 > 0,05 maka dengan demikian dapat dikatakan bahwa *Collateral Assets* /COL (X4) secara parsial tidak berpengaruh signifikan terhadap *Retained Earning*/RE (Y1). **Dengan demikian H4 diterima.** Hasil penelitian membuktikan bahwa semakin besar aset perusahaan yang digunakan untuk jaminan hutang menunjukkan semakin besar pula kewajiban yang dimiliki perusahaan. Sehingga *Collateral Assets* dapat mempengaruhi tingkat pendapatan bersih yang tersedia bagi para pemegang saham perusahaan. Berarti semakin besar kewajiban perusahaan akan menurunkan kemampuan perusahaan dalam membayar dividen. Dalam kaitannya dengan *retained earning* yang merupakan laba ditahan perusahaan sama sekali tidak dipengaruhi oleh *collateral assets* yang digunakan sebagai agunan pinjaman perusahaan.

#### **Pengaruh Arus Kas Bebas terhadap Kebijakan Dividen**

Hasil perhitungan statistik arus kas bebas pada output SPSS menunjukkan angka koefisien regresi (b)  $\beta_5$  sebesar -0,013. Angka ini mengandung arti bahwa setiap penambahan 1 satuan tingkat arus kas bebas /FCF (X1), maka kebijakan dividen /DPR (Y2) akan meningkat sebesar --0,013 satuan. Karena nilai koefisien regresi bernilai positif dengan nilai signifikansi sebesar 0,417 yang lebih besar dari 0,05 hal ini dapat diartikan bahwa variabel arus kas bebas secara parsial tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen. **Dengan demikian H5 diterima.** Hal ini sejalan dengan penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Putri dan Nasir (2012), Dewi (2011), Pujiastuti (2010), dan Rosdini (2014) yang menunjukkan

hasil arus kas bebas berpengaruh positif secara signifikan terhadap kebijakan dividen. Namun berbeda dengan penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Sulistyowati (2013), Cholifah (2014), dan Arifin (2015) yang menunjukkan hasil arus kas bebas tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Hasil pengujian ini mengindikasikan bahwa semakin besar arus kas bebas perusahaan semakin besar pula dividen yang harus dibayarkan. Dengan demikian arus kas bebas yang digunakan sebagai kas perusahaan yang dapat didistribusikan kepada kreditur maupun pemegang saham tidak digunakan untuk modal kerja atau pada investasi tetap agar dalam membayar dividen tidak terjadi masalah yang seharusnya bisa dicegah sebelumnya.

#### **Pengaruh Kebijakan Pendanaan terhadap Kebijakan Dividen**

Hasil perhitungan statistik kebijakan pendanaan pada output SPSS menunjukkan angka koefisien regresi (b)  $\beta_6$  sebesar 0,088. Angka ini mengandung arti bahwa setiap penambahan 1 satuan tingkat kebijakan pendanaan/DER (X2), maka kebijakan dividen /DPR (Y2) akan meningkat sebesar 0,088 satuan. Karena nilai koefisien regresi bernilai positif dengan nilai signifikansi sebesar 0,523 yang lebih besar dari 0,05 hal ini dapat diartikan bahwa variabel arus kas bebas secara parsial tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen. **Dengan demikian H6 diterima.** Hal ini sejalan dengan penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Putri dan Nasir (2011), Sulistyowati (2012), dan Arifin (2015) yang menunjukkan hasil kebijakan pendanaan berpengaruh positif secara signifikan terhadap kebijakan dividen. Namun berbeda dengan penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Dewi (2010) dan Cholifah (2014) yang menunjukkan hasil kebijakan pendanaan tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Jika suatu perusahaan membutuhkan pembiayaan maka semakin besar pula dividen yang harus dibayarkan. Dengan demikian kebijakan pendanaan berupa hutang yang harus diperoleh dari dana eksternal melalui pinjaman atau hasil penjualan saham juga semakin besar. Hal ini tentunya sangat penting untuk diperhatikan guna menjadi acuan dalam menentukan sebuah kebijakan pendanaan agar dalam pembayaran dividen tidak mendatangkan dana eksternal agar beban perusahaan tidak semakin membengkak.

#### **Pengaruh Profitabilitas terhadap Kebijakan Dividen**

Hasil perhitungan statistik profitabilitas pada output SPSS menunjukkan angka koefisien regresi (b)  $\beta_7$  sebesar 0,021. Angka ini mengandung arti bahwa setiap penambahan 1 satuan tingkat profitabilitas /ROA (X3), maka kebijakan

dividen /DPR (Y2) akan meningkat sebesar 0,021 satuan. Karena nilai koefisien regresi bernilai positif dengan nilai signifikansi sebesar 0,006 yang lebih kecil dari 0,05 hal ini berarti bahwa variabel arus kas bebas secara parsial berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen. **Dengan demikian H7 ditolak.** Hal ini sejalan dengan penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Dewi (2010), Pujiastuti (2012), dan Sulistiyowati (2010) yang menunjukkan hasil profitabilitas berpengaruh positif secara signifikan terhadap kebijakan dividen. Namun berbeda dengan penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Fauz dan Rosidi (2011), Kadir (2010) dan Arifin (2015) yang menunjukkan hasil profitabilitas tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Hasil pengukuran ini menunjukkan tingkat profitabilitas yang tinggi dianggap sebagai sinyal akan meningkatnya profitabilitas di masa mendatang. Profitabilitas digunakan sebagai tolok ukur dalam menghasilkan laba suatu perusahaan. Semakin tinggi profitabilitas perusahaan semakin tinggi pula kemampuan perusahaan dalam membayarkan dividen kepada para investor. Hal ini memungkinkan perusahaan untuk membiayai sebagian besar kebutuhan pendanaan mereka dengan dana internal.

#### **Pengaruh *Collateral Assets* terhadap Kebijakan Dividen**

Hasil perhitungan statistik *Collateral Assets* pada output SPSS menunjukkan angka koefisien regresi (b)  $\beta_8$  sebesar 0,591. Angka ini mengandung arti bahwa setiap penambahan 1 satuan tingkat *Collateral Assets*/COL (X4), maka kebijakan dividen /DPR (Y2) akan meningkat sebesar 0,591 satuan. Karena nilai koefisien regresi bernilai positif dengan nilai signifikansi sebesar 0,311 yang lebih besar dari 0,05 hal ini berarti bahwa variabel *Collateral Assets* secara parsial tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen. **Dengan demikian H8 diterima.** Hal ini sejalan dengan penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Fauz dan Rosidi (2011), Pujiastuti (2012), dan Rosdini (2010) yang menunjukkan hasil *Collateral Assets* berpengaruh positif secara signifikan terhadap kebijakan dividen. Namun berbeda dengan penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Cholifah (2014) yang menunjukkan hasil *Collateral Assets* tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Hasil penelitian ini dapat diindikasikan bahwa semakin tinggi *Collateral Assets* semakin tinggi pula tingkat proteksi kreditor menerima pembayaran mereka. Perusahaan yang menggunakan *Collateral Assets* berarti laba yang diperoleh juga harus ditahan guna membayar hutang. Hal ini tentunya akan mempengaruhi pembagian dividen kepada investor karena pembayaran dividen akan kecil dan berdampak pada laba perusahaan di masa mendatang. *Retained Earning* yang merupakan agunan bertujuan untuk

mengamankan utang kreditor. Oleh karena itu kemampuan perusahaan dalam membayar kewajibannya adalah penentu bagi investor dalam mengambil keputusan dalam menanamkan sahamnya. Perusahaan juga harus mempertimbangkan dari berbagai aspek agar kebijakan dalam pengambilan keputusan dalam pembagian dividen tepat.

#### **Pengaruh *Retained Earning* terhadap Kebijakan Dividen**

Hasil perhitungan statistik *retained earning* pada output SPSS menunjukkan angka koefisien regresi (b)  $\beta_9$  sebesar 0,002. Angka ini mengandung arti bahwa setiap penambahan 1 satuan tingkat *retained earning*/RE (Y1), maka kebijakan dividen /DPR (Y2) akan meningkat sebesar 0,002 satuan. Karena nilai koefisien regresi bernilai positif dengan nilai signifikansi sebesar 0,838 > 0,05 hal ini berarti bahwa variabel *retained earning* secara parsial tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen. **Dengan demikian H9 diterima.** Dari hasil penelitian dapat diindikasikan bahwa dalam mengambil keputusan tentang laba ditahan perusahaan merupakan sumber tambahan modal sendiri yang terbesar dan terpenting untuk pertumbuhan perusahaan sehingga perusahaan harus sangat berhati-hati dalam mengambil keputusan karena sangat berpengaruh terhadap pembagian dividen. Aset tetap akan mengalami depresiasi terus menerus sampai nilainya nol atau nilai residu dan aset tetap harus diganti dan itu membutuhkan dana yang besar. Jadi jika laba yang ditahan terlalu banyak maka itu bisa menandakan perusahaan tidak melakukan kegiatan investasi. Selain itu semakin banyak laba yang ditahan maka dividen yang dibayarkan ke pemegang saham semakin sedikit. Jika dividen yang dibayarkan perusahaan ke pemegang saham sedikit, maka investor enggan untuk menanamkan modalnya di perusahaan dan bisa saja menjual sahamnya artinya perusahaan kehilangan modal yang penting untuk operasional perusahaan.

#### **Pengaruh Arus Kas Bebas melalui *Retained Earning* terhadap Kebijakan Dividen**

Pada hasil output SPSS menunjukkan Beta yang dihasilkan dari pengaruh interaksi  $X_1Y_2$  terhadap  $Y_1$  dengan hasil negatif sebesar -0,451. Yang berarti bahwa *intervening* dari  $Y_2$  memperlemah pengaruh dari  $X_1$  ke  $Y_1$ . Meskipun memperlemah tetapi berpengaruh secara signifikan dengan nilai sebesar  $0,032 < 0,05$ . Hal ini menunjukkan bahwa variabel *retained earning* bukanlah variabel perantara yang mampu meng-*intervening* sertamempengaruhi variabel arus kas bebas terhadap kebijakan dividen. **Dengan demikian H10 ditolak.**

### **Pengaruh Kebijakan Pendanaan melalui *Retained Earning* terhadap Kebijakan Dividen**

Pada hasil output SPSS menunjukkan Beta yang dihasilkan dari pengaruh interaksi  $X_2Y_2$  terhadap  $Y_1$  dengan hasil negatif sebesar  $-0,161$ . Yang berarti bahwa *intervening* dari  $Y_2$  memperlemah pengaruh dari  $X_2$  ke  $Y_1$ . Meskipun memperlemah tetapi tidak berpengaruh secara signifikan dengan nilai sebesar  $0,440 > 0,05$ . Hal ini menunjukkan bahwa variabel *retained earning* bukanlah variabel perantara yang mampu meng-*intervening* sertamempengaruhi kebijakan pendanaan terhadap kebijakan dividen. **Dengan demikian H11 ditolak.**

### **Pengaruh Profitabilitas yang Dimediasi *Retained Earning* terhadap Kebijakan Dividen**

Pada hasil output SPSS menunjukkan Beta yang dihasilkan dari pengaruh interaksi  $X_3Y_2$  terhadap  $Y_1$  dengan hasil positif sebesar  $0,013$ . Yang berarti bahwa *intervening* dari  $Y_2$  memperkuat pengaruh dari  $X_3$  ke  $Y_1$ . Meskipun memperkuat sekalipun tetapi variabel *intervening* tidak mempengaruhi secara signifikan dengan nilai sebesar  $0,957 > 0,05$ . Hal ini menunjukkan bahwa variabel *retained earning* bukanlah variabel perantara yang mampu meng-*intervening* sertamempengaruhi profitabilitas terhadap kebijakan dividen. **Dengan demikian H12 ditolak.**

### **Pengaruh *Collateral Assets* yang Dimediasi *Retained Earning* terhadap Kebijakan Dividen**

Pada hasil output SPSS menunjukkan Beta yang dihasilkan dari pengaruh interaksi  $X_4Y_2$  terhadap  $Y_1$  dengan hasil positif sebesar  $0,030$ . Yang berarti bahwa *intervening* dari  $Y_2$  memperkuat pengaruh dari  $X_4$  ke  $Y_1$ . Meskipun memperkuat tetapi tidak berpengaruh secara signifikan dengan nilai sebesar  $0,881 > 0,05$ . Hal ini menunjukkan bahwa variabel *retained earning* bukanlah variabel perantara yang mampu meng-*intervening* sertamempengaruhi profitabilitas terhadap kebijakan dividen. **Dengan demikian H13 ditolak.**

## **PENUTUP**

### **Kesimpulan**

Penelitian ini bertujuan untuk menguji dampak arus kas bebas, kebijakan pendanaan, profitabilitas, dan *collateral assets* terhadap kebijakan dividen, serta pengaruh *retained earning* sebagai variabel *intervening*. Berdasarkan analisis data dan pembahasan terhadap 7 perusahaan sampel dari tahun 2013-2017 dengan 35 pengamatan maka dapat disimpulkan bahwa kebijakan pendanaan, profitabilitas dan *collateral assets* berpengaruh positif dan signifikan terhadap *retained earning*. Kemudian arus kas bebas, kebijakan pendanaan dan *collateral assets* juga berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen. akan tetapi arus kas bebas berpengaruh

negatif signifikan terhadap *retained earning* dan profitabilitas berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan dividen. selanjutnya untuk *retained earning* yang memediasi arus kas bebas, kebijakan pendanaan, profitabilitas dan *collateral asset* terhadap kebijakan dividen tidak mampu mempengaruhi secara positif sehingga *retained earning* bukanlah variabel penentu yang mempengaruhi keputusan dalam pembagian dividen.

### **Keterbatasan**

Penelitian ini memiliki beberapa keterbatasan yang mungkin dapat menimbulkan gangguan terhadap hasil penelitian, diantaranya adalah :

- a) Dalam penelitian ini hanya terbatas pada penggunaan 7 sampel dari perusahaan Manufaktur khususnya Sektor Industri Barang Konsumsi, karena perusahaan Manufaktur yang paling mendekati dengan lingkungan, memiliki laporan keuangan dengan banyak variabel dan kriteria serta merupakan sektor industri terbesar di Bursa Efek Indonesia, sehingga tidak mencerminkan reaksi dari pasar modal secara keseluruhan.
- b) Dalam penelitian ini hanya meneliti Sektor Industri Barang konsumsi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dengan periode pengamatan selama 5 tahun (2013-2017). Penelitian ini hanya terbatas periode penelitian yang relatif singkat, maka peneliti selanjutnya sebaiknya dapat mengembangkan hasil penelitian dengan menambahkan sektor industri lainnya sebagai sampel, serta memperpanjang periode penelitian agar memperoleh hasil yang lebih akurat dan memiliki cakupan yang lebih luas.

### **Penelitian di Masa Yang Akan Datang**

Pada penelitian kali ini hasil pengujian variabel *intervening* dengan analisis jalur dan uji *Sobel Test*. Untuk penelitian selanjutnya agar bisa menggunakan variabel *intervening* lainnya atau penggunaan variabel *Retained Earning* sebagai variabel *intervening* untuk mengetahui pengaruh positif yang akan muncul terhadap kebijakan dividen atau bisa menggunakan nilai perusahaan sebagai variabel *intervening*. Bagi peneliti selanjutnya, diharapkan dapat menambah faktor pengukuran dan rasio keuangan dengan variabel lain yang dapat mempengaruhi kebijakan dividen yang ditunjukkan dengan *Dividend Payout Ratio* (DPR) dengan faktor lainnya selain dari yang penulis teliti dalam penelitian ini seperti kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, likuiditas, *size*, *growth* dan lain sebagainya. Menurut peneliti, mungkin akan didapat

hasil yang berbeda jika menggunakan variabel perantara lain. Oleh karena itu pada penelitian selanjutnya disarankan untuk menggunakan faktor eksternal atau penggunaan variabel independen lainnya yang mempengaruhi kebijakan dividen dengan model penelitian yang memadai. Penelitian ini hanya memakai *Retained Earning* dan *Dividend Payout Ratio* yang bersifat subyektif sebagai proksi dari salah satu kinerja keuangan, oleh karena itu hasil penelitian ini belum mencerminkan pengaruh kinerja keuangan seutuhnya. Peneliti selanjutnya dapat menambahkan variabel lain yang mungkin akan menunjukkan pengaruh lebih terhadap kebijakan dividen.

### Saran

Berdasarkan hasil penelitian, analisis, dan interpretasi data serta simpulan maka ada beberapa saran yang diharapkan dapat bermanfaat bagi berbagai pihak yang memiliki kepentingan dengan hasil penelitian ini yaitu :

1. Bagi perusahaan, khususnya perusahaan Manufaktur Sektor Industri Barang konsumsi untuk lebih meningkatkan kinerja keuangan dalam menghasilkan laba karena investor cenderung menyukai perusahaan dengan kinerja keuangan yang sehat dan juga dapat menghasilkan laba yang stabil dan cenderung meningkat. Hal ini tentunya sangat penting guna mencegah hilangnya kepercayaan dari para investor maupun publik. Dengan nilai perusahaan yang tinggi pula maka perusahaan akan lebih mudah memperoleh modal eksternal untuk kepentingan ekspansi usaha.
2. Bagi investor, diharapkan hasil dari penelitian ini dapat memberikan informasi dalam pengambilan keputusan yang tepat sehubungan dengan investasinya pada pasar modal yang mengharapkan *return* dari dividen. maka sebaiknya mempertimbangkan faktor-faktor kebijakan dividen baik faktor internal perusahaan maupun faktor eksternal perusahaan. Karena hal ini secara tidak langsung akan mempengaruhi keuntungan yang diperoleh dalam melakukan investasi.

### DAFTAR PUSTAKA

- Sulistyowati, I., A. Ratna dan T. Hesti. 2010. Pengaruh Profitabilitas, Leverage, dan *Growth*, terhadap Kebijakan Dividen dengan *Good Corporate Governance* Sebagai *Variable Intervening*. *Jurnal Simposium Nasional Akuntansi XIII*. Purwokerto.
- Suci, Rizky I. W. 2016. Pengaruh arus kas bebas, kebijakan pendanaan, profitabilitas, *collateral assets* terhadap kebijakan dividen. *Jurnal Ilmu dan Riset Akuntansi*. Vol. 5 no. 2, Februari : hal. 1-17.
- Sugiarto, Melanie. 2011. Pengaruh Struktur Kepemilikan dan Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan dengan Kebijakan Hutang Sebagai Variabel Intervening. *Jurnal Akuntansi Kontemporer*. Vol. 3 no. 1, Januari : hal. 1-25.
- Kadir, A. 2010. Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Dividen pada Perusahaan *Credit Agencies Go Public* di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Manajemen dan Akuntansi*. 11.
- Jannati, Attina. 2011. Pengaruh Profitabilitas, *Leverage*, dan *Growth* Terhadap Kebijakan Dividen. *Jurnal Ilmu dan Riset Akuntansi*. Vol. 5 no. 1, Januari : hal. 1-20.
- Nugraha, Bramantya Adi. 2014. Analisis Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, DER, dan ROA terhadap Nilai Perusahaan Pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia Periode 2010-2012. *Jurnal Ilmu dan Riset Akuntansi*. Vol. 4, Januari : hal. 1-15.
- Winarno. 2015. Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Profitabilitas Perusahaan Manufaktur Yang *Listed* di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Ilmu dan Riset Akuntansi*. Universitas Negeri Yogyakarta.
- Mardiyati, dkk. 2012. "Pengaruh Kebijakan Dividen, Kebijakan Hutang dan Profitabilitas Terhadap Nilai Perusahaan Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2005-2010". *Jurnal Riset Manajemen Sains Indonesia (JRMSI)*, Vol. 3, No. 1.
- Bansaleng, Resky D.V., Parengkuan Tommy dan Ivonne S. Saerang. 2014. Kebijakan Utang, Struktur Kepemilikan dan Profitabilitas terhadap Kebijakan Dividen pada Perusahaan *Food and Beverage* di BEI. *Jurnal EMBA*, (Online), II (3): 817-830. ISSN 2303-1174.
- Auditta, I Gede, Sutrisno, dan M. Achsin. 2014. Pengaruh *Agency Cost* terhadap Kebijakan Dividen. *Jurnal Aplikasi*

- Manajemen, (Online)*, XII (2): 284-294. ISSN: 1693-5241.
- Sandy, A. 2013. Pengaruh Profitabilitas dan Likuiditas terhadap Kebijakan Dividen Kas pada Perusahaan Otomotif. *Jurnal Ilmu dan Riset Akuntansi*. 1 (1): 58-76.
- Martono dan Harjito, A. 2010. *Manajemen Keuangan*. EKONISIA. Edisi pertama. Yogyakarta.
- Devi, Ni Putu Yunita, dan Ni Made Adi Erawati. 2014. Pengaruh Kepemilikan Manajerial, *Leverage*, dan Ukuran perusahaan pada Kebijakan Dividen Perusahaan Manufaktur. *E-Jurnal Akuntansi*. Universitas Udayana, (Online), XI (3): 709-716. ISSN: 2302-8556.
- Fauzi, Mohammad Nur dan Suhadak. (2015). Pengaruh Kebijakan Dividen dan Pertumbuhan Perusahaan terhadap Struktur Modal dan Profitabilitas (Studi pada Sektor Mining yang Terdaftar di BEI Periode 2011-2013). *Jurnal Administrasi Bisnis (JAB)*, (Online), XXIV (1): 1-10.
- Maftukhah, Ida. 2013. Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, dan Kinerja Keuangan sebagai Penentu Struktur Modal Perusahaan. *Jurnal Dinamika Manajemen, (Online)*, IV (1): 69-81. ISSN: 2337-5434.
- Mahadianto, Moh. Yudi dan Adi Setiawan. 2013. Analisis Parametrik Dependensi dengan Program SPSS. Jakarta: Raja Grafindo Persada.
- Prihandini, Wiwiek. (2012). Pajak Badan Dan Kebijakan Dividen: Dalam Perspektif *Corporate Governance* Studi pada Perusahaan yang tercatat pada BEI dan JII 2010. *Jurnal Ekonomi & Bisnis Islam, (Online)*, VI (2). ISSN 1907-9109.
- Puspita, Gita Cahaya dan Rohmawati Kusumaningtias. 2010. Pengaruh Struktur Aktiva, Profitabilitas, Kebijakan dividen terhadap Struktur Modal pada Perbankan yang Terdaftar di BEI pada tahun 2005-2009. *Jurnal Akuntansi AkruaI, (Online)*, II (1). ISSN: 2085-9643.
- Sumani, dan Lia Rachmawati. 2012. Analisis Struktur Modal dan Beberapa Faktor yang Mempengaruhinya pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Ekonomi, Manajemen dan Bisnis (EMAS), (Online)*, VI (1): 30-41.
- Ritha, Henny dan Eko Koestiyanto. 2013. Faktor-faktor yang mempengaruhi Dividend Payout Ratio (DPR). *e-Jurnal Manajemen dan Bisnis, (Online)*, I (1): 1-15. ISSN 23550244.
- Rachmad, Anggie Noor dan Dul Muid. 2013. Pengaruh Struktur Kepemilikan, *Leverage* dan ROA terhadap Kebijakan Dividen (Studi Empiris pada Perusahaan Non keuangan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia). *Diponegoro Journal of Accounting, (Online)*, II (3): 1-11. ISSN (Online): 2337-3806.
- Puteri, Feisy Christina, Ari Budi Kristanto dan Paskah Ika Nugroho. 2012. Analisis Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Kebijakan Dividen. *Proceedings of Conference In Business, Accounting and Management (CBAM)*. UNISSULA, (Online), I (1): 269282.
- Swastyastu, Made Wiradharma, Gede Adi Yuniarta, dan Anantawikrama Tungga Atmadja. 2014. Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan *Dividend Payout Ratio* (DPR) yang Terdaftar di BEI. *e-Journal SI Ak Universitas Pendidikan Ganesha Jurusan Akuntansi Program SI, (Online)*, II (1): 1-12.
- Yudantho, S., & S. A. 2013. Pengaruh *Net Profit Margin, Return On Asset, Return On Equity, Earning Per Share* Terhadap Kebijakan Dividen (Studi Pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia). *Jurnal Ilmiah Mahasiswa FEB*.
- Aries Heru Prasetyo. 2011. Valuasi Perusahaan. PPM : Jakarta Pusat.
- Gujarati, Damodar dan Dawn C. Porter. 2012. *Dasar-dasar Ekonometrika*. Jakarta : Erlangga.
- Husnan dan Pudjiastuti, 2012. *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan* (6 th ed).Yogyakarta: UPP
- Subramanyam, K R dan Wild, J John. 2010. *Analisis Laporan Keuangan*. Salemba Empat : Jakarta.

- Refra, Erviliana dan Maria C. Widiastuti. 2014. Pengaruh *Profitability, Firm Size, Tax, Investment Opportunities, Life Cycle Stage* terhadap *Dividend Policy* pada Industri Manufaktur di Indonesia. *e-Journal Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Trisakti, (Online)*, 1 (2): 84-105. ISSN: 2339-0824.
- Cahyaningdyah, D. & Ressany, Y. D. 2012. Pengaruh Kebijakan Manajemen Keuangan Terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Dinamika Manajemen*. Vol. 3 (1).
- Kusumajaya. 2011. Pengaruh Struktur Modal dan Pertumbuhan Perusahaan terhadap Profitabilitas dan Nilai Perusahaan pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Akuntansi*.
- Mardiyati, Umi., Ahmad. Gatot Nazir., Putri, Ria., 2012. Pengaruh Kebijakan Dividen, Kebijakan Hutang dan Profitabilitas terhadap Nilai Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) Periode 2005-2010. *Jurnal Riset Manajemen Sains Indonesia (JRMSI)*. volume 3 nomor 1, halaman 1 -17.
- Sari, O. T. 2013. Pengaruh Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan dan Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan. *Management Analysis Journal*. 2.
- Modigliani, F. & Miller, M.H. 1963. *Corporate Income Taxes and The Cost OF Capital : A Correction. The American Economic Review*. 53 (3) : 433-443.
- Sukirni, Dwi. 2012. Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Kebijakan Dividen, dan Kebijakan Hutang Analisis terhadap Nilai Perusahaan. *Accounting Analysis Journal*. Universitas Negeri Semarang. Volume 2 nomor 1, halaman 1 – 12.
- Widanaputra. 2010. Pengaruh Konflik Keagenan Mengenai Kebijakan Dividen terhadap Konservatisme Akuntansi. *Jurnal Aplikasi Manajemen*. Universitas Udayana. Volume 8 nomor 2, halaman 3.
- Yadnyana, I.K dan N. W. A. E. Wati. 2011. “Struktur Kepemilikan, Kebijakan Dividen dan Nilai Perusahaan Manufaktur yang Go Public”. *Jurnal Keuangan dan Pebankan*. Vol. XV, No. 1, h. 58-65.
- Agus Sartono. 2010. Manajemen Keuangan: Teori dan Aplikasi, Edisi Keempat. Cetakan Keempat. Yogyakarta; BPFE Yogyakarta.
- Arie Afzal dan Abdul Rohman. 2012. Pengaruh Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan, Dan Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Akuntansi Diponegoro*. Vol. 1, No. 2: 1-9.
- Indonesian Capital Market Directory (ICMD)*. 2013-2017. Jakarta: PT Bursa Efek Indonesia.
- Umi Mardiyati. 2012. Pengaruh Kebijakan Dividen, Kebijakan Hutang dan Profitabilitas Terhadap Nilai Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia (BEI) Periode 2005-2010. *Jurnal Riset Manajemen Sains Indonesia (JRMSI)*. Vol. 3, No.1: 1-17.
- Kadir, Abdul. 2010. Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Dividen pada Perusahaan *Credit Agencies Go public* di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Manajemen dan Akuntansi*. Vol. 11, No.1.

