

ANALISIS FAKTOR YANG MEMPENGARUHI KEBIJAKAN DIVIDEN DENGAN UKURAN PERUSAHAAN SEBAGAI VARIABEL MODERASI

Dian Octaviani* & Rini Tri Hastuti

Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Tarumanagara, Jakarta, Indonesia

*Email: Dian.125180230@stu.untar.ac.id & rinih@fe.untar.ac.id

Abstract:

This study aims to examine the effect of free cash flow, leverage, and liquidity on dividend policy with firm size as moderating. The research data that is processed is from the financial statements of 2018 – 2020 on Manufacturing Companies that are legally registered on the IDX. Data samples were taken by purposive sampling. Data processing and analysis using multiple linear regression with the help of SPSS 25 program. The results showed that free cash flow had a positive and significant effect on dividend policy, leverage had an insignificant negative effect on dividend policy, liquidity had an insignificant positive effect on dividend policy. Moderation results show that firm size is not a moderating variable of the effect of free cash flow, leverage, and liquidity on dividend policy.

Keywords: Free Cash Flow, Leverage, Liquidity, Dividend Policy

Abstrak:

Penelitian ini bertujuan menguji pengaruh *free cash flow*, *leverage*, dan likuiditas terhadap kebijakan dividen dengan ukuran perusahaan sebagai moderasi. Data penelitian yang diolah adalah dari laporan keuangan tahun 2018 – 2020 pada Perusahaan Manufaktur yang terdaftar secara sah di BEI. Sampel data diambil secara *purposive sampling*. Olah data dan analisis dengan regresi linear berganda dengan bantuan program SPSS 25. Hasil penelitian menunjukkan bahwa *free cash flow* berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen, *leverage* berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap kebijakan dividen, likuiditas berpengaruh positif tidak signifikan terhadap kebijakan dividen. Hasil moderasi menunjukkan ukuran perusahaan bukan variabel moderasi pengaruh *free cash flow*, *leverage*, dan likuiditas terhadap kebijakan dividen.

Kata kunci: Free Cash Flow, Leverage, Likuiditas, Kebijakan Dividen

Pendahuluan

Kebijakan dividen merupakan isu yang menarik untuk dikaji, karena kebijakan tersebut akan memenuhi ekspektasi investor terhadap dividen, namun di sisi lain tidak boleh menghambat pertumbuhan perusahaan. Banyak perusahaan yang sudah berkembang dan memiliki keuntungan yang besar. Sehingga menarik pemegang saham untuk melakukan investasi dengan harapan mendapatkan keuntungan berupa dividen

(Sari & Masdupi, 2019) Dividen merupakan sinyal dari perusahaan bahwa investor percaya bahwa perusahaan memiliki prospek masa depan yang baik (Nurchaqqi & Suryarini, 2018). Kebijakan pembayaran dividen merupakan keputusan keuangan yang penting karena berperan dalam menentukan nilai uang yang harus dibagikan kepada pemegang saham sebagai keuntungan atau diinvestasikan kembali secara internal (Hudiwijono et al., 2018).

Data Indeks *IDX High Dividen 20* dari Februari 2019 hingga Januari 2020 menunjukkan jumlah emiten perusahaan manufaktur yang terdaftar di *IDX High Dividend 20 Index* menempati urutan kedua setelah industri keuangan (Bursa Efek Indonesia, 2021). Contoh perusahaan industri sektor manufaktur yang berlangganan membagikan dividen, misalnya emiten produsen rokok HMSP berada di peringkat kelima torehan *dividend yield* paling tinggi pada 2019, yakni 5,70%. Unilever Indonesia (UNVR) menetapkan membagikan dividen buat pemegang sahamnya senilai Rp 7,13 triliun dari laba bersih 2020. Produsen dan distributor pupuk SAMF akan membagikan dividen tunai Rp 89,28 miliar atau Rp 17,42 per saham. MARK, emiten yang bergerak di bidang pembuatan mesin cetak manual keramik, akan membagikan dividen tunai sebesar Rp 57 miliar untuk 3,8 miliar saham perusahaan atau Rp 15 per saham (CNBC Indonesia, 2021).

Fenomena lain ternyata terdapat beberapa perusahaan yang memutuskan untuk tidak membagikan dividen, seperti PT Impack Pratama Industri Tbk (IMPC), menyatakan laba bersih perusahaan untuk tahun buku yang berakhir pada 31 Desember 2019 adalah sebesar Rp . 103,7 miliar yuan tidak membagikan dividen tunai kepada semua pemegang saham, dan laba bersih dimasukkan dalam laba ditahan untuk meningkatkan modal kerja perusahaan dikarenakan demi menjaga kekuatan neraca modal dan menjadi tekad perseroan agar bisa melewati krisis ini dengan baik, serta menjadikan perseroan lebih kuat dan andal di masa mendatang (Industri.kontan.co.id, 2020).

Fenomena di atas menunjukkan penerapan kebijakan dividen bervariasi antar perusahaan. Faktanya, tidak semua perusahaan membagikan dividen secara teratur. Walaupun perusahaan memperoleh keuntungan yang banyak, tidak ada jaminan bahwa perusahaan akan membagikan dividen kepada pemegang saham. Hal ini karena pada kenyataannya, beberapa perusahaan lebih bersedia menggunakan keuntungan tersebut untuk mendanai kegiatan operasional dan memperluas skala perusahaan (Sartono, 2015: 281).

Secara kajian terdahulu juga masih menunjukkan kesimpulan yang belum konsisten mengenai faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen. Sebagian penelitian mengatakan bahwa *free cash flow*, *leverage* dan likuiditas berpengaruh signifikan dan positif atau negatif terhadap kebijakan dividen (Nurchaqqi & Suryarini, 2018; Trisna & Gayatri, 2019; Wahyuni & Badera, 2020) dan masih terdapat beberapa penelitian yang mengatakan hal yang berlawanan sehingga masih terdapat hasil yang belum konsisten (Anisah & Fitria, 2019; Hudiwijono et al., 2018; Lismawati & Suryanto, 2017; Masdupi & Sari, 2020). Dengan tujuan untuk menangani ketidakkonsistenan hasil penelitian sebelumnya, maka dilakukan penelitian lebih lanjut mengenai pengaruh *free cash flow*, *leverage* dan likuiditas terhadap kebijakan dividen dengan ukuran perusahaan sebagai variabel moderasi agar diperoleh hasil terbaru yang lebih akurat untuk membuktikan konsistensi hasil penelitian terdahulu.

Kajian Teori

Agency Theory (Teori Keagenan). Teori keagenan pada dasarnya berhubungan dengan adanya kepentingan antara principal (pemegang saham) dengan agen (manajemen perusahaan) (Jensen & Meckling, 1976). Teori keagenan percaya bahwa dividen dapat digunakan sebagai metode pengendalian alternatif ketika persyaratan kepemilikan atau tata kelola yang tidak menguntungkan pemegang saham dan dividen mendorong manajer untuk menggunakan sumber daya yang tersedia secara lebih efektif. Sebagai mekanisme disiplin dan pengawasan, dividen dirancang untuk mengurangi biaya agensi ekuitas (Lismawati & Suryanto, 2017).

Signaling Theory (Teori Sinyal). Teori sinyal menjelaskan bahwa informasi pembagian dividen yang diberikan perusahaan kepada investor dianggap sebagai sinyal positif, bahwa perusahaan dalam keadaan yang baik dan akan memberikan keuntungan kepada pemegang saham (Nurchaqqi & Suryarini, 2018). Pemegang saham akan memaknai kenaikan dividen perusahaan sebagai sinyal arus kas manajemen yang lebih baik di masa depan. Sebaliknya, pengurangan pembayaran dividen ditafsirkan sebagai ekspektasi terbatas manajer atas arus kas masa depan (Brigham & Houston, 2019).

Bird in The Hand Theory. *Bird in The Hands Theory* merupakan teori yang menyatakan bahwa kebijakan dividen dapat mempengaruhi nilai perusahaan atau biaya modal. Alasannya karena adanya ketidakpastian tentang arus kas di masa mendatang (Brigham & Houston, 2019: 122). Hal ini dikarenakan investor lebih suka menerima dividen dari pada *capital gains*. Investor percaya bahwa risiko dividen kecil, sehingga investor lebih bersedia menerima uang tunai sekarang daripada berharap menerima keuntungan modal di masa depan yang tidak pasti. Pada saat yang sama, karena ketidakpastian arus kas masa depan perusahaan, beberapa investor lebih memilih untuk membayar dividen (Mehta, 2012).

Kebijakan Dividen. Kebijakan dividen adalah kebijakan yang diambil oleh manajemen perusahaan untuk memutuskan untuk membayar sebagian keuntungan perusahaan dalam bentuk dividen kepada pemegang saham daripada menahannya sebagai laba ditahan (Kieso et al., 2013: 185). Kebijakan dividen diprosikan dengan *dividend payout ratio* (DPR) (Trisna & Gayatri, 2019), yang mencerminkan besarnya dividen yang harus dibagikan kepada pemegang saham. Semakin besar DPR akan semakin besar dividen yang dibagikan kepada pemegang saham (Jogiyanto, 2017: 89).

Free Cash Flow. *Free cash flow* (arus kas bebas) adalah arus kas yang dapat digunakan untuk cadangan modal, yang dapat digunakan untuk reinvestasi setelah memenuhi semua kebutuhan bisnis (Anisah & Fitria, 2019). Arus kas bebas adalah arus kas yang tersisa dalam aktivitas pendanaan semua proyek yang menghasilkan *net present value* (NPV) positif, yang digunakan untuk mendanai berbagai kebutuhan proyek yang telah direncanakan (Trisna & Gayatri, 2019).

Leverage. *Leverage ratio* adalah rasio yang menggambarkan kemampuan perusahaan untuk memenuhi seluruh kewajibannya (Hery, 2016: 142). *Leverage ratio* menggambarkan ketergantungan perusahaan kepada sumber dana dari luar atau ketergantungan pada utang (Noor, 2014: 200), sehingga rasio ini digunakan untuk mengukur sejauh mana aset perusahaan dibiayai oleh utang (Kasmir, 2018: 151). Pada dasarnya *leverage* merupakan rasio yang menunjukkan kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban pembayaran utangnya, apabila perusahaan dapat melunasi

utanganya tanpa kekurangan dana maka kinerja perusahaan dinilai baik yang akan memberikan kepercayaan investor untuk menanamkan modalnya pada perusahaan tersebut. Oleh karena itu, untuk mengukur *leverage* dapat diukur dengan *Debt to Asset Ratio* (DAR) (Trisna & Gayatri, 2019).

Likuiditas. Rasio likuiditas digunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajibannya pada saat jatuh tempo, termasuk kewajiban kepada pihak di luar perusahaan (likuiditas entitas perusahaan) dan di dalam perusahaan (likuiditas perusahaan) (Besley & Brigham, 2011: 218). Likuiditas dapat diprosikan dengan menggunakan *current ratio*/CR (Wahyuni & Badera, 2020). *Current ratio* (CR) menunjukkan kemampuan perusahaan membayar kewajiban jangka pendeknya dengan aktiva lancar yang dimilikinya (Sumantri & Candraningrat, 2014). Semakin rendah nilai *current ratio*, maka menunjukkan ketidakmampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban (Yurinawati & Andayani, 2017).

Ukuran Perusahaan. Ukuran perusahaan merupakan gambaran besar kecilnya perusahaan yang dilihat dari total asset yang dimiliki oleh perusahaan (Yurinawati & Andayani, 2017). Ukuran perusahaan berkaitan dengan fleksibilitas dan kemampuan perusahaan untuk memperoleh modal dan laba dengan melihat pertumbuhan penjualan perusahaan. Kemampuan perusahaan untuk membayar dividen dapat menunjukkan kepada investor bagaimana perusahaan mengelola dananya untuk membayar utang jangka pendek (Wahyuni & Badera, 2020).

Kaitan Antar Variabel dan Pengembangan Hipotesis

Pengaruh *Free Cash Flow* terhadap Kebijakan Dividen. *Free cash flow* perusahaan tinggi maka akan menghasilkan dividen yang tinggi pula. Manajer dapat menguntungkan dirinya sendiri dengan kelebihan kas, sehingga perusahaan harus membayar dividen untuk mengurangi niat baik dan membentengi manajer dalam upaya menghabiskan lebih banyak uang untuk proyek yang sia-sia (Hudiwijono et al., 2018). Menurut teori keagenan, jika perusahaan memiliki arus kas bebas, manajer perusahaan akan ditekan oleh investor untuk membagikannya dalam bentuk dividen. Ini digunakan untuk mencegah manajemen menggunakan arus kas bebas untuk hal-hal yang tidak pantas (Trisna & Gayatri, 2019). Merujuk penelitian Trisna & Gayatri (2019), Wahyuni & Badera (2020), arus kas bebas memiliki dampak positif terhadap kebijakan dividen.

Ha₁: *Free cash flow* berpengaruh signifikan positif terhadap kebijakan dividen.

Pengaruh *Leverage* terhadap Kebijakan Dividen. Perusahaan dalam mengembangkan bisnis membutuhkan lebih banyak dana dan ketika dana tidak cukup, perusahaan akan melakukan utang (Safitri & Wulanditya, 2017). Menurut Trisna & Gayatri (2019), penggunaan utang yang berlebihan akan mengakibatkan pengurangan dividen, karena sebagian besar keuntungan dialokasikan sebagai cadangan untuk pembayaran utang. Semakin tinggi nilai utang perusahaan maka semakin rendah dividennya, karena keuntungan yang diperoleh perusahaan akan dialokasikan sebagai pembayaran utang. Namun jika nilai utang perusahaan rendah maka perusahaan akan membayarkan dividen yang tinggi. Asumsi tersebut didukung penelitian Trisna & Gayatri (2019) dan Masdupi & Sari (2020) bahwa *leverage* berpengaruh negatif dan signifikan pada kebijakan dividen.

Ha₂: *Leverage* berpengaruh signifikan negatif terhadap kebijakan dividen.

Pengaruh Likuiditas terhadap Kebijakan Dividen. Perusahaan yang memiliki likuiditas yang baik cenderung akan mudah membagikan dividen yang lebih tinggi kepada pemegang sahamnya. Hal ini dikarenakan perusahaan dengan likuiditas yang baik akan memiliki kas yang cukup, sehingga pengaruh likuiditas terhadap kebijakan dividen memiliki arah yang positif. Artinya, semakin tinggi likuiditas maka semakin tinggi pula kemampuan untuk membagi dividen (Wahyuni & Badera, 2020). Asumsi ini didukung hasil penelitian Nurchaqiqi & Suryarini (2018), Wahyuni & Badera (2020) menunjukkan likuiditas berpengaruh positif pada kebijakan dividen.

Ha₃: Likuiditas berpengaruh signifikan positif terhadap kebijakan dividen.

Ukuran Perusahaan Memperkuat Pengaruh *Free Cash Flow* Terhadap Kebijakan Dividen. Arus kas bebas perusahaan besar lebih tinggi daripada perusahaan kecil, sehingga dividen yang dibagikan perusahaan besar lebih besar daripada perusahaan kecil. Hal ini terjadi karena perusahaan besar memiliki arus kas yang positif, sehingga memiliki prospek jangka panjang yang baik, lebih stabil, dan menghasilkan keuntungan yang lebih banyak dibandingkan perusahaan kecil (Trisna & Gayatri, 2019). Hal ini menunjukkan bahwa ukuran perusahaan dapat memperkuat dampak arus kas bebas terhadap kebijakan dividen.

Ha₄: Ukuran perusahaan memperkuat pengaruh *free cash flow* terhadap kebijakan dividen

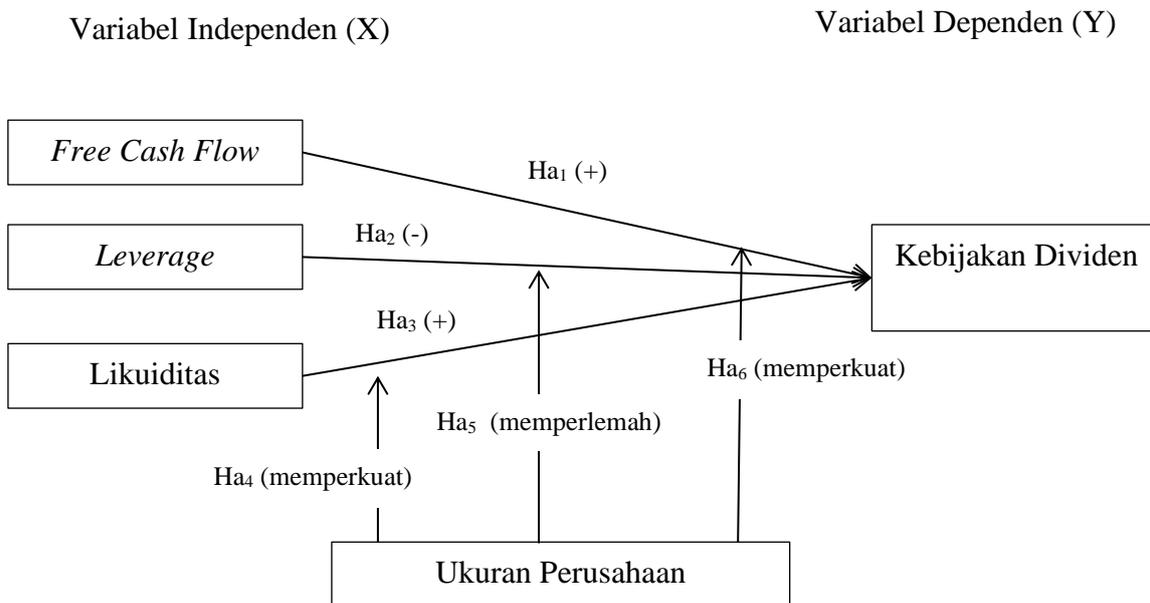
Ukuran Perusahaan Memperlemah Pengaruh *Leverage* Terhadap Kebijakan Dividen. Perusahaan besar seringkali dapat melunasi utangnya tanpa mempengaruhi pembayaran dividen, sedangkan perusahaan kecil akan mengurangi pembayaran dividennya karena peningkatan utang perusahaan akan mempengaruhi peningkatan biaya eksternal perusahaan. Perusahaan yang lebih besar memiliki kemampuan untuk menghasilkan keuntungan dari tahun ke tahun dan dapat meminimalkan risiko kerugian. Oleh sebab itu, kebijakan dividen yang dipengaruhi oleh *leverage* dapat diperlemah pengaruhnya oleh ukuran perusahaan. Hasil penelitian Trisna & Gayatri (2019) menguatkan asumsi ini bahwa ukuran perusahaan mampu memperlemah pengaruh *leverage* terhadap kebijakan dividen.

Ha₅: Ukuran perusahaan memperlemah pengaruh *leverage* terhadap kebijakan dividen.

Ukuran Perusahaan Memperkuat Pengaruh Likuiditas Terhadap Kebijakan Dividen. Perusahaan besar lebih *likuid* daripada perusahaan kecil karena permintaan saham yang tinggi. Likuiditas perusahaan yang tinggi dapat meyakinkan investor bahwa perusahaan mampu membayar dividen. Menurut Nur (2018), perusahaan besar dan dewasa akan dengan mudah memasuki pasar modal, sedangkan perusahaan baru dan kecil akan menghadapi banyak kesulitan ketika memasuki pasar modal. Kemudahan akses ke pasar modal cukup memungkinkan untuk memiliki fleksibilitas dan kemampuan untuk memperoleh dana yang lebih besar, sehingga perusahaan dapat memiliki tingkat pembayaran dividen yang lebih tinggi daripada perusahaan kecil. Dari uraian di atas, ukuran perusahaan telah memperkuat pengaruh likuiditas terhadap kebijakan dividen. Hasil penelitian Wahyuni & Badera (2020) menunjukkan ukuran perusahaan dapat memperkuat pengaruh likuiditas pada kebijakan dividen.

Ha₆: Ukuran perusahaan memperkuat pengaruh likuiditas terhadap kebijakan dividen

Kerangka Pemikiran



Gambar 1. Kerangka Pemikiran

Metodologi

Populasi seluruh perusahaan manufaktur yang terdaftar secara legal di Bursa Efek Indonesia (BEI) dari tahun 2018 -2020. Teknik pemilihan sampel dalam penelitian ini menggunakan teknik *purposive sampling*. Untuk lebih memudahkan pemahaman, pengukuran dan perolehan data sumber perlu dilakukan definisi operasional dari variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian ini. Tabel 1 menunjukkan definisi dari masing-masing variabel yang digunakan.

Tabel 1. Operasional Variabel

Variabel	Pengukuran	Skala
Dependen		
Kebijakan Dividen	$DPR = \frac{\text{Dividend per Share}}{\text{Earning per Share}}$	Rasio
Independen		
<i>Free cash flow</i>	$\text{Free Cash Flow} = \frac{OCF - (NCE + NWC)}{\text{Total Aset}}$	Rasio
<i>Leverage</i>	$DAR = \frac{\text{Total Utang}}{\text{Total Aset}}$	Rasio
Likuiditas	$CR = \frac{\text{Aktiva Lancar}}{\text{Kewajiban (Utang) Lancar}}$	Rasio
Moderasi		
Ukuran Perusahaan	Ukuran Perusahaan = Ln (Total Assets)	Rasio

Penelitian ini menggunakan model analisis regresi dengan variabel *moderating*, dilakukan melalui uji interaksi yang sering disebut dengan *Moderated Regression Analysis* (MRA). Bila persamaan persamaan nilai koefisien regresi β_3 memiliki tingkat signifikansi lebih kecil atau sama dengan 0,05 ($\alpha \leq 0,05$) maka ukuran perusahaan mampu bertindak sebagai variabel moderasi.

Hasil Uji Statistik

Analisis Statistik deskriptif. Variabel dependen kebijakan dividen (Y) dengan *proxy* DPR memiliki nilai *mean* adalah sebesar 0,4864 dan simpangan bakunya adalah sebesar 0,52542. *Free cash flow* mempunyai nilai *mean* sebesar -0,2417 dengan nilai simpangan baku atau *standard deviation* sebesar 0,26739. *Leverage* dengan menggunakan DAR dengan *mean* sebesar 0,3445 dan nilai simpangan baku sebesar 0,16145. Likuiditas dengan *proxy* CR nilai *mean* sebesar 3,1079 dan nilai simpangan bakunya adalah sebesar 2,24795. Variabel moderasi ukuran perusahaan dengan logaritma natural dari total asset, nilai *mean* sebesar 8,2578 dan nilai standar deviasinya adalah sebesar 1,52462.

Uji Normalitas. Dalam melakukan uji normalitas, digunakan uji statistik *non-parametric One Sample Kolmogorov Smirnov (K-S)*. Diketahui nilai normalitas nilai *asympt. sig (2-tailed)* sebesar $0,00 < 0,05$, maka dapat disimpulkan distribusi data pada *running 1* tidak normal. Hasil uji normalitas setelah *Running 2* (setelah *Outlier*) diketahui bahwa nilai *asympt. sig (2-tailed)* sebesar $0,057 > 0,05$, maka dapat disimpulkan distribusi data pada *running 2* berdistribusi normal.

Uji Asumsi Klasik. Hasil Uji Autokorelasi menunjukkan bahwa nilai *Durbin-Watson* adalah sebesar 1,412. Nilai tersebut terletak diantara -2 sampai +2 atau dengan persamaan yaitu $-2 < 1,412 < +2$ maka tidak terdapat autokorelasi baik positif maupun negatif. Uji multikolinearitas menunjukkan hasil nilai *tolerance* seluruh angka lebih besar dari 0,10 ($>0,10$). Nilai *VIF* eluruh angka tersebut kurang dari 10 (<10) maka tidak terjadi masalah multikolinearitas. Pengujian heteroskedastisitas menggunakan uji *Spearman's Rho* diperoleh setiap variabel penelitian memiliki nilai signifikansi > 0 , sehingga tidak ada masalah heteroskedastisitas.

Uji Sebelum Moderasi. Uji t guna mengetahui pengaruh secara parsial atau secara individu antara variabel *free cash flow* (X1), *leverage* (X2) dan likuiditas (X3) terhadap variabel kebijakan dividen (Y) dapat diamati dalam tabel di bawah ini.

Tabel 2. Hasil Uji Parsial (Uji t)

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	,463	,142		3,253	,002
	X1	,554	,154	,410	3,595	,001
	X2	-,074	,244	-,050	-,302	,763
	X3	,028	,023	,212	1,245	,216

a. Dependent Variable: Y

Sumber : Hasil *output* menggunakan program SPSS 25

Persamaan regresi berganda untuk penelitian ini, yaitu:

$$Y = 0,463 + 0,554X1 - 0,074X2 + 0,028X3$$

Keterangan:

Y : Kebijakan Dividen (DPR)

X1 : *Free Cash Flow*
 X2 : *Leverage (DAR)*
 X3 : *Likuiditas (CR)*

Uji Setelah Moderasi. Pengujian hipotesis keempat, kelima, dan keenam dilakukan dengan menggunakan Uji *Moderated Regression Analysis (MRA)* atau uji interaksi untuk mengetahui suatu variabel yang disajikan sebagai variabel moderasi dapat memperkuat atau memperlemah hubungan antara variabel bebas terhadap variabel terikat.

Tabel 3. Hasil Uji Moderasi

No	Variabel	Uji Moderasi	Nilai Sig.	Keterangan	Kesimpulan
1	FCF	Regresi	0,324	Tidak Signifikan	Tidak
		Interaksi	0,143	Tidak signifikan	Moderasi
2	<i>Leverage</i>	Regresi	0,087	Tidak Signifikan	Tidak
		Interaksi	0,694	Tidak signifikan	Moderasi
3	Likuiditas	Regresi	0,092	Tidak Signifikan	Tidak
		Interaksi	0,622	Tidak signifikan	Moderasi

Sumber : Hasil *output* menggunakan program SPSS 25 (Diolah)

Diskusi

Pengaruh *Free Cash Flow* terhadap Kebijakan Dividen. Hasil penelitian menunjukkan bahwa arus kas bebas berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen. Hal ini menunjukkan bahwa arus kas bebas perusahaan yang tinggi juga akan menyebabkan pembagian dividen yang tinggi. Merujuk pada penelitian Trisna & Gayatri (2019), Wahyuni & Badera (2020), perusahaan dengan arus kas yang tinggi juga harus membayar dividen yang tinggi. Perusahaan dengan arus kas bebas yang tinggi akan berusaha menurunkan biaya keagenan untuk membuktikan bahwa arus kas bebas perusahaan tidak akan disalahgunakan oleh pihak internal. Dengan membagikan dividen kepada pemegang saham, biaya agensi dapat diminimalkan. Hal yang berlainan ditunjukkan dalam penelitian Anisah & Fitria (2019), bahwa pengaruh arus kas bebas terhadap kebijakan pembayaran dividen tidak signifikan dan negatif, sedangkan Hudiwijono *et al.* (2018) menemukan pengaruh arus kas bebas terhadap kebijakan pembayaran dividen tidak signifikan dan positif.

Pengaruh *Leverage* terhadap Kebijakan Dividen. Hasil penelitian diketahui bahwa *leverage* tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Artinya, *leverage* tidak mampu secara signifikan menafsirkan atau memprediksi variabel kebijakan dividen. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian Lismawati & Suryanto (2017), bahwa perusahaan selalu membayar dividen terus menerus selama tahun pengamatan meskipun perusahaan memiliki tingkat utang yang tinggi karena kewajiban perusahaan untuk melunasi utang yang ada tidak dibiayai dari keuntungan (laba) perusahaan, tetapi dibiayai dari sumber eksternal. Hasil temuan ini tidak sejalan dengan penelitian Trisna & Gayatri (2019) dan Masdupi & Sari (2020) bahwa *leverage* berpengaruh negatif dan signifikan pada kebijakan dividen. Penelitian Nurhaqiqi & Suryarini (2018), Hudiwijono *et al.* (2018) menemukan *leverage* berpengaruh positif dan signifikan pada kebijakan dividen.

Pengaruh Likuiditas terhadap Kebijakan Dividen. Hasil penelitian menunjukkan likuiditas tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Hal ini menunjukkan bahwa besar kecilnya likuiditas suatu perusahaan tidak akan mempengaruhi besar kecilnya deviden yang akan dibagikan oleh perusahaan. Ketika perusahaan mampu memenuhi kewajiban jangka pendeknya, perusahaan belum tentu membagikan dividen kepada pemegang saham atau investor. Hasil penelitian ini mendukung penelitian Hudiwijono *et al.* (2018) bahwa pengaruh likuiditas terhadap kebijakan pembayaran dividen tidak signifikan dan negatif. Hasil berlainan ditunjukkan Nurhaqiqi & Suryarini (2018), Wahyuni & Badera (2020) menunjukkan likuiditas berpengaruh positif pada kebijakan dividen. Sementara hasil penelitian Masdupi & Sari (2020) menunjukkan likuiditas berpengaruh negatif pada kebijakan dividen.

Pengaruh *Free Cash Flow* Terhadap Kebijakan Dividen dengan Ukuran Perusahaan sebagai Moderasi. Hasil penelitian ukuran perusahaan tidak memainkan peran moderasi. Artinya ukuran perusahaan tidak dapat memperkuat atau memperlemah dampak arus kas bebas terhadap kebijakan dividen. Hasil ini bertentangan dengan penelitian Trisna & Gayatri (2019) bahwa perusahaan yang tergolong perusahaan besar memiliki arus kas bebas yang lebih tinggi daripada perusahaan yang tergolong perusahaan kecil, sehingga dividen yang dibagikan oleh perusahaan besar lebih besar daripada perusahaan kecil.

Pengaruh *Leverage* Terhadap Kebijakan Dividen dengan Ukuran Perusahaan sebagai Moderasi. Hasil penelitian menunjukkan ukuran perusahaan tidak berperan sebagai moderasi. Hasil ini menunjukkan bahwa ukuran perusahaan dan *leverage* tidak berinteraksi dengan keputusan kebijakan dividen. Hasil pengujian ini bertentangan dengan penelitian Trisna & Gayatri (2019) bahwa ukuran perusahaan mampu memperlemah pengaruh *leverage* terhadap kebijakan dividen.

Pengaruh Likuiditas Terhadap Kebijakan Dividen dengan Ukuran Perusahaan sebagai Moderasi. Hasil penelitian ukuran perusahaan tidak berperan sebagai moderasi. Ukuran perusahaan tidak dapat memperkuat atau memperlemah dampak likuiditas terhadap kebijakan dividen. Dampak dari penelitian ini tidak signifikan karena ukuran perusahaan yang digunakan tidak berbeda nyata antara perusahaan besar dan kecil. Hasil pengujian ini bertentangan dengan penelitian Wahyuni & Badera (2020), semakin besar perusahaan maka semakin banyak kas yang tersedia bagi perusahaan, sehingga kemampuan perusahaan untuk membayar hutang jangka pendek dan kemampuan perusahaan untuk membayar deviden juga semakin meningkat.

Penutup

Berlandaskan dari hasil pengujian yang telah dilakukan, ditemukan hasil bahwa *free cash flow* berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen, sementara *leverage* dan likuiditas berpengaruh tidak signifikan terhadap kebijakan dividen. Hasil uji moderasi menunjukkan ukuran perusahaan tidak memoderasi atau tidak dapat memperkuat atau memperlemah pengaruh *free cash flow*, *leverage*, dan likuiditas terhadap kebijakan dividen.

Penelitian ini tidak lepas dari keterbatasan dalam melakukan kajian, yang diharapkan dapat dikembangkan dan diperbaiki kembali dalam penelitian-penelitian

berikutnya. Berikut merupakan keterbatasan yang terdapat dalam penelitian ini: (1) variabel independen terbatas *free cash flow*, *leverage*, dan likuiditas, (2) subjek penelitian perusahaan Manufaktur, (3) tahun pengamatan tiga tahun 2018-2020, (4) tiap variabel baik bebas dan terikat hanya menggunakan satu pengukuran saja, (5) terdapat perbedaan atas hasil yang didapatkan dalam penelitian ini dengan jurnal utama yang digunakan.

Penelitian selanjutnya diharapkan: (1) dapat digunakan sektor yang berbeda sebagai perbandingan dan diharapkan mampu mendapatkan gambaran pasar yang lebih luas, (2) rentang periode waktu pengamatan dapat diperpanjang guna melihat kekonsistenan hasil penelitian sebelumnya, (3) dapat digunakan beberapa pengukuran lain atau menggunakan lebih dari satu pengukuran untuk variabel penelitian agar mendapatkan hasil yang lebih spesifik, (4) variabel bebas lainnya dapat digunakan mengukur pengaruhnya terhadap nilai suatu perusahaan, misalnya profitabilitas, struktur kepemilikan, *collateralizable assets*, *growth opportunity*, dan sebagainya, (5) penelitian selanjutnya dapat mengembangkan variabel intervening *Good Corporate Governance* dan/atau moderasi selain ukuran perusahaan, misalnya kepemilikan manajerial, likuiditas, dan sebagainya.

Daftar Rujukan/Pustaka

- Anisah, N., & Fitria, I. (2019). Pengaruh Profitabilitas, Free Cash Flow, dan Likuiditas Terhadap Kebijakan Dividen. *JAD: Jurnal Akuntansi dan Keuangan Dewantara*, 2(1), 53–61.
- Besley, S., & Brigham, E. F. (2011). *Principles of Finance*. South-Western: Cengage Learning.
- Brigham, E. F., & Houston, J. F. (2019). *Fundamentals of Financial Management 15 Edition*. USA: Cengage Learning.
- Bursa Efek Indonesia. (2021). Indeks Saham. Diambil 14 September 2021, dari <https://www.idx.co.id/produk/indeks/>
- CNBC Indonesia. (2021). Royal! 12 Emiten Ini Tebar Dividen, Jangan Kelewat Tanggalnya. Diambil 15 September 2021, dari <https://www.cnbcindonesia.com/market/20210603200354-17-250469/royal-12-emiten-ini-tebar-dividen-jangan-kelewat-tanggalnya/2>
- Hery. (2016). *Analisis Laporan Keuangan*. Jakarta: Grasindo.
- Hudiwijono, R. E. W., Aisjah, S., & Ratnawati, K. (2018). Influence of Fundamental Factors on Dividend Payout Policy: Study on Construction Companies Listed on Indonesian Stock Exchange. *Wacana*, 21(1), 20–26.
- Industri.kontan.co.id. (2020). Impack Pratama Industri (IMPC) tidak bagikan dividen tahun ini. Diambil 15 September 2021, dari <https://industri.kontan.co.id/news/impack-pratama-industri-impac-tidak-bagikan-dividen-tahun-ini>
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the Firm : Managerial Behavior , Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360.
- Jogiyanto, H. (2017). *Teori Portofolio dan Analisis Investasi* (10th ed.). Yogyakarta: BPFE.
- Kasmir. (2018). *Analisis Laporan Keuangan* (1 ed.). Depok: Rajawali Press.

- Kieso, D. E., Weygandt, J. J., & Warfield, T. D. (2013). *Intermediate Accounting* (15 ed.). United State of America: John Wiley & Sons.
- Lismawati, L., & Suryanto. (2017). Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Kebijakan Dividen: Ukuran Perusahaan Sebagai Pemoderasi. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, 19(1), 365–374.
- Masdupi, E., & Sari, I. P. (2020). Kebijakan Dividen Pada Perusahaan Manufaktur. *Jurnal Manajemen Strategi dan Simulasi Bisnis (JMASSBI)*, 1(1), 1–20.
- Mehta, A. (2012). An Empirical Analysis of Determinants of Dividend Policy - Evidence from the UAE Companies Mehta. *Global Review of Accounting and Finance*, 3(1), 18–31.
- Noor, H. F. (2014). *Investasi Pengelolaan Keuangan Bisnis dan Pengembangan Ekonomi Masyarakat*. Jakarta: Indeks.
- Nur, T. (2018). Pengaruh Profitabilitas Dan Likuiditas Terhadap Kebijakan Dividen Dengan Firm Size Sebagai Pemoderasi (Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Periode 2013-2017). *Esensi*, 21(2), 1–15.
- Nurchaqqi, R., & Suryarini, T. (2018). Effect of Leverage and Liquidity on Cash Dividend Policy with Profitability as Moderator Moderating. *Accounting Analysis Journal*, 7(1), 10–16. <https://doi.org/10.15294/aaj.v5i3.18631>
- Safitri, L. A., & Wulanditya, P. (2017). The effect of institutional ownership, managerial ownership, free cash flow, firm size and corporate growth on debt policy. *The Indonesian Accounting Review*, 7(2), 141–154. <https://doi.org/10.14414/tiar.v7i2.958>
- Sari, I. P., & Masdupi, E. (2019). Profil Kebijakan Dividen Perusahaan Manufaktur dan Determinannya. *Jurnal Kajian Manajemen dan Wirausaha*, 01(02), 44–49.
- Sartono, A. (2015). *Manajemen Keuangan: Teori dan Aplikasi*. Yogyakarta: BPFPE.
- Sumantri, P. A., & Candraningrat, I. R. (2014). Pengaruh Profitabilitas, Firm Size, Likuiditas Dan Leverage Terhadap Kebijakan Dividen Di BEI. *E--Jurnal Manajemen Universitas Udayana*, 3(8), 2295–2313.
- Trisna, I. K. E. R., & Gayatri. (2019). Ukuran Perusahaan Memoderasi Pengaruh Free Cash Flow dan Leverage Terhadap Kebijakan Dividen. *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana*, 26(1), 484–509.
- Wahyuni, M. D., & Badera, I. D. N. (2020). Ukuran Perusahaan Memoderasi Pengaruh Profitabilitas, Free Cash Flow, dan Likuiditas pada Kebijakan Dividen. *E-Jurnal Akuntansi*, 30(1), 1034–1048.
- Yurinawati, W., & Andayani. (2017). Pengaruh Kinerja Keuangan, Ukuran Perusahaan Dan Investment Opportunity Set Terhadap Kebijakan Dividen. *Jurnal Ilmu dan Riset Akuntansi*, 6(9), 1–20.