



PENGARUH KEPEMILIKAN INSTITUSIONAL, FREE CASH FLOW, COLLATERAL ASSETS DAN RETURN ON ASSETS TERHADAP KEBIJAKAN DIVIDEN DENGAN KEBIJAKAN HUTANG SEBAGAI VARIABEL INTERVENING

Resti Rendasari¹, Irwansyah²

^{1,2} Universitas Mulawarman

²E-mail: irwansyah@feb.unmul.ac.id

Article History

Received: 2022-11-03

Accepted: 2022-11-28

DOI:

Copyright © 2022

owned by Author(s).

Published by JIAM.

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk memperoleh bukti empiris tentang pengaruh kepemilikan institusional, free cash flow, collateral assets, dan return on assets terhadap kebijakan dividen melalui kebijakan hutang sebagai variabel intervening. Populasi dalam penelitian ini adalah sektor industri barang konsumsi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2012-2019. Sampel penelitian ini diperoleh dengan menggunakan purposive sampling dan 15 perusahaan yang ditentukan sebagai sampel. Metode analisis dalam penelitian ini menggunakan analisis jalur. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa kepemilikan institusional dan collateral assets berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap kebijakan hutang. Selanjutnya kepemilikan institusional, collateral assets dan roa berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap kebijakan dividen. Sedangkan free cash flow berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan hutang dan kebijakan dividen. Setelah itu roa berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan dividen, dan juga kebijakan hutang berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan dividen. Kepemilikan institusional, free cash flow, collateral assets dan roa tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen melalui kebijakan hutang.

Kata kunci: Kepemilikan institusional, free cash flow, collateral assets, roa, kebijakan hutang, kebijakan dividen

ABSTRACT

The purpose of this research is to obtain empirical evidence over the influence of institutional ownership, free cash flow, collateral assets, and ROA (return on assets) toward dividend policy through debt policy as an intervening variable. The population of this research are registered consumer goods industry sector in Indonesia Stock Exchange in the period of 2012-2019. The sample of this research was obtained using purposive sampling and 15 companies which is determined as a sample. The method of analysis of this research is path analysis. The result of this study shows that institutional ownership and collateral assets have positive and insignificant influence toward debt policy. Next, institutional ownership, collateral assets, and roa have positive and insignificant influence toward dividend policy. Whereas free cash flow has positive and significant

influence toward dividend policy and debt policy. Then, roa has negative and significant influence toward dividend policy, moreover debt policy have negative and significant influence toward dividend policy. Institutional ownership, free cash flow, collateral assets, and roa have no influence toward dividend policy through debt policy.

Key words: *Institutional ownership, free cash flow, collateral assets, debt policy, dividend policy*

A. PENDAHULUAN

Pasar modal merupakan sarana pendanaan bagi perusahaan maupun institusi lain dan juga sarana kegiatan berinvestasi, termasuk pemegang saham yang mengharapkan dividen atau capital gains. Dividen merupakan pembagian laba kepada pemegang saham berdasarkan jumlah saham yang dimiliki. Besarnya dividen yang akan dibayarkan kepada pemegang saham tergantung dari kebijakan dividen masing-masing perusahaan. Kebijakan dividen merupakan sebuah keputusan yang diambil mengenai dividen, apakah laba dibagikan kepada pemegang saham sebagai dividen atau ditahan sebagai laba ditahan untuk pembiayaan investasi di masa yang akan datang. Kebijakan dividen berkaitan dengan hubungan antara manajer dengan pemilik perusahaan. Dalam teori keagenan diasumsikan bahwa tiap-tiap individu termotivasi oleh kepentingan pribadi sehingga menimbulkan konflik kepentingan antara manajer dengan pemegang saham dikarenakan adanya pemisahan kepemilikan dan pengendalian perusahaan (M. C. Jensen & Meckling, 1976).

Konflik kepentingan terjadi karena manajer lebih cenderung menempatkan kepentingan pribadi di atas kepentingan perusahaan. Dapat dikatakan adanya perbedaan kepentingan antara manajer dengan pemilik perusahaan. Konflik kepentingan dapat diminimalisir dengan melakukan mekanisme pengawasan yang dapat menyelaraskan kepentingan-kepentingan terkait, akan tetapi biaya agensi juga akan muncul seiring dengan pengawasan yang dilakukan. Menurut Jensen & Meckling (1976) biaya agensi meliputi biaya pengawasan (monitoring cost), biaya ikatan (bonding cost), dan biaya sisa (residual cost).

Kepemilikan institusional memiliki peran penting dalam meminimalisir konflik kepentingan di dalam perusahaan yang terjadi antara manajer dengan pemilik perusahaan. Adanya kepemilikan institusional akan meningkatkan pengawasan terhadap kinerja manajer. Masalah keagenan juga muncul karena perusahaan menghasilkan free cash flow yang besar. Konflik timbul karena manajer menginginkan free cash flow digunakan untuk investasi yang dapat menghasilkan keuntungan pribadi. Sedangkan pemilik perusahaan menginginkan free cash flow dibagikan sebagai dividen. Dalam penelitian Mollah (2011) perusahaan yang memiliki collateral asset yang tinggi memiliki konflik kepentingan yang kecil antara manajer dengan kreditor, karena dengan collateral assets yang tinggi kreditor tidak perlu membatasi manajer dalam membagikan dividen. Perusahaan yang memiliki return on assets yang tinggi akan meningkatkan kemampuan perusahaan dalam membagikan dividen kepada pemegang saham. Penelitian ini juga menguji kebijakan hutang sebagai variabel intervening. Kebijakan hutang merupakan salah satu mekanisme untuk mengatasi konflik keagenan dan menjadi suatu substitusi yang efektif untuk dividen.

Tujuan penelitian ini: Pertama, membuktikan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Kedua, membuktikan bahwa free cash flow berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Ketiga, membuktikan bahwa collateral assets berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Keempat, membuktikan bahwa return on assets berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Kelima, membuktikan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Keenam, membuktikan bahwa free cash flow berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Ketujuh, membuktikan bahwa collateral assets berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Kedelapan, membuktikan return on assets berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Kesembilan, membuktikan bahwa kebijakan hutang berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Kesepuluh, membuktikan bahwa kebijakan hutang sebagai variabel intervening dalam hubungan kepemilikan institusional terhadap kebijakan

dividen. Kesebelas, membuktikan bahwa kebijakan hutang sebagai variabel intervening dalam hubungan free cash flow terhadap kebijakan dividen. Keduabelas, membuktikan bahwa kebijakan hutang sebagai variabel intervening dalam hubungan collateral assets terhadap kebijakan dividen. Ketigabelas, membuktikan bahwa kebijakan hutang sebagai variabel intervening dalam hubungan return on assets terhadap kebijakan dividen.

B. TINJAUAN PUSTAKA

Teori Agensi

Teori agensi adalah hubungan atau kontrak antara principal dan agent. Prinsip utama teori ini menyatakan adanya hubungan kerja antara pihak memberi wewenang (principal) yaitu investor dengan pihak yang menerima wewenang (agensi) yaitu manajer, dalam bentuk kontrak kerja sama. Teori agensi memiliki asumsi bahwa tiap-tiap individu semata-mata termotivasi oleh kepentingan dirinya sendiri sehingga menimbulkan konflik kepentingan antara principal dan agent. Hal tersebut terjadi karena adanya pemisahan kepemilikan dan pengendalian perusahaan (Jensen dan Meckling, 1976). Menurut Jensen dan Meckling (1976) ada dua jenis asymmetric information, yaitu: adverse selection dan moral hazard. Adverse selection, yaitu suatu keadaan dimana prinsipal tidak dapat mengetahui apakah suatu keputusan yang diambil oleh agen benar-benar didasarkan atas informasi yang telah diperolehnya, atau terjadi sebagai sebuah kelalaian dalam tugas. Moral Hazard, yaitu permasalahan yang muncul jika agen tidak melaksanakan hal-hal yang telah disepakati bersama dalam kontrak kerja.

Dalam menjalankan usaha biasanya pemilik menyerahkan atau melimpahkan kepada pihak lain yaitu manajer yang menyebabkan timbulnya hubungan keagenan. Aspek-aspek masalah keagenan selalu dimasukkan kedalam keuangan perusahaan, karena banyaknya keputusan keuangan perusahaan yang diwarnai oleh masalah keagenan seperti hutang.

Gapenski dan Daves (1999) dalam Pujiastuti (2008) mengatakan bahwa masalah keagenan tersebut bisa terjadi antara: pemilik (shareholders) dan manajer; manajer dan debtholders; serta manajer dan shareholders dengan debtholders. Upaya untuk mengontrol perilaku agen ini tentu membutuhkan biaya, biaya ini yang disebut sebagai biaya keagenan (agency cost), yang dapat berupa: (1) pengeluaran untuk memantau tindakan manajer (the Monitoring Expenditure By The Principal); (2) pengeluaran biaya oleh "principal" yaitu biaya untuk pengendalian terhadap agen, sehingga kemungkinan timbulnya perilaku manajer yang tidak dikehendaki semakin kecil (The Bonding Cost); (3) Residual lost, yaitu pengorbanan karena hilangnya atau berkurangnya kesempatan untuk memperoleh laba karena dibatasinya kewenangan atau adanya perbedaan keputusan antara "principal dan agen" (Brigham, Gapenski, dan Daves, 1996) dalam Pujiastuti, (2008).

Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen merupakan sebuah keputusan yang diambil perusahaan terkait dengan dividen, apakah laba akan dibagi kepada pemegang saham atau investor dalam bentuk dividen atau laba akan ditahan sebagai laba yang ditahan untuk pembiayaan investasi dimasa yang akan datang (Samrotun, 2015). Dari definisi tersebut dapat dilihat bahwa kebijakan dipengaruhi dua kepentingan yang saling bertolak belakang, yakni kepentingan pemegang saham dengan dividennya, dan kepentingan perusahaan untuk melakukan reinvestasi dengan menahan laba. Faktor-faktor yang perlu dipertimbangkan manajemen dalam menentukan dividend payout ratio Sudana (2011) Adapun faktor-faktor tersebut ialah:

1. Dana yang dibutuhkan perusahaan
2. Likuiditas
3. Kemampuan perusahaan untuk meminjam
4. Nilai informasi dividen
5. Pengendalian perusahaan
6. Pembatasan yang diatur dalam perjanjian pinjaman dengan pihak kreditur
7. Inflasi

Kepemilikan Institusional

Kepemilikan institusional adalah kepemilikan saham yang dimiliki pihak luar perusahaan seperti pemerintah, bank, perusahaan luar negeri (Firdaus et al., 2018). Adanya

kepemilikan oleh institusional akan mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal. Mekanisme monitoring tersebut akan menjamin peningkatan kemakmuran pemegang saham. Apabila institusional merasa tidak puas atas kinerja manajerial, maka mereka akan menjual sahamnya ke pasar.

Shleifer & Vishny (1986) menyatakan bahwa kepemilikan institusional akan memiliki arti penting dalam mengawasi manajemen dengan pengawasan yang lebih optimal terhadap berbagai keputusan penting dalam perusahaan. Termasuk keputusan kebijakan hutang perusahaan, pemilik saham institusional akan ikut mempengaruhi pengambilan keputusan tersebut. Selain kepemilikan atas saham, investor institusional ini juga turut andil dalam rapat umum pemegang saham.

Teori "Clientele Effect" dalam Hanafi (2014) menyatakan bahwa pemegang saham yang berbeda akan memiliki preferensi yang berbeda terhadap kebijakan dividen perusahaan. Hal tersebut mengindikasikan bahwa proporsi kepemilikan saham sangat mempengaruhi besar kecilnya dividend payout ratio. Kepemilikan institusi akan meningkatkan pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja manajemen yang berdampak pada peningkatan keuntungan perusahaan, hal tersebut akan berdampak pada peningkatan dividen, sehingga kepemilikan institusi yang meningkat akan meningkatkan dividend payout ratio.

Free Cash Flow

Free Cash Flow oleh Jensen (1986) diartikan sebagai cash flow perusahaan yang dihasilkan dalam sebuah periode akuntansi, setelah membayar biaya operasi dan pembiayaan yang diperlukan oleh perusahaan. Cash flow ini mencerminkan keuntungan atau kembalian bagi para penyedia modal, termasuk utang atau equity. Free cash flow dapat digunakan untuk membayar utang, membeli kembali saham, membayar dividen atau menaruhnya untuk kesempatan pertumbuhan di masa depan. Free cash flow memudahkan perusahaan untuk mengukur pertumbuhan bisnis dan pembayaran kepada shareholders.

Menurut Jensen (1986) mendefinisikan free cash flow adalah aliran kas yang merupakan sisa dari pendanaan seluruh proyek yang menghasilkan net present value (NPV) positif yang didiskontokan pada tingkat biaya modal yang relevan. Free cash flow ini yang sering menjadi pemicu timbulnya perbedaan kepentingan antara pemegang saham dan manajer. Pemegang saham mengharapkan dana tersebut dibagikan sebagai dividen sehingga menambah kesejahteraan mereka. Di sisi lain, manajer lebih menginginkan dana ditahan sebagai persediaan dana internal perusahaan yang dapat digunakan untuk membiayai investasi. Manajer dapat meningkatkan kesejahteraan mereka dengan investasi pada perusahaan dengan free cash flow pada kesempatan investasi yang unprofitable daripada membayar dividen ke pemegang saham.

Smith dan Kim (1994) dalam Awalina (2016) menyatakan bahwa ketika free cash flow tersedia manajer disinyalir akan menghamburkannya sehingga terjadi inefisiensi dalam perusahaan atau akan menginvestasikan free cash flow dengan return yang kecil sehingga konflik antara manajemen dengan pemegang saham atas free cash flow dalam pembatasan penggunaan free cash flow oleh manajemen dengan jalan membagikannya kepada pemegang saham sebagai dividen, sehingga ketika free cash flow meningkat maka dividend payout ratio akan ikut meningkat.

Collateral Assets

Collateral assets adalah 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 kreditur (Pujiastuti, 2008). Kreditur sering kali meminta jaminan berupa aktiva ketika memberi penjamin kepada perusahaan yang membutuhkan pendanaan.

Teori keagenan yang dijelaskan oleh Jensen & Meckling (1976) menyatakan bahwa perusahaan yang memiliki utang rentan terhadap konflik keagenan antara pemegang saham (melalui manajer) dengan kreditur. Kreditur memiliki klaim atas sebagian dari arus kas perusahaan untuk pembayaran bunga dan pokok utang, serta jaminan bila perusahaan mengalami kebangkrutan. Collateral assets sebagai aset perusahaan yang dapat digunakan sebagai jaminan peminjaman. Semakin tingginya collateral assets yang dimiliki perusahaan akan mengurangi konflik kepentingan antara pemegang saham dengan kreditur sehingga perusahaan dapat membayar dividen dalam jumlah yang besar. Sebaliknya semakin

rendahnya collateral assets yang dimiliki perusahaan akan meningkatkan konflik kepentingan antara pemegang saham dengan kreditur sehingga kreditur akan menghalangi perusahaan untuk membiayai dividen dalam jumlah besar kepada pemegang saham karena takut piutang mereka tidak terbayar.

Return on Assets

Menurut Kasmir (2016) ROA merupakan rasio yang menunjukkan hasil (return) atas jumlah aktiva yang digunakan dalam perusahaan. Return on assets diukur dari laba bersih setelah pajak (earnings after tax) terhadap total asetnya yang mencerminkan kemampuan perusahaan dalam penggunaan investasi yang digunakan untuk operasi perusahaan dalam rangka menghasilkan profitabilitas perusahaan. Semakin besar ROA menunjukkan kinerja perusahaan yang semakin baik karena tingkat pengembalian (return) yang semakin besar. Jensen et al., (1992) menyatakan bahwa semakin tinggi profitabilitas perusahaan, maka semakin tinggi pula cash flow dalam perusahaan, dan diharapkan perusahaan akan membayar dividen yang lebih tinggi.

Kebijakan Hutang

Kebijakan hutang merupakan salah satu dari kebijakan keuangan (pendanaan) yang berkaitan dengan sumber pendanaan suatu perusahaan (Sugiarto, 2011). Sumber pendanaan perusahaan merupakan hal yang sangat penting karena digunakan sebagai modal dalam menjalankan aktivitas operasionalnya. Berdasarkan pendekatan teori keagenan, struktur modal perusahaan harus disusun sedemikian rupa sehingga dapat mengurangi konflik antara berbagai kelompok yang memiliki kepentingan dalam perusahaan. Pemegang saham lebih menyukai tindakan perusahaan yang akan menghasilkan keuntungan yang lebih besar, sehingga mereka akan memperoleh dividen atas saham yang mereka miliki juga akan meningkat. Namun pemegang hutang perusahaan tidak memperdulikan berapa besar tingkat keuntungan perusahaan, karena pay-off pemegang hutang perusahaan akan tetap sebesar bunga yang telah ditentukan.

Hipotesis

Hubungan Kepemilikan Institusional Terhadap Kebijakan Hutang

Teori agensi memiliki asumsi bahwa setiap individu termotivasi oleh kepentingan sendiri sehingga menimbulkan konflik antara pemilik perusahaan dan manajer. Adanya kepemilikan institusional akan mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal. Dalam penelitian Fransiska (2014) yang membuktikan bahwa kepemilikan institusional mempunyai hubungan yang positif dan signifikan terhadap kebijakan hutang. Artinya kepemilikan institusional di dalam perusahaan mampu menjadi controller. Berbeda dengan penelitian Bathala et al. (1994) yang menyatakan kepemilikan institusional yang tinggi akan menimbulkan usaha pengawasan yang lebih besar dari kepemilikan institusional sehingga dapat menghalangi perilaku opportunistik agen. Aktivitas kepemilikan institusional yang semakin tinggi dalam pengawasan dapat memaksa agen untuk mengurangi hutang secara optimal sehingga dapat mengurangi agency conflict atas hutang (agency cost of debt). Menurut Kim dan Sorenson (1998) serta Crutchley, Jahera dan Raymond (1999) dalam Murtiningtyas (2012), bahwa meningkatnya hutang sebuah perusahaan menunjukkan pengawasan yang baik dari pihak pemegang hutang sehingga meningkatkan minat kepemilikan institusional untuk memiliki saham perusahaan tersebut. Jadi semakin tinggi kepemilikan institusional perusahaan maka kebijakan hutangnya cenderung mengalami kenaikan.

H1: Kepemilikan institusional berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan hutang

Hubungan Free Cash Flow Terhadap Kebijakan Hutang

Dalam teori agensi konflik kepentingan antara pemegang saham dan manajer terjadi terutama bagi perusahaan yang menghasilkan free cash flow secara substansial. Permasalahannya adalah tentang bagaimana pengelolaan dari free cash flow tersebut. Menurut Jensen (1986) pemegang saham mengharapkan dana tersebut dibagikan sebagai dividen sehingga menambah kesejahteraan mereka. Di sisi lain, manajer lebih menginginkan

dana ditahan sebagai persediaan dana internal perusahaan yang dapat digunakan untuk membiayai investasi. Jensen (1986) menyatakan bahwa perusahaan-perusahaan dengan free cash flow yang besar akan meningkatkan tingkat hutang untuk menurunkan agency cost of free cash flow. Dalam penelitian Indahningrum & Handayani (2009) bahwa free cash flow bertanda positif. Tanda positif menunjukkan bahwa free cash flow memiliki pengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan. Hasil ini mendukung teori yang menyatakan bahwa tekanan pasar akan mendorong manajer untuk mendistribusikan free cash flow kepada pemegang saham. Berbeda dengan Nafisa et al., (2018) yang menyatakan bahwa pengujian memberikan hasil yang positif namun tidak signifikan. Perusahaan dengan free cash flow yang tinggi akan semaksimal mungkin memanfaatkan dana internal untuk mencukupi kebutuhannya. Dengan demikian cash flow yang dimiliki perusahaan dapat digunakan secara optimal dan mengurangi konflik kepentingan yang terjadi antara pemegang saham dengan manajer.

H2: Free cash flow berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan hutang

Hubungan Collateral Assets Terhadap Kebijakan Hutang

Collateral assets merupakan salah satu variabel yang mempengaruhi perusahaan menggunakan kebijakan hutang atau tidak. Variabel ini berhubungan dengan jumlah aset yang dapat digunakan sebagai jaminan. Teori keagenan yang dijelaskan oleh Jensen & Meckling (1976) menyatakan bahwa perusahaan yang memiliki utang rentan terhadap konflik keagenan antara pemegang saham (melalui manajer) dengan kreditur. Kreditur memiliki klaim atas sebagian dari arus kas perusahaan untuk pembayaran bunga dan pokok utang, serta jaminan bila perusahaan mengalami kebangkrutan. Dalam penelitian Surya & Rahayuningsih (2012) collateral assets berpengaruh positif signifikan. Semakin besar aktiva yang dimiliki oleh perusahaan maka hutang yang dimiliki oleh perusahaan juga akan semakin tinggi. Selaras dengan penelitian Ketut & Indah (2018) yang menyatakan bahwa collateral assets berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan hutang. Semakin besar aktiva yang dimiliki perusahaan, maka peluang untuk menggunakan utang semakin besar sehingga kebijakan hutangnya juga semakin besar. Sebab perusahaan yang memiliki jaminan atas utang lebih dapat dipercaya oleh investor apabila perusahaan mengalami kebangkrutan, untuk melunasi hutang maka perusahaan menggunakan aset kolateral yang dimiliki.

H3: Collateral assets berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan hutang

Hubungan Return on Assets Terhadap Kebijakan Hutang

Menurut agency theory (Jensen dan Meckling, 1976) return on assets berpengaruh negatif terhadap penggunaan hutang bahwa dalam struktur modal menunjukkan bahwa berkurangnya proporsi hutang karena semakin besarnya laba ditahan perusahaan, dapat mempengaruhi hubungan keagenan perusahaan dengan pemegang hutang, sehingga mengurangi agency cost of debt. Sejalan dengan pecking order theory yang menyatakan bahwa urutan pembiayaan dimulai dengan laba ditahan sebagai urutan pertama, kemudian hutang dan yang terakhir penerbitan saham baru. Dari hasil penelitian Nurmasari (2015) menyatakan bahwa variabel return on assets berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang, perusahaan dengan profitabilitas yang tinggi akan memiliki sumber dana internal yang tinggi, sehingga dana tersebut dapat digunakan dalam pembiayaan operasional perusahaan dan pada akhirnya dapat mengurangi penggunaan hutang perusahaan. Penelitian ini selaras dengan penelitian Purwasih et al. (2014) yang menyatakan perusahaan akan menggunakan laba dari dalam perusahaan terlebih dahulu dalam mencukupi kebutuhan operasionalnya sebelum memutuskan untuk menggunakan hutang. Jadi semakin tinggi tingkat return on assets suatu perusahaan, akan mengurangi penggunaan utang sehingga akan menurunkan tingkat kebijakan hutangnya.

H4: Return on assets berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang

Hubungan Return on Assets Terhadap Kebijakan Hutang

Teori agensi memiliki asumsi bahwa tiap-tiap individu semata-mata termotivasi oleh kepentingan dirinya sendiri sehingga menimbulkan konflik kepentingan antara pemegang saham dan manajer. Mekanisme monitoring tersebut akan menjamin peningkatan kemakmuran pemegang saham. Teori "Clientele Effect" dalam Hanafi (2014) menyatakan bahwa pemegang saham yang berbeda akan memiliki preferensi yang berbeda terhadap kebijakan dividen perusahaan. Penelitian Moh'd et.al. (1998) dan D'Souza dan Saxena (1999) dalam Awalina (2016) menyatakan bahwa distribusi saham dari pemegang saham dari luar yaitu institusional ownership dapat mengurangi agency cost karena akan mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja manajemen. Didukung dengan penelitian Tarmizi & Agnes (2016) yang menyatakan kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan yang memiliki kepemilikan institusional yang tinggi mampu menganalisis evaluasi kinerja para manajer yang lebih kuat sehingga manajer akan menunjukkan kinerja yang baik serta dapat meningkatkan keuntungan perusahaan yang berdampak pada peningkatan dividen.

H5: Kepemilikan institusional berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen

Hubungan Free Cash Flow Terhadap Kebijakan Dividen

Smith dan Kim (1994) dalam Awalina (2016) menyatakan bahwa ketika free cash flow tersedia manajer disyalir akan menghamburkannya sehingga terjadi inefisiensi dalam perusahaan atau akan menginvestasikan free cash flow dengan return yang kecil sehingga konflik antara manajemen dengan pemegang saham atas free cash flow dalam pembatasan penggunaan free cash flow oleh manajemen dengan jalan membagikannya kepada pemegang saham sebagai dividen, sehingga ketika free cash flow meningkat maka dividend payout ratio akan ikut meningkat. Dalam penelitian (Purnama Sari dan Budiasih, 2016) dan Rosdini (2009) menyatakan bahwa free cash flow berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Hasil menunjukkan bahwa peningkatan free cash flow. Semakin tinggi free cash flow maka dividen yang dibagikan semakin besar, karena dipandang perusahaan mempunyai kas yang lebih maka akan sebagai dividen sesuai persetujuan rapat umum pemegang saham.

H6: Free cash flow berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen

Hubungan Collateral Assets Terhadap Kebijakan Dividen

Teori keagenan yang dijelaskan oleh Jensen & Meckling (1976) menyatakan bahwa perusahaan yang memiliki utang rentan terhadap konflik keagenan antara pemegang saham (melalui manajer) dengan kreditor. Semakin tingginya collateral assets yang dimiliki perusahaan akan mengurangi konflik kepentingan antara pemegang saham dengan kreditor sehingga perusahaan dapat membayar dividen dalam jumlah besar. Dalam penelitian Pujiastuti (2008) yang menyatakan bahwa variabel collateral assets tidak mampu menjelaskan variabel dividen dalam mengurangi konflik keagenan. Tanda positif memberikan gambaran bahwa jika jumlah aset kolateral yang dimiliki perusahaan semakin besar maka perusahaan membayarkan dividen dengan jumlah yang besar. Namun dalam penelitian Darmayanti & Mustanda (2016) bahwa collateral assets berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen. Jaminan aset yang tinggi akan mengurangi konflik kepentingan antara pemegang saham dengan kreditor sehingga perusahaan dapat membayar dividen dalam jumlah besar dan begitu pula sebaliknya. Semakin tinggi collateral assets yang dimiliki perusahaan akan mengurangi konflik kepentingan antara pemegang saham dengan kreditor sehingga perusahaan dapat membayar dividen dalam jumlah besar.

H7: Collateral assets berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen

Hubungan Return on Assets Terhadap Kebijakan Dividen

Jensen et al., (1992) menyatakan bahwa semakin tinggi profitabilitas perusahaan, maka semakin tinggi pula cash flow dalam perusahaan, dan diharapkan perusahaan akan membayar dividen yang lebih tinggi. Dalam penelitian Febrianto (2013) menunjukkan bahwa

ROA berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen. Semakin besar keuntungan perusahaan, semakin besar dividennya. Karena semakin besar profitabilitas dengan asumsi kebutuhan perusahaan masih tetap, maka semakin besar sisa laba yang dapat dibagikan untuk rasio dividen. Selaras dengan penelitian Awalina (2016) yang menyatakan bahwa berhasil membuktikan return on assets berpengaruh terhadap dividend payout ratio. Hal ini dikarenakan dengan nilai ROA yang tinggi akan menunjukkan bahwa perusahaan mampu menghasilkan keuntungan berbanding aset yang relatif tinggi. Sehingga semakin tinggi ROA yang dihasilkan semakin besar kemampuan perusahaan untuk membayarkan dividen kepada pemegang perusahaan. Dengan meningkatnya pembayaran dividen maka tujuan perusahaan untuk memaksimalkan kemakmuran pemegang saham tercapai sehingga dapat meminimalisir konflik keagenan.

H8: Return on Assets berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen

Hubungan Kebijakan Hutang Terhadap Kebijakan Dividen

Berdasarkan pendekatan teori keagenan, struktur modal perusahaan harus disusun sedemikian rupa sehingga dapat mengurangi konflik antara berbagai kelompok yang memiliki kepentingan dalam perusahaan. Jensen & Meckling (1976) menyatakan bahwa perusahaan yang memiliki utang rentan terhadap konflik keagenan antara pemegang saham (melalui manajer) dengan kreditor. Hasil penelitian Arfan & Maywindlan (2013) menyatakan bahwa kebijakan hutang dengan kebijakan dividen berhubungan negatif dan signifikan. Perusahaan yang memiliki leverage operasi atau keuangannya tinggi akan memberikan dividen yang rendah. Karena struktur modal yang tinggi akan memprioritaskan pelunasan kewajiban terlebih dahulu sebelum membagikan dividen. Hasil ini didukung dengan penelitian Isticharoh (2016) yang menyatakan bahwa kebijakan hutang berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Perusahaan yang memiliki tingkat hutang yang tinggi akan lebih cenderung membagikan dividen yang rendah kepada pemegang saham. Hal tersebut dapat mengurangi agency problem karena manajer dan pemegang saham memiliki kepentingan yang sama yaitu melunasi hutang perusahaan dengan cara membiayai investasinya dengan sumber internal sehingga pemegang saham akan merelakan dividennya digunakan untuk membiayai investasinya. Semakin tinggi tingkat hutang suatu perusahaan akan semakin berkurang dividen yang dibayarkan kepada pemegang saham. Hal ini juga dapat mengurangi konflik kepentingan antara manajer dengan pemegang saham, karena mempunyai kepentingan yang sama yaitu memprioritaskan pelunasan kewajiban perusahaan.

H9: Kebijakan hutang berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen

Hubungan Kepemilikan Institusional Terhadap Kebijakan Dividen Melalui Kebijakan Hutang

Teori agensi memiliki asumsi bahwa tiap-tiap individu semata-mata termotivasi oleh kepentingan dirinya sendiri sehingga menimbulkan konflik kepentingan antara pemegang saham dan manajer. Adanya kepemilikan oleh institusional akan mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja manajer. Mekanisme monitoring tersebut akan menjamin peningkatan kemakmuran pemegang saham. Shleifer & Vishny (1986) menyatakan bahwa kepemilikan institusional akan memiliki arti penting dalam mengawasi manajemen dengan pengawasan yang lebih optimal terhadap berbagai keputusan penting dalam perusahaan. Termasuk keputusan kebijakan hutang perusahaan, pemilik saham institusional akan ikut mempengaruhi pengambilan keputusan tersebut. Selain kepemilikan atas saham, investor institusional ini juga turut andil dalam rapat umum pemegang saham. Perusahaan yang memiliki kepemilikan institusional yang tinggi akan semakin optimal dalam melakukan pengawasan terhadap kinerja manajer dalam mengelola perusahaan. Selain itu adanya pembiayaan dari eksternal berupa utang diharapkan dapat meningkatkan pengawasan terhadap kinerja manajer melalui pemegang hutang. Oleh karena itu kebijakan hutang akan mempengaruhi kepemilikan institusional terhadap kebijakan dividen secara tidak langsung. Karena adanya pengawasan dari institusional dan penggunaan utang membuat

manajer harus memprioritaskan pembayaran hutang kepada kreditur dan juga meningkatkan kemakmuran pemegang saham melalui pembayaran dividen. Sehingga manajer tidak dapat bersifat opportunistik untuk kepentingan pribadi. Dengan begitu biaya agensi dapat diminimalisir karena berkurangnya konflik kepentingan yang terjadi.

H10: Kepemilikan institusional berpengaruh terhadap kebijakan dividen melalui kebijakan hutang

Hubungan Free Cash Flow Terhadap Kebijakan Dividen Melalui Kebijakan Hutang

Free cash flow sering menjadi pemicu timbulnya perbedaan kepentingan antara pemegang saham dan manajer. Menurut Jensen (1986) pemegang saham mengharapkan dana tersebut dibagikan sebagai dividen sehingga menambah kesejahteraan mereka. Di sisi lain, manajer lebih menginginkan dana ditahan sebagai persediaan dana internal perusahaan yang dapat digunakan untuk membiayai investasi. Manajer dapat meningkatkan kesejahteraan mereka dengan investasi pada perusahaan dengan free cash flow pada kesempatan investasi yang unprofitable daripada membayar dividen ke pemegang saham. Penggunaan utang memungkinkan manajer untuk secara efektif mengikat janji mereka untuk mengeluarkan arus kas di masa depan. Utang dapat merupakan suatu substitusi yang efektif untuk dividen. Sehingga utang dapat mengurangi agency cost pada free cash flow dengan pengurangan arus kas yang tersedia dengan membelanjakan sesuai kebutuhan manajer perusahaan. Semakin tinggi free cash flow yang tersedia diharapkan mampu membayar dividen dengan jumlah yang tinggi. Namun sering kali free cash flow yang tersedia memicu konflik kepentingan antara manajer dengan pemegang saham, karena manajer menginginkan free cash flow digunakan untuk investasi yang dapat memberikan keuntungan pribadi demi meningkatkan kesejahteraan mereka. Oleh karena itu dengan adanya penggunaan hutang diharapkan dapat mempengaruhi hubungan free cash flow terhadap kebijakan dividen secara tidak langsung. Hal ini dikarenakan apabila perusahaan memiliki hutang maka manajer perlu menyisihkan dana untuk membayar pokok pinjaman beserta bunga. Dengan begitu free cash flow dapat dialokasikan untuk pembayaran hutang dan menghindari investasi yang sia-sia yang dilakukan oleh manajer. Sehingga akan mengurangi konflik kepentingan yang terjadi dan akan meningkatkan kemakmuran pemegang saham karena diharapkan akan mampu membayar dividen.

H11: Free cash flow berpengaruh terhadap kebijakan dividen melalui kebijakan hutang

Hubungan Collateral Assets Terhadap Kebijakan Dividen Melalui Kebijakan Hutang

Teori keagenan yang dijelaskan oleh Jensen & Meckling (1976) menyatakan bahwa perusahaan yang memiliki utang rentan terhadap konflik keagenan antara pemegang saham (melalui manajer) dengan kreditur. Kreditur memiliki klaim atas sebagian dari arus kas perusahaan untuk pembayaran bunga dan pokok utang, serta jaminan bila perusahaan mengalami kebangkrutan. Collateral assets merupakan aset perusahaan yang dapat digunakan sebagai jaminan peminjaman. Semakin tingginya collateral assets yang dimiliki perusahaan akan mengurangi konflik kepentingan antara pemegang saham dengan kreditur sehingga perusahaan dapat membayar dividen dalam jumlah besar, sebaliknya semakin rendah collateral assets yang dimiliki perusahaan akan meningkatkan konflik kepentingan antara pemegang saham dengan kreditur sehingga kreditur akan menghalangi perusahaan untuk membayar dividen dalam jumlah besar kepada pemegang saham karena takut piutang mereka tidak terbayar. Secara umum perusahaan yang memiliki jaminan, akan lebih mudah mendapatkan hutang daripada perusahaan yang tidak memiliki jaminan. Dengan demikian, perusahaan yang asetnya memadai untuk digunakan sebagai penjamin cenderung akan banyak menggunakan hutang (Brigham dan Houston, 2011). Jika perusahaan memiliki aset kolateral yang tinggi maka kemampuan untuk membayar utang dapat terjamin. Kreditur tidak perlu khawatir piutang mereka tidak terbayar dan tidak perlu takut akan resiko kebangkrutan. Sehingga perusahaan dapat membayar dividen dalam jumlah yang besar dan mengurangi konflik kepentingan yang terjadi. Oleh karena itu diharapkan kebijakan hutang dapat

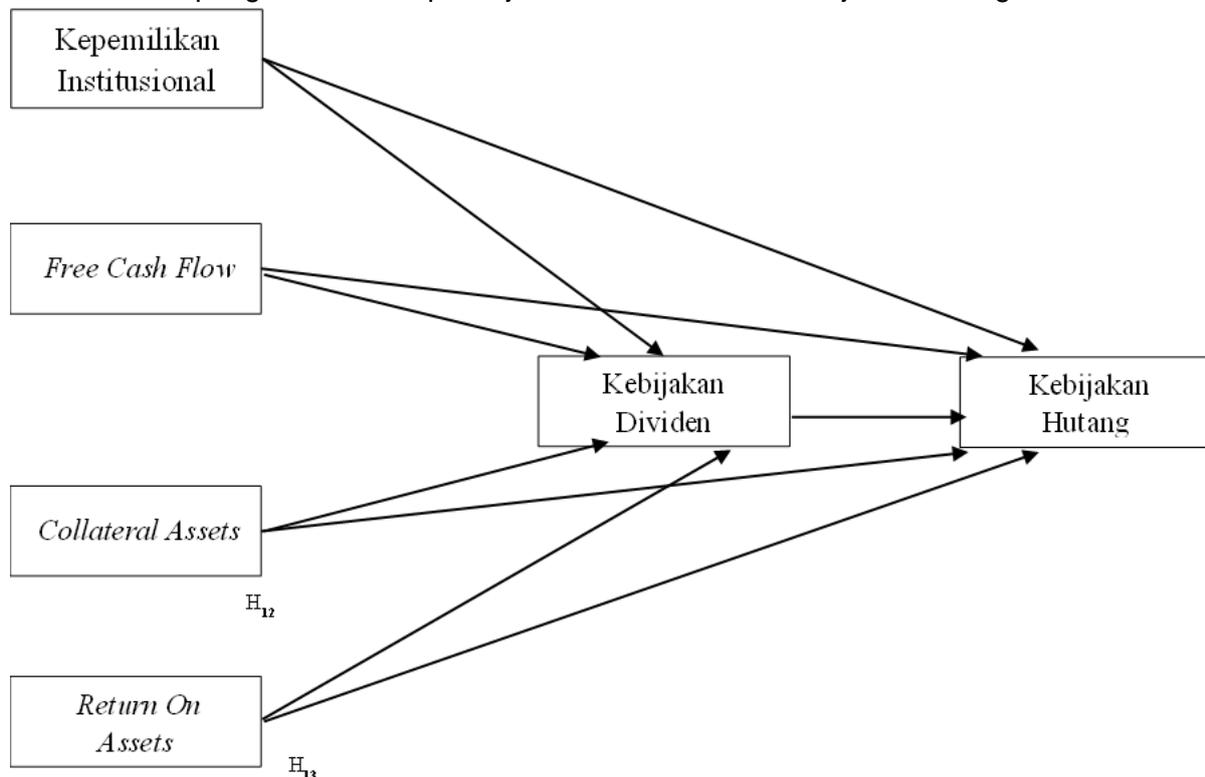
mempengaruhi hubungan antara collateral assets terhadap kebijakan dividen secara tidak langsung.

H12: Collateral assets berpengaruh terhadap kebijakan dividen melalui kebijakan hutang

Hubungan Collateral Assets Terhadap Kebijakan Dividen Melalui Kebijakan Hutang

Teori agensi memiliki asumsi bahwa tiap-tiap individu semata-mata termotivasi oleh kepentingan dirinya sendiri sehingga menimbulkan konflik kepentingan antara pemegang saham dan manajer. Apabila perusahaan menghasilkan ROA yang tinggi diharapkan dapat meningkatkan kemakmuran pemegang saham melalui dividen. ROA mencerminkan kemampuan perusahaan dalam penggunaan investasi yang digunakan untuk operasi perusahaan dalam rangka menghasilkan profitabilitas perusahaan. Nilai ROA yang tinggi menunjukkan bahwa perusahaan mampu menghasilkan keuntungan dibandingkan jumlah aset yang tinggi (awallina, 2016). Perusahaan yang menghasilkan tingkat ROA yang tinggi mencerminkan kinerja perusahaan tersebut semakin baik. Namun kebutuhan dana akan semakin bertambah seiring dengan ekspansi yang dilakukan oleh perusahaan. Hal ini mengakibatkan perusahaan perlu menggunakan hutang sebagai sumber pendanaan. Adanya peningkatan hutang akan mempengaruhi risiko dan keuntungan yang diperoleh perusahaan. Oleh karena itu kebijakan hutang akan mempengaruhi ROA terhadap kebijakan dividen secara tidak langsung. Karena semakin tinggi ROA yang dihasilkan perusahaan maka semakin besar dividen yang diharapkan untuk dibagikan, sehingga tujuan perusahaan dapat tercapai yakni meningkatkan kemakmuran pemilik perusahaan.

H13: ROA berpengaruh terhadap kebijakan dividen melalui kebijakan hutang.



C. METODE

Variabel Penelitian

Penelitian ini menggunakan tiga jenis variabel, yakni variabel dependen, independen dan intervening.

Variabel Dependen

Variabel dependen yang disimbolkan dengan (Y) dalam penelitian ini adalah kebijakan dividen. Diukur dengan menggunakan rumus:

$$\text{Dividend Payout Ratio} = \frac{\text{Dividend Per Share}}{\text{Earning Per Share}}$$

Sumber: Pujiastuti (2008)

Rumus yang digunakan untuk mencari earnings per share, yakni:

$$\text{Earning Per Share} = \frac{\text{Laba Bersih}}{\text{Jumlah Saham yang Beredar}}$$

Sumber: Pujiastuti (2008)

Variabel Independen

Variabel independen yang disimbolkan dengan (X) dalam penelitian ini adalah kepemilikan institusional (X1), free cash flow (X2), collateral assets (X3), return on assets (X4). Diukur menggunakan rumus:

Kepemilikan Institusional (X1)

$$\text{Kepemilikan Institusional} = \frac{\text{Saham yang Dimiliki Institusi}}{\text{Total Saham yang Beredar}}$$

Sumber: Awalina (2016)

Free Cash Flow (X2)

$$\text{FCF} = \frac{\text{Arus Kas Operasi} - (\text{Net Capital Expenditure} + \text{Change In Working Capital})}{\text{Total Assets}}$$

Sumber : Rosdini (2009)

Dengan keterangan:

Net capital expenditure = nilai perolehan aktiva tetap akhir – nilai perolehan aktiva tetap awal

Change in working capital = jumlah aktiva lancar – hutang lancar

Keterangann:

- *Net capital expenditure* = Pengeluaran modal bersih
- *Changes in working capital* = Perubahan modal kerja

Collateral Assets (X3)

$$\text{Collateral Assets} = \frac{\text{Fixed Assets}}{\text{Total Assets}}$$

Sumber : Pujiastuti (2008)

Return on Assets (X4).

$$ROA = \frac{\text{Earning After Interest and Tax}}{\text{Total Assets}}$$

Sumber: Kasmir (2016)

Variabel Intervening

Variabel dependen yang disimbolkan dengan (Z) dalam penelitian ini adalah kebijakan hutang. Diukur menggunakan rumus:

$$\text{Debt to Equity Ratio} = \frac{\text{Total Hutang}}{\text{Equity}}$$

Sumber: Kamir (2016)

Populasi dan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan industri barang konsumsi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dengan tahun penelitian 2012-2019. Sektor industri barang konsumsi merupakan salah satu sektor manufaktur yang berperan aktif dalam di dalam pasar modal Indonesia. Selain itu, sektor industri barang konsumsi menyediakan barang-barang kebutuhan primer masyarakat sehingga investasi pada sektor ini cukup menjanjikan. Pemilihan sampel dilakukan dengan teknik purposive sampling. Adapun kriteria sampel penelitian ialah sebagai berikut:

1. Seluruh perusahaan manufaktur subsektor industri barang konsumsi yang terdaftar di BEI selama periode penelitian 2012-2019.
2. Perusahaan yang melakukan pembayaran dividen tunai secara berturut-turut selama periode penelitian 2012-2019.
3. Perusahaan yang memiliki data kepemilikan institusional, free cash flow, collateral assets, return on assets dan kebijakan hutang selama periode penelitian 2012-2019.

Berdasarkan hasil penyaringan diperoleh sampel sebanyak 120 (8 X 15) perusahaan industri barang konsumsi yang memenuhi kriteria untuk menjadi sampel penelitian.

Tabel 3.1 Penyaringan Sampel Penelitian Berdasarkan Teknik Purposive

No	Keterangan	Jumlah
1.	Perusahaan industri barang konsumsi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2012-2019	33
2.	Perusahaan industri barang konsumsi yang tidak membagikan dividen selama periode penelitian 2009 – 2018	(18)
Jumlah Sampel		15

Sumber data diolah dari www.idx.co.id

Jenis dan Sumber Data

Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder. Sumber data dalam penelitian ini berasal dari website www.idx.co.id yang berupa data sekunder. Data-data yang dibutuhkan dalam penelitian ini meliputi data kepemilikan institusional, free cash flow, collateral assets, return on assets, kebijakan dividen dan kebijakan hutang.

Metode Pengumpulan Data

Metode pengumpulan data yang digunakan dalam penelitian ini adalah metode dokumentasi. Peneliti memperoleh data dari laporan keuangan tahunan perusahaan yang dimuat di Indonesian Market Directory tahun 2012-2019 beserta catatan yang menyertainya, juga laporan keuangan yang dipublikasikan yang terpisah dengan ICMD.

Alat Analisis

a. Alat Pengolah Data

Data dalam penelitian ini diolah dengan menggunakan program SPSS 22 (Statistical Package for Social Sciences).

b. Statistik Deskriptif

Ghozali (2018) mengungkapkan hasil dari uji statistik deskripsi ini menjelaskan tentang data-data statistik dari masing-masing variabel seperti:

Tendensi sentral (mean, median dan modus).

Standar deviasi, yaitu besarnya varians atau perbedaan nilai antara nilai data minimum dan maksimal.

c. Uji Asumsi Klasik

Menurut Ghozali (2018) pengujian yang diperlukan untuk memenuhi persyaratan asumsi klasik yaitu uji multikolinearitas dengan nilai tolerance lebih dari atau sama dengan 10% dan VIF harus kurang dari atau sama dengan 10. Uji autokorelasi nilai Asym sig (2-tailed) lebih besar dari 0,05. Uji heteroskedastisitas jika terdapat pola tertentu yang teratur maka diindikasikan terjadi heteroskedastisitas. Uji normalitas dengan nilai Kolmogorov-Smirnov lebih besar dari 5%

i. Uji Normalitas

Uji normalitas digunakan untuk menguji apakah dalam model regresi variabel pengganggu atau residual memiliki distribusi normal (Ghozali, 2018). Teknik pengujian yang digunakan dalam penelitian ini adalah One Sample Kolmogorov Smirnov Test, yaitu pengujian dua sisi dengan membandingkan hasil uji dengan taraf signifikansi. Taraf signifikansi yang digunakan dalam penelitian ini adalah 0,05 atau 5%. Ghozali (2018) mengungkapkan data dapat dikatakan berdistribusi normal apabila nilai Kolmogorov-Smirnov lebih besar dari 5%, bila kurang dari 5% maka data berdistribusi dengan tidak normal.

ii. Uji Multikolinieritas

Uji multikolinearitas digunakan untuk menguji apakah dalam model regresi ditemukan adanya korelasi antar variabel independen. Ghozali (2018) menyatakan indikator model regresi yang baik yaitu tidak adanya korelasi diantara variabel independen. Untuk mendeteksi ada atau tidaknya multikolinearitas dalam model regresi dengan menggunakan nilai tolerance dan nilai variance inflation factor (VIF). Untuk nilai tolerance harus lebih besar dari 0,10 (10%) dan nilai VIF harus lebih kecil dari 10.

iii. Uji Heteroskedastisitas

Uji heteroskedastisitas digunakan untuk menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan variance dari residual atau ke pengamat lain (Ghozali, 2018). Menurut Ghozali (2018) ada beberapa cara untuk mendeteksi ada tidaknya heteroskedastisitas yaitu dengan melihat ada atau tidaknya pola tertentu pada grafik scatterspot antara SRESID dan ZPRED dimana sumbu Y adalah Y yang telah diprediksi, sumbu X adalah residual (Y prediksi-Y sesungguhnya) yang telah distudentized. Dasar analisis heteroskedastisitas adalah bila ada

pola tertentu, seperti titik-titik yang ada membentuk pola yang teratur maka mengindikasikan telah terjadi heteroskedastisitas. Sebaliknya jika tidak ada pola yang jelas serta titik-titik menyebar di atas dan di bawah angka 0 pada sumbu Y, maka tidak terjadi heteroskedastisitas.

iv. Uji Autokorelasi

Uji autokorelasi digunakan menguji dalam model regresi ada korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode t dengan kesalahan pengganggu pada periode t-1 (sebelumnya) (Ghozali, 2018). Dalam penelitian ini menggunakan Run Test untuk melakukan pengujian apakah antar residual terdapat autokorelasi atau tidak. Dasar pengambilan keputusan ada tidaknya korelasi adalah bila nilai Asym sig (2-tailed) lebih besar dari 0,05, maka tidak terdapat gejala autokorelasi.

d. Analisis Jalur

Uji analisis jalur atau path analysis merupakan perluasan dari analisis regresi linier berganda, atau analisis jalur adalah perluasan analisis regresi untuk menaksir hubungan kualitas antar variabel yang telah ditetapkan sebelumnya berdasarkan teori (Ghozali, 2018).

Uji analisis jalur dalam aplikasi SPSS dihitung dengan perhitungan koefisien jalur. Koefisien jalur merupakan standardize dari koefisien regresi. Koefisien jalur dihitung dengan membuat dua persamaanstruktural yaitu persamaan regresi yang menunjukkan hubungan yang dihipotesiskan (Ghozali, 2018).

persamaan untuk menguji hipotesis secara keseluruhan adalah sebagai berikut:

Persamaan substruktur 1:

$$Y_1 = PY_1X_1 + PY_1X_2 + PY_1X_3 + PY_1X_4 + \epsilon_1$$

Sumber: Buku Sarwono, 2007

Keterangan:

Y1: Kebijakan Hutang

P : Koefisisen regresi

Y1: Kebijakan Hutang

X1: Kepemilikan Institusional

X2: Free Cash Flow

X3: Collateral Assets

X4: Return On Assets

€1 : Error

Persamaan substruktur 2:

$$Y_2 = PY_2X_1 + PY_2X_2 + PY_2X_3 + PY_2X_4 + PY_2Y_1 + \epsilon_2$$

Sumber: Buku Sarwono, 2007

Keterangan:

Y2: Kebijakan Dividen

P : Koefisisen regresi

Y1: Kebijakan Hutang

X1: Kepemilikan Institusional

X2: Free Cash Flow

X3: Collateral Assets

X4: Return On Assets
€1 : Error

e. Uji Hipotesisi (Uji t)

Uji t digunakan untuk menunjukkan seberapa besar pengaruh satu variabel independen secara individual dalam menerangkan variasi variabel dependen (Ghozali, 2018). Uji t ini dilakukan dengan membandingkan antara tingkat signifikansi t dengan tingkat derajat kesalahan penelitian sebesar 0,05 (5%). Apabila nilai signifikansi lebih kecil dari 0,05 atau 5% maka hipotesis diterima. Namun jika nilai signifikansi lebih besar dari 0,05 atau 5% maka hipotesis ditolak.

f. Uji Sobel dan Bootstrapping

Uji sobel digunakan untuk mengetahui pengaruh variabel intervening yaitu kebijakan hutang. Suatu variabel disebut variabel intervening jika variabel tersebut mempengaruhi hubungan antar variabel independen dan variabel dependen. Uji sobel ini digunakan untuk menjawab hipotesis kesepuluh sampai dengan ketigabelas. Uji sobel dilakukan dengan cara menguji kekuatan pengaruh tidak langsung variabel X1, X2, X3, X4 terhadap variabel Y2 melalui Y1.

Dalam menguji signifikansi mediasi (variabel intervening) dengan menggunakan teknik bootstrapping. Bootstrapping adalah suatu pendekatan non-parametrik yang tidak mengansumsikan bentuk distribusi variabel dan dapat diaplikasikan pada jumlah sampel kecil. Hayes dan Preacher dalam (Ghozali, 2018) mengembangkan uji sobel dan bootstrapping dalam bentuk script SPSS.

Hasil output sobel test dan bootstrap pada bagian Indirect Effect (IE) terlihat nilai koefisien mediasi variabel X1, X2, X3 dan X4 terhadap variabel Y2 melalui Y1 yang merupakan perkalian antara koefisien b(MX) dan b(YM.X) akan terlihat besarnya signifikansi. Untuk hasil bootstrapping memberikan nilai estimasi variabel X1, X2, X3 dan X4 terhadap variabel Y2 melalui variabel Y1 dan nilai confidence level 95% dan 99% dapat dihitung nilai t dari pengaruh tidak langsung menggunakan bootstrapping:

$$t = \frac{\text{koefisien indirect effect}}{s.e \text{ (standard error)}}$$

Sumber : Ghozali, 2018

Nilai t_{hitung} kemudian dibandingkan dengan nilai t_{tabel} , apabila nilai $t_{hitung} > t_{tabel}$ maka dapat disimpulkan terjadi pengaruh mediasi dari variabel intervening yakni kebijakan hutang.

Uji Kelayakan Model (Uji F)

Uji F pada dasarnya untuk menunjukkan kelayakan model atau kemampuan variabel independen dalam menjelaskan variabel dependen sehingga dapat diketahui apakah model regresi ini layak untuk diteliti. Jika nilai signifikansi kurang dari 0,05 atau 5% maka dapat disimpulkan bahwa model penelitian layak dan semua variabel independen dapat menjelaskan variabel dependen. Sedangkan bila nilai signifikansi lebih dari 0,05 maka disimpulkan bahwa penelitian tidak layak dan semua variabel independen tidak dapat menjelaskan variabel dependen.

Uji Koefisien Determinasi (R²)

Koefisien determinasi (R²) mengukur seberapa jauh kemampuan model dalam menerangkan variasi dalam variabel dependen (Ghozali, 2018). Nilai koefisien determinasi

yaitu antara nol sampai dengan satu. Nilai (R²) yang kecil menandakan kemampuan variabel independen dalam menjelaskan variabel dependen dengan sangat terbatas, nilai yang mendekati satu artinya variabel independen memberikan hampir semua informasi yang dibutuhkan untuk memprediksi variasi variabel dependen (Ghozali, 2018).

D. HASIL DAN PEMBAHASAN

a) Statistik Deskriptif

Hasil dari pengujian statistik deskriptif dari variabel kepemilikan institusional, *free cash flow*, *collateral assets*, dan *return on assets* dari tahun 2012-2019 disajikan dalam tabel 4.1 di bawah ini.

Tabel 4.1 Statistik Deskriptif

Descriptive Statistics					
	N	Mini mum	Maxi mum	Me an	Std. Deviation
Kepemilikan Institusional	120	,14	1,00	,79 03	,16132
Free Cash Flow	120	1	201 93	236 8,12	3824,13 7
Collateral Assets	120	,09	,82	,39 62	,16320
Return on Assets	120	,00	,67	,17 93	,13412
Kebijakan Dividen	120	,000	123, 190	1,5 6972	11,2392 18
Kebijakan Hutang	120	,07	3,03	,76 06	,66390
Valid N (listwise)	120				

Hasil uji statistik deskriptif pada tabel 4.1, didapatkan informasi sebagai berikut. Variabel kepemilikan institusional terendah dimiliki oleh PT Nippon Indosari Corporindo Tbk dan tertinggi dimiliki oleh Industri Jamu dan Farmasi Sido Muncul Tbk. Rata-rata kepemilikan institusional adalah 0,7903 dan standar deviasi sebesar 0,16132. Variabel *free cash flow* terendah dimiliki oleh PT Sekar Laut Tbk dan tertinggi dimiliki oleh perusahaan Handjaya Mandala Sampoerna Tbk. Rata-rata *free cash flow* adalah 0,3962 dan standar deviasi sebesar 0,16320. Variabel *collateral assets* terendah dimiliki oleh PT Delta Djakarta Tbk dan tertinggi dimiliki oleh Industri PT Nippon Indosari Corporindo Tbk. Rata-rata *collateral assets* adalah 0,3962 dan standar deviasi sebesar 0,16320. Variabel *return on assets* terendah dimiliki oleh Kimia Farma Tbk dan tertinggi dimiliki oleh PT Multi Bintang Indonesia Tbk. Rata-rata *return on assets* adalah 0,1793 dan standar deviasi sebesar 0,13412. Variabel kebijakan dividen terendah dimiliki oleh Kimia Farma Tbk dan tertinggi dimiliki oleh PT Multi Bintang Indonesia Tbk. Rata-rata kebijakan dividen adalah 1,56972 dan standar deviasi sebesar 11,239218. Variabel kebijakan hutang terendah dimiliki oleh Industri Jamu dan Farmasi Sido Muncul Tbk

dan tertinggi dimiliki oleh PT Multi Bintang Indonesia Tbk. Rata-rata kebijakan dividen adalah 0,7606 dan standar deviasi sebesar 0,66190.

b) Uji Asumsi Klasik

Pada penelitian ini digunakan 2 persamaan substruktur. Berikut adalah persamaan substruktur dalam penelitian ini:

Persamaan substruktur 1:

$$Y_1 = \beta_{11}X_1 + \beta_{12}X_2 + \beta_{13}X_3 + \beta_{14}X_4 + \epsilon_1$$

Persamaan substruktur 2:

$$Y_2 = \beta_{21}X_1 + \beta_{22}X_2 + \beta_{23}X_3 + \beta_{24}X_4 + \epsilon_2$$

a) Uji Normalitas

Uji normalitas digunakan untuk menguji apakah dalam model regresi variabel pengganggu atau residual memiliki distribusi normal (Ghozali, 2018). Data dapat dikatakan berdistribusi normal apabila nilai *Kolmogrov-Smirnov* lebih besar dari 5%. Berdasarkan hasil uji normalitas pada tabel 4.2 bahwa nilai signifikansi persamaan 1 sebesar 0,001 dan persamaan 2 sebesar 0,000. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa persamaan 1 dan persamaan 2 tidak lulus uji normalitas.

Tabel 4.2 Hasil Uji Normalitas Persamaan Substruktur 1 dengan One Sample Kolmogrov-Smirnov

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test				Persamaan 1	Persamaan 2
		Unstandardized Residual			
N			120	120	
Normal Parameters ^{a,b}	Mean		,0000000	,0000000	
	Std. Deviation		,49905790	10,64619004	
Most Extreme Differences	Absolute		,110	,321	
	Positive		,110	,321	
	Negative		-,051	-,204	
Test Statistic			,110	,321	
Asymp. Sig. (2-tailed)			,001 ^c	,000 ^c	

b) Uji Multikolinearitas
Uji multikolinearitas digunakan untuk menguji apakah dalam model regresi

ditemukan adanya korelasi antar variabel independen. Untuk mendeteksi ada atau tidaknya multikolinearitas dalam model regresi dengan menggunakan nilai *tolerance* dan nilai *variance inflation factor* (VIF). Untuk nilai *tolerance* harus lebih besar dari 0,10 (10%) dan nilai VIF harus lebih kecil dari 10. Berdasarkan hasil uji multikolinearitas dapat dilihat pada tabel 4.3 memiliki nilai *tolerance* >10 dan nilai *variance inflation factor* (VIF) < 10. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa persamaan 1 dan persamaan 2 bebas dari gejala multikolinearitas.

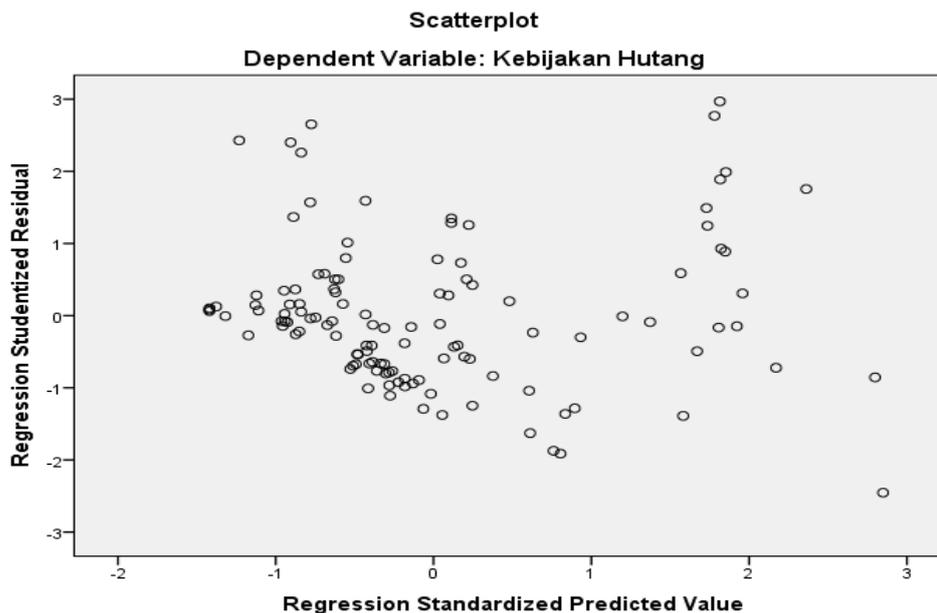
Tabel 4.3 Hasil Uji Multikolinearitas

Coefficients ^a		
	Persamaan 1	Persamaan 2
Model	Collinearity Statistics	Collinearity Statistics

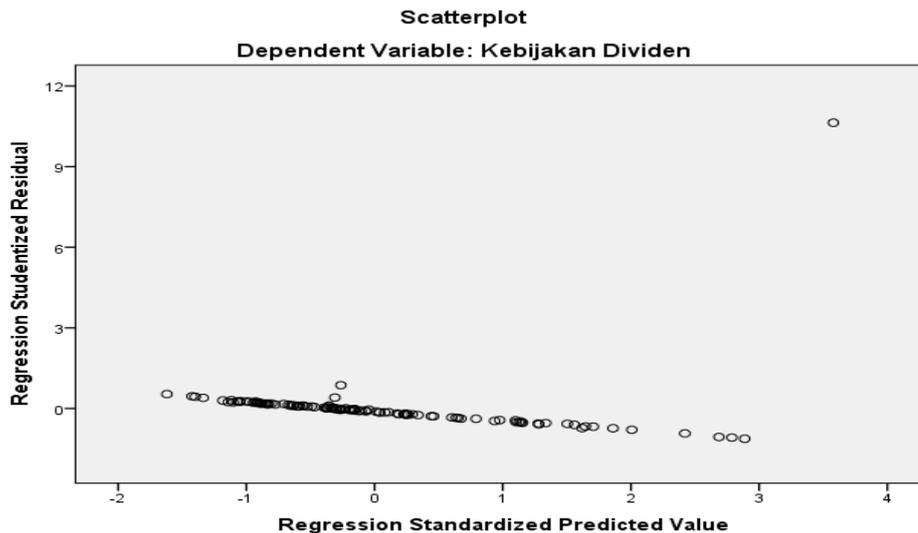
		Tolerance	VIF	Tolerance	VIF
1	(Constant)				
	Kepemilikan Institusional	,894	1,119	,889	1,124
	Free Cash Flow	,861	1,161	,859	1,164
	Collateral Assets	,918	1,090	,614	1,628
	Return on Assets	,833	1,200	,722	1,385

c) Uji Heterokedastisitas

Uji heteroskedastisitas digunakan untuk menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan *variance* dari residual atau ke pengamat lain (Ghozali, 2018). Dasar analisis heteroskedastisitas adalah bila ada pola tertentu, seperti titik-titik yang ada membentuk pola yang teratur maka mengindikasikan telah terjadi heteroskedastisitas. Berdasarkan hasil uji heteroskedastisitas pada gambar 4.2 dan gambar 4.3 dapat dilihat bahwa persamaan 1 tidak ada pola yang jelas serta titik-titik menyebar dan pada persamaan 2 terdapat titik-titik yang membentuk pola yang teratur. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa persamaan 1 terbebas dari gejala heteroskedastisitas sedangkan pada persamaan 2 telah terjadi heteroskedastisitas.



Gambar 4.1 Hasil Uji Heteroskedastisitas Persamaan 1



Gambar 4.2 Hasil Uji Heteroskedastisitas Persamaan 2

d) Uji Autokorelasi

Uji autokorelasi digunakan menguji dalam model regresi ada korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode t dengan kesalahan pengganggu pada periode $t-1$ (sebelumnya) (Ghozali, 2018). Dasar pengambilan keputusan ada tidaknya korelasi adalah bila nilai Asym sig (*2-tailed*) lebih besar dari 0,05, maka tidak terdapat gejala autokorelasi. Berdasarkan hasil uji autokorelasi pada tabel 4.4 dapat dilihat bahwa persamaan 1 dan persamaan 2 menunjukkan nilai Asym sig (*2-tailed*) $> 0,05$. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa persamaan 1 dan persamaan 2 terdapat gejala autokorelasi.

e) Penormalan Data dengan Outlier

Setelah dilakukan uji asumsi klasik terhadap semua variabel, dapat dilihat pada uji normalitas persamaan 1 dan 2 data tidak terdistribusi dengan normal. Sedangkan pada uji heteroskedastisitas persamaan 2 terdapat gejala heteroskedastisitas. Serta pada uji autokorelasi persamaan 1 dan persamaan 2 terdapat gejala autokorelasi. Oleh karena itu seluruh variabel akan dilakukan *outlier data*.

i. Hasil Uji Normalitas Setelah Penormalan Data

Berdasarkan hasil uji normalitas setelah penormalan data dapat dilihat seperti tabel 4.6 di atas bahwa persamaan 1 dan persamaan 2 memiliki nilai signifikan lebih besar dari 0,05. Dengan demikian dapat disimpulkan persamaan 1 dan persamaan 2 bahwa data terdistribusi dengan normal.

Tabel 4.6 Hasil Uji Normalitas Setelah Penormalan Data

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test		
	Persamaan 1	Persamaan 2
	Unstandardized Residual	Unstandardized Residual
N	48	48

Normal Parameters ^{a,b}	Mean	,0000000	,0000000
	Std. Deviation	,15147168	,18833521
Most Extreme Differences	Absolute	,119	,082
	Positive	,119	,082
	Negative	-,053	-,060
Test Statistic		,119	,082
Asymp. Sig. (2-tailed)		,088 ^c	,200 ^{c,d}

ii. Hasil Uji Multikolinieritas Setelah Penormalan Data

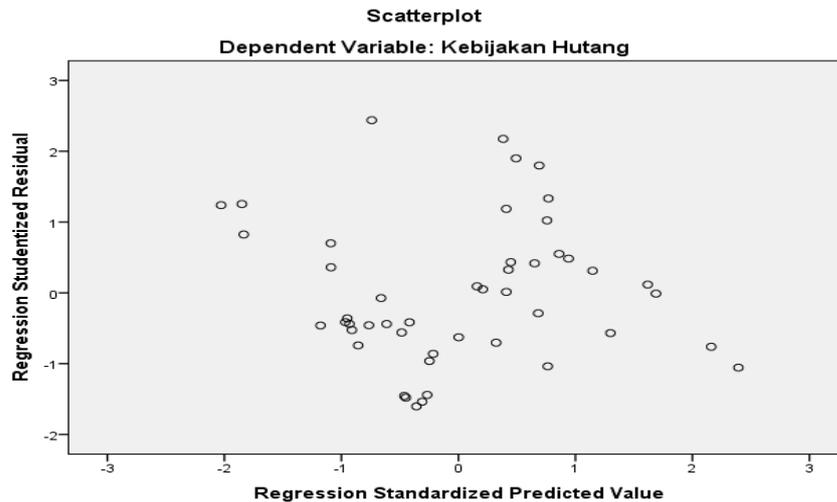
Berdasarkan hasil pengujian multikolinieritas setelah penormalan data dapat dilihat seperti tabel 4.7 di atas bahwa memiliki nilai *tolerance* >10 dan nilai *variance inflation factor* (VIF) < 10. Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa persamaan 1 dan persamaan 2 terbebas dari gejala multikolinieritas.

Tabel 4.7 Hasil Uji Multikolinieritas Setelah Penormalan Data

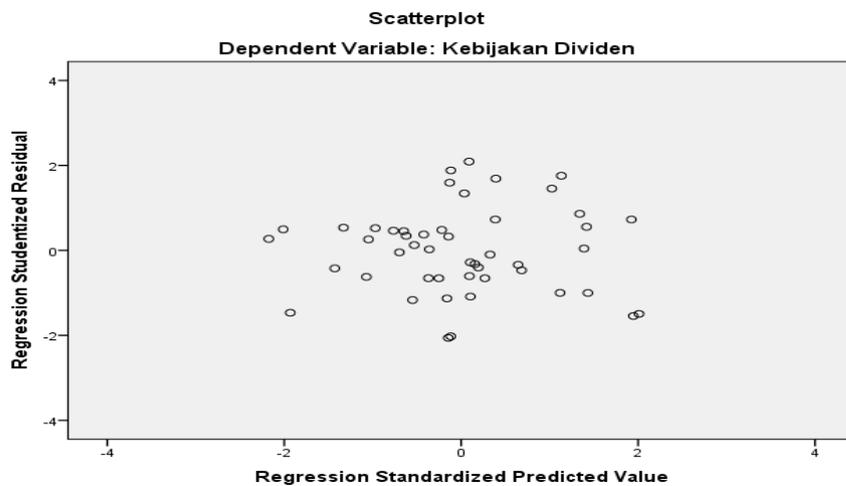
Coefficients ^a					
Model		Persamaan 1		Persamaan 2	
		Collinearity Statistics		Collinearity Statistics	
		Tolerance	VIF	Tolerance	VIF
1	(Constant)				
	Kepemilikan Institusional	,852	1,174	,822	1,216
	Free Cash Flow	,784	1,276	,633	1,580
	Collateral Assets	,693	1,443	,692	1,445
	Return on Assets	,756	1,323	,632	1,581

iii. Hasil Uji Heterokedastisitas Setelah Penormalan Data

Berdasarkan hasil uji heterokedastisitas setelah penormalan data dapat dilihat seperti gambar 4.3 dan gambar 4.4 di atas bahwa persamaan 1 dan persamaan 2 tidak ada pola yang jelas serta titik-titik menyebar. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa persamaan 1 dan persamaan 2 tidak terjadi gejala heterokedastisitas.



Gambar 4.3 Hasil Uji Heteroskedastisitas dengan *Scatterplots* Setelah Penormalan Data Persamaan 1



Gambar 4.4 Hasil Uji Heteroskedastisitas dengan *Scatterplots* Setelah Penormalan Data Persamaan 2

iv. Hasil Uji Autokorelasi Setelah Penormalan Data

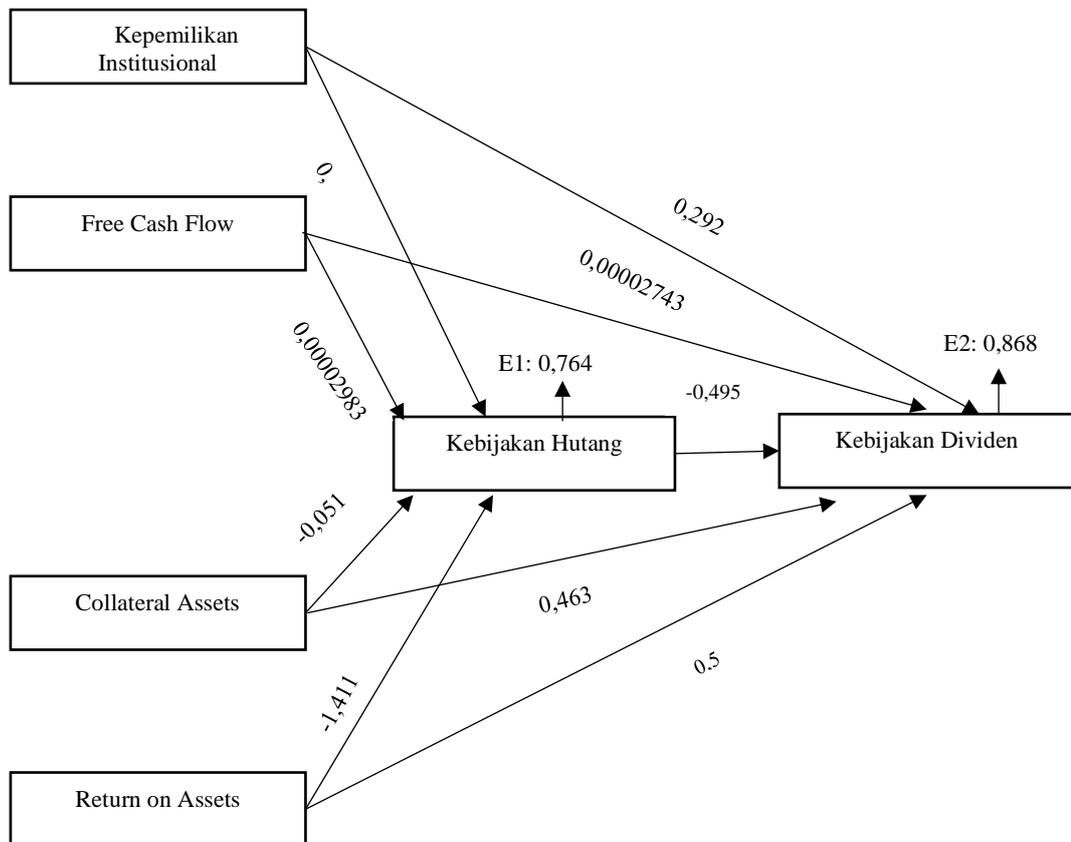
Berdasarkan hasil uji autokorelasi setelah penormalan data dapat dilihat seperti tabel 4.8 di atas persamaan 1 memiliki nilai *Asymp. Sig. (2-tailed)* sebesar $0,000 < 0,005$ yang artinya bahwa pada persamaan 1 memiliki gejala autokorelasi. Namun menurut Gani & Amalia (2018) menyatakan bahwa autokorelasi umumnya terjadi pada data *time-series*. Hal ini dikarenakan observasi-observasi pada *time-series* mengikuti urutan alamiah antarwaktu sehingga observasi-observasi secara berturut-turut mengandung interkorelasi, khususnya jika rentang waktu diantara observasi yang berurutan adalah rentang waktu yang pendek, seperti hari, minggu, atau bulan Gujarati (1999) dalam (Gani & Amalia, 2018). Sehingga persamaan 1 tetap diperbolehkan walaupun terjadi gejala autokorelasi, karena data pada penelitian ini adalah data panel yang merupakan gabungan antara data *cross section* dan data *time-series*. Sedangkan pada persamaan 2 memiliki nilai *Asymp. Sig.(2-tailed)* sebesar $0,058 > 0,05$ sehingga tidak terjadi gejala autokorelasi.

Tabel 4.8 Hasil Uji Autokorelasi Setelah Penormalan Data

Runs Test		
	Persamaan 1	Persamaan 2
	Unstandardized Residual	Unstandardized Residual
Test Value ^a	-,02700	,00604
Cases < Test Value	24	24
Cases >= Test Value	24	24
Total Cases	48	48
Number of Runs	10	18
Z	-4,231	-1,897
Asymp. Sig. (2-tailed)	,000	,058

f) Analisis Jalur

Berdasarkan hasil regresi di atas maka persamaan strukturalnya sebagai berikut:



Gambar 4.5 Model Diagram Jalur

g) Uji Hipotesis (Uji t)

Berdasarkan tabel 4.9 hasil pengujian uji t persamaan satu sebagai berikut:

Tabel 4.9 Hasil Pengujian Hipotestis (Uji t) Substruktur 1

Coefficients ^a					
Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
(Constant)	,308	,250		1,234	,224
Kepemilikan Institusional	,283	,229	,156	1,234	,224
Free Cash Flow	2,983E-5	,000	,421	3,202	,003
Collateral Assets	-,051	,216	-,033	-,235	,815
Return on Assets	-1,411	,487	-,388	-2,897	,006

Kepemilikan institusional (X_1) diketahui nilai koefisien sebesar 0,283 dan nilai signifikansinya 0,224 > 0,05, maka dapat dinyatakan bahwa variabel kepemilikan institusional berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap kebijakan hutang. *Free cash flow* (X_2) diketahui nilai koefisien sebesar 0,00002983 dan nilai signifikansinya 0,003 < 0,05, maka dapat dinyatakan bahwa variabel *free cash flow* berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan hutang. *Collateral assets* (X_3) diketahui nilai koefisien sebesar -0,051 dan nilai signifikansinya 0,815 > 0,05, maka dapat dinyatakan bahwa variabel *collateral assets* berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap kebijakan hutang. *Return on assets* (X_4) diketahui nilai koefisien sebesar -2897 dan nilai signifikansinya 0,006 < 0,05, maka dapat dinyatakan bahwa variabel *return on assets* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang.

Berdasarkan tabel 4.10 hasil pengujian uji t persamaan dua sebagai berikut:

Tabel 4.10 Hasil Pengujian Hipotesis (Uji t) Substruktur 2

Coefficients ^a					
Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
(Constant)	,132	,320		,413	,682

Kepemilikan Institusional	,292	,294	,147	, 993	,3 26
Free Cash Flow	2,74 3E-5	,000	,354	2 ,103	,0 42
Collateral Assets	,463	,272	,274	1 ,699	,0 97
Return on Assets	,550	,670	,138	, 821	,4 16
Kebijakan Hutang	-,49 5	,192	-,453	- 2,57 9	,0 13

Kepemilikan institusional (X_1) diketahui nilai koefisien sebesar 0,292 dan nilai signifikansinya $0,326 > 0,05$, maka dapat dinyatakan bahwa variabel kepemilikan institusional berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap kebijakan dividen. *Free cash flow* (X_2) diketahui nilai koefisien sebesar 0,00002743 dan nilai signifikansinya $0,042 < 0,05$, maka dapat dinyatakan bahwa variabel *free cash flow* berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan Dividen. *Collateral assets* (X_3) diketahui nilai koefisien sebesar 0,463 dan nilai signifikansinya $0,097 > 0,05$, maka dapat dinyatakan bahwa variabel *collateral assets* berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap kebijakan dividen. *Return on assets* (X_4) diketahui nilai koefisien sebesar 0,550 dan nilai signifikansinya $0,416 > 0,05$, maka dapat dinyatakan bahwa variabel *return on assets* berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap kebijakan dividen. Kebijakan hutang (Y_1) diketahui nilai koefisien sebesar -0,495 dan nilai signifikansinya $0,013 < 0,05$, maka dapat dinyatakan bahwa variabel kebijakan hutang berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan dividen

h) Uji Sobel

Uji sobel digunakan untuk mengetahui pengaruh variabel *intervening* yakni kebijakan hutang. Suatu variabel disebut variabel *intervening* jika variabel tersebut mempengaruhi hubungan antar variabel independen dengan dependen. Uji sobel ini digunakan untuk menjawab hipotesis kesepuluh sampai dengan ketigabelas. Uji sobel ini dilakukan dengan membandingkan t_{hitung} dengan t_{tabel} . Apabila t_{hitung} lebih besar daripada t_{tabel} maka terjadi pengaruh mediasi. Berdasarkan tabel 4.11 hasil pengujian uji sobel ialah sebagai berikut:

Tabel 4.11 Hasil Uji Sobel

Independen	Intervening	Dependen	Indirect Effect	s.e	t_{hitung}	t_{tabel}
Kepemilikan Institusional (X_1)	Kebijakan Hutang (Y_1)	Kebijakan Dividen (Y_2)	0,535	0,589	0,9176	2,0166
Free Cash Flow (X_2)	Kebijakan Hutang (Y_1)	Kebijakan Dividen (Y_2)	0,000	0,000	0,000	2,0166
Collateral Assets (X_3)	Kebijakan Hutang (Y_1)	Kebijakan Dividen (Y_2)	0,1465	0,855	0,1713	2,0166
Return on Assets (X_4)	Kebijakan Hutang (Y_1)	Kebijakan Dividen (Y_2)	0,5446	0,4686	1,621	2,0166

Dari hasil uji sobel diperoleh $t_{hitung} < t_{tabel}$ yaitu $0,91766 < 2,016$ kepemilikan institusional terhadap kebijakan dividen melalui kebijakan hutang tidak signifikan. Dari hasil uji sobel diperoleh $t_{hitung} < t_{tabel}$ yaitu $0,000 < 2,016692$ *free cash flow* terhadap kebijakan dividen melalui kebijakan hutang tidak signifikan. Dari hasil uji sobel diperoleh $t_{hitung} < t_{tabel}$ yaitu $0,1713 < 2,016692$ *collateral assets* terhadap kebijakan dividen melalui kebijakan hutang tidak signifikan. Dari hasil uji sobel diperoleh $t_{hitung} < t_{tabel}$ yaitu $1,1621 < 2,016692$ *return on assets* terhadap kebijakan dividen melalui kebijakan hutang tidak signifikan.

i) Uji Kelayakan Model (Uji F)

1. Uji Kelayakan Model Substruktur 1

Melalui tabel 4.12 uji kelayakan model persamaan substruktur 1 dapat diamati bahwa hasil signifikansi dari uji kelayakan model bernilai 0,000 merupakan angka yang lebih kecil dari nilai $\alpha=0,05$ atau 5%, sehingga dapat disimpulkan bahwa model regresi layak digunakan untuk analisis jalur.

Tabel 4.12 Hasil Uji Kelayakan Model (Uji F) Substruktur 1

ANOVA ^a						
Model		Sum of Squares	Df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	,769	4	,192	7,664	,000 ^b
	Residual	1,078	43	,025		
	Total	1,847	47			

2. Uji Kelayakan Model Substruktur 1

Melalui tabel 4.13 uji kelayakan model persamaan substruktur 2 dapat diamati bahwa hasil signifikansi dari uji kelayakan model bernilai 0,032 merupakan angka yang lebih kecil dari nilai $\alpha=0,05$ atau 5%, sehingga dapat disimpulkan bahwa model regresi layak digunakan untuk analisis jalur.

Tabel 4.13 Hasil Uji Kelayakan Model (Uji F) Substruktur 2

ANOVA ^a						
Model		Sum of Squares	Df	Mean Square	F	Sig.

1	Regression	,541	5	,108	2,726	,032 ^b
	Residual	1,667	42	,040		
	Total	2,208	47			

j) Uji Koefisien Determinasi (R²)

1. Uji Koefisien Determinasi (R²) Persamaan Subsruktur 1

Berdasarkan tabel dapat dilihat bahwa nilai *R square* sebesar 0,416 yang berarti 46,4% variable dependen dapat dijelaskan oleh variasi dari variable independent. Oleh karena itu, dapat disimpulkan bahwa 41,6% kebijakan hutang dipengaruhi oleh kepemilikan institusional, *free cash flow*, *collateral assets* dan roa. Sedangkan sisanya sebesar 58,4% dipengaruhi oleh variabel lain selain variabel yang digunakan dalam penelitian ini.

Tabel 4.14 Hasil Uji Koefisien Determinasi (R²) Substruktur 1

Model Summary ^b				
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,645 ^a	,416	,362	,15836

2. Uji Koefisien Determinasi (R²) Persamaan Subsruktur 2

Berdasarkan tabel dapat dilihat bahwa nilai *R square* sebesar 0,245 yang berarti 24,5% variable dependen dapat dijelaskan oleh variasi dari variable independent. Oleh karena itu, dapat disimpulkan bahwa 24,5% kebijakan dividen dipengaruhi oleh kepemilikan institusional, *free cash flow*, *collateral assets*, roa, dan kebijakan hutang. Sedangkan sisanya sebesar 75,5% dipengaruhi oleh variabel lain selain variabel yang digunakan dalam penelitian ini.

Tabel 4.15 Hasil Uji Koefisien Determinasi (R²) Substruktur 2

Model Summary ^b				
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,495 ^a	,245	,155	,19923

Pembahasan

1. Pengaruh Kepemilikan

Institusional Terhadap Kebijakan Hutang

Berdasarkan hasil uji hipotesis yang dilakukan, koefisien regresi variabel kepemilikan institusional sebesar 0,283 dan menunjukkan arah hubungan yang positif dengan signifikansi sebesar 0,224. Nilai signifikansi kepemilikan institusional yang lebih besar dari derajat 0,05 menunjukkan bahwa variabel kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap kebijakan

hutang pada perusahaan industri barang konsumsi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2012-2019. Dengan demikian, hipotesis pertama yang mengatakan kepemilikan institusional berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan hutang ditolak. kepemilikan institusional tidak mampu menjadi *controller* dalam meningkatkan pengawasan kinerja manajemen. Hal ini dikarenakan pemegang saham institusional bukan pemegang saham mayoritas sehingga tidak mampu mengawasi kinerja manajer dengan cara yang baik (Jenning, 2002) dalam (Liu et al., 2016). Pemegang saham institusi berkonsentrasi pada penanaman modal pada perusahaan dan apabila pemegang saham institusional merasa kurang puas atas kinerja manajemen mereka akan menjual sahamnya ke pasar modal, oleh karena itu manajemen tidak memperhatikan kepemilikan institusional dalam pengambilan keputusan, salah satunya ialah pengambilan kebijakan hutang. Hasil penelitian ini sama dengan Indahningrum & Handayani (2009) dan Astuti (2012).

2. Pengaruh *Free Cash Flow* Terhadap Kebijakan Hutang

Berdasarkan hasil uji hipotesis yang dilakukan, koefisien regresi variabel *free cash flow* sebesar 0,000002983 dan menunjukkan arah hubungan yang positif dengan signifikansi sebesar 0,003. Nilai signifikansi *free cash flow* yang lebih kecil dari derajat 0,05 menunjukkan bahwa variabel *free cash flow* berpengaruh terhadap kebijakan hutang pada perusahaan industri barang konsumsi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2012-2019. Dengan demikian, hipotesis kedua yang mengatakan *free cash flow* berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan hutang diterima.

Arah hubungan positif pada *free cash flow* terhadap kebijakan hutang pada perusahaan industri barang konsumsi bermakna bahwa dengan adanya peningkatan *free cash flow*, maka semakin besar kebijakan hutangnya. Perusahaan yang menghasilkan *free cash flow* yang tinggi rentan terhadap konflik keagenan antara pemegang saham dengan manajer. Pemegang saham menginginkan *free cash flow* dibagikan sebagai dividen dan manajer menginginkan dana *free cash flow* digunakan untuk investasi guna pengembangan perusahaan yang akan meningkatkan prestasi individu. Adanya penggunaan hutang oleh perusahaan dapat mengendalikan penggunaan aliran kas yang berlebihan oleh manajer. Apabila perusahaan memiliki utang yang besar, hal ini akan mengharuskan manajer menyisihkan dana yang lebih besar untuk membayar bunga dan pinjaman pokok secara periodik. Sehingga kas yang tersedia dengan membelanjakan sesuai kebutuhan manajer perusahaan. Dengan demikian konflik kepentingan antara pemegang saham dengan manajer dapat diminimalisir dengan adanya penggunaan hutang. Hasil penelitian ini sama dengan Indahningrum & Handayani (2009) dan Naini & Wahidahwati (2014).

3. Pengaruh *Collateral Assets* Terhadap Kebijakan Hutang

Berdasarkan hasil uji hipotesis yang dilakukan, koefisien regresi variabel *collateral assets* sebesar -0,051 dan menunjukkan arah hubungan yang negatif dengan signifikansi sebesar 0,815. Nilai signifikansi *collateral assets* yang lebih besar dari derajat 0,05 menunjukkan bahwa *collateral assets* tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang pada perusahaan industri barang konsumsi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2012-2019. Dengan demikian, hipotesis ketiga yang mengatakan *collateral assets* berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan hutang ditolak. Arah hubungan negatif pada *collateral assets* terhadap kebijakan hutang, yakni apabila perusahaan memiliki *collateral assets* yang tinggi maka akan mengurangi kebijakan hutangnya. Perusahaan yang memiliki jumlah aset tetap yang tinggi maka dapat dikatakan bahwa perusahaan tersebut memiliki dana yang cukup untuk membiayai kegiatan operasional perusahaannya, sehingga perusahaan tidak perlu menggunakan hutang sebagai sumber pendanaan dan hal ini membuat kebijakan hutangnya menjadi rendah. Penelitian ini sama dengan Mardiyati dkk (2018) dan Prathiwi & Yadnya, (2017).

4. Pengaruh *Return on Assets* Terhadap Kebijakan Hutang

Berdasarkan hasil uji hipotesis yang dilakukan, koefisien regresi variabel *return on assets* -1,411 dan menunjukkan arah hubungan yang negatif dengan signifikansi 0,006. Nilai signifikansi *return on assets* yang lebih kecil dari derajat 0,05 menunjukkan bahwa *return on assets* berpengaruh terhadap kebijakan hutang pada perusahaan industri barang konsumsi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2012-2019. Dengan demikian, hipotesis keempat yang mengatakan *return on assets* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang diterima.

Arah hubungan negatif pada *return on assets* terhadap kebijakan hutang pada perusahaan industri barang konsumsi bermakna bahwa dengan peningkatan *return on assets* maka perusahaan akan menurunkan kebijakan hutangnya. *Return on assets* mencerminkan kemampuan perusahaan dalam penggunaan investasi yang digunakan untuk operasi perusahaan dalam rangka menghasilkan profitabilitas perusahaan. Besarnya tingkat *return on assets* yang dihasilkan perusahaan akan mengurangi proporsi hutang karena laba ditahannya semakin besar. Hal ini juga akan mempengaruhi hubungan keagenan perusahaan dengan *debtholder*, sehingga dapat mengurangi *agency cost of debt*. Hasil penelitian ini sama dengan Nurmasari (2015), Purwasih et al. (2014), Susilawati (2007).

5. Pengaruh Kepemilikan Institusional Terhadap Kebijakan Dividen

Berdasarkan hasil uji hipotesis yang dilakukan, koefisien regresi variabel kepemilikan institusional sebesar 0,292 dan menunjukkan arah hubungan yang positif dengan signifikansi 0,326. Nilai signifikansi kepemilikan institusional yang lebih besar dari derajat 0,05 menunjukkan bahwa variabel kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen pada perusahaan industri barang konsumsi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2012-2019. Dengan demikian, hipotesis kelima yang mengatakan kepemilikan institusional berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen ditolak. Seperti halnya kepemilikan institusional terhadap kebijakan hutang, bahwa pemegang saham institusi tidak dapat mengawasi kinerja manajer dengan baik karena bukan pemegang saham mayoritas (Liu et al., 2016). Pemegang saham institusi berkonsentrasi kepada penanaman modal dan apabila tidak puas dengan kinerja manajemen mereka akan menjual sahamnya ke pasar modal, sehingga manajer tidak melihat besar atau kecilnya saham yang dimiliki institusi dalam menentukan kebijakan dividen. Hasil penelitian ini sama dengan Simanjutak & Kiswanto (2015), Triana et al., (2012) dan Rais & Santoso (2017).

6. Pengaruh *Free Cash Flow* Terhadap Kebijakan Dividen

Berdasarkan hasil uji hipotesis yang dilakukan, koefisien regresi variabel *free cash flow* sebesar 0,00002743 dan menunjukkan arah hubungan yang positif dengan signifikansi 0,042. Nilai signifikansi *free cash flow* yang lebih kecil dari derajat 0,05 menunjukkan bahwa variabel *free cash flow* berpengaruh terhadap kebijakan dividen pada perusahaan industri barang konsumsi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2012-2019. Dengan demikian, hipotesis keenam yang mengatakan *free cash flow* berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen diterima.

Arah hubungan positif pada *free cash flow* terhadap kebijakan dividen pada perusahaan industri barang konsumsi bermakna bahwa dengan adanya peningkatan *free cash flow*, maka perusahaan akan membayar dividen dalam jumlah yang besar kepada pemegang saham. Apabila perusahaan memiliki *free cash flow* yang tinggi dapat dikatakan bahwa perusahaan memiliki dana yang cukup untuk membiayai biaya operasionalnya sehingga mampu membayar dividen kepada pemegang saham. Dengan dibagikannya *free cash flow* kepada pemegang saham hal ini akan mengurangi konflik kepentingan antara pemegang dengan manajer. Pembagian dividen kepada pemegang saham akan memaksimalkan nilai perusahaan karena meningkatkan kemakmuran pemegang saham. Hal ini akan menarik minat investor untuk menanamkan modal karena mampu menunjukkan kinerja perusahaan yang baik dan mempunyai prospek yang baik di masa yang akan datang. Hasil penelitian ini sama dengan Ni Komang & Budiasih (2016) dan Rosdini (2009).

7. Pengaruh *Collateral Assets* Terhadap Kebijakan Dividen

Berdasarkan hasil uji hipotesis yang dilakukan, koefisien regresi *collateral assets* sebesar 0,463 dan menunjukkan arah hubungan positif dengan signifikansi 0,097. Nilai signifikansi *collateral assets* yang lebih besar dari derajat 0,05 menunjukkan bahwa variabel *collateral assets* tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen pada perusahaan industri barang konsumsi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2012-2019. Dengan demikian, hipotesis ketujuh yang mengatakan *collateral assets* berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen ditolak. *Collateral assets* tidak mampu menunjukkan ketersediaan kas sebuah perusahaan yang merupakan pertimbangan utama dalam pembayaran dividen tunai (Setiawati & Yesisca, 2016). Apabila *collateral assets* dapat menunjukkan ketersediaan kas maka akan lebih diutamakan untuk memenuhi dana kebutuhan dana internal dan investasi di masa yang akan datang. Penelitian ini mendukung *residual dividend theory* bahwa perusahaan melakukan pembayaran dividen setelah memenuhi kebutuhan pendanaan untuk investasi yang menguntungkan bagi perusahaan. Berdasarkan teori ini, kebijakan perusahaan untuk membayarkan dividen merupakan prioritas terakhir apabila perusahaan mempunyai dana sisa. Hasil penelitian ini sama dengan penelitian Pujiastuti (2008), Santoso & Prastiwi (2012) dan Setiawati & Yesisca (2016).

8. Pengaruh *Return on Assets* Terhadap Kebijakan Dividen

Berdasarkan hasil uji hipotesis yang dilakukan, koefisien regresi variabel *return on assets* sebesar 0,550 dan menunjukkan arah hubungan yang positif dengan signifikansi 0,416. Nilai signifikansi *return on assets* yang lebih besar dari derajat 0,05 menunjukkan bahwa variabel *return on assets* tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen pada perusahaan industri barang konsumsi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2012-2019. Dengan demikian, hipotesis kedelapan yang mengatakan *return on assets* berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen ditolak. Semakin besar laba yang dihasilkan oleh perusahaan maka semakin besar ekspansi yang ingin dilakukan oleh pemilik perusahaan dengan harapan mendapatkan keuntungan di masa yang akan datang. Sehingga sisa laba dari kegiatan operasional dan pembiayaan lainnya tidak dibagikan untuk dividen akan tetapi digunakan untuk investasi. Selaras dengan penelitian Novita Sari & Sudjarni (2015) bahwa perusahaan yang menghasilkan profitabilitas dalam kegiatan operasinya belum tentu digunakan untuk dalam bentuk dividen, terutama perusahaan yang menginginkan investasi di masa yang akan datang. Hasil penelitian ini sama dengan Swastyastu et al., (2014), Novita Sari & Sudjarni (2015).

9. Pengaruh Kebijakan Hutang Terhadap Kebijakan Dividen

Berdasarkan hasil uji hipotesis yang dilakukan, koefisien regresi variabel kebijakan hutang sebesar -0,495 dan menunjukkan arah hubungan yang negatif dengan signifikansi 0,013. Nilai signifikansi kebijakan hutang yang lebih kecil dari derajat 0,05 menunjukkan bahwa variabel kebijakan hutang berpengaruh terhadap kebijakan dividen.

Arah hubungan negatif pada kebijakan hutang terhadap kebijakan dividen pada perusahaan industri barang konsumsi bermakna bahwa dengan adanya peningkatan kebijakan hutang, maka perusahaan cenderung mengurangi jumlah dividen yang dibayarkan kepada pemegang saham. Apabila perusahaan memiliki hutang yang tinggi, hal ini akan mempengaruhi besar kecilnya laba bersih yang tersedia termasuk dividen yang akan diterima oleh pemegang saham. Dengan tingginya hutang yang digunakan perusahaan maka perusahaan akan lebih memprioritaskan pelunasan hutang daripada pembagian dividen. Penelitian ini sesuai dengan Firdaus et al., (2018), Arfan & Maywindlan, (2013) dan Isticharoh (2016).

10. Pengaruh Kepemilikan Institusional Terhadap Kebijakan Dividen Melalui Kebijakan

Hutang

Berdasarkan hasil uji sobel yang pertama diperoleh t_{hitung} sebesar 0,360. Pengujian hipotesis kesepuluh dilakukan dengan membandingkan t_{hitung} dengan t_{tabel} . Berdasarkan hasil uji sobel tersebut dapat diketahui nilai t_{hitung} sebesar 0,360 sedangkan t_{tabel} sebesar 2,016692 sehingga $t_{hitung} < t_{tabel}$ yakni $0,360 < 2,016692$. Oleh karena itu, dapat disimpulkan bahwa variabel kebijakan hutang bukan merupakan variabel *intervening* antara kepemilikan institusional terhadap kebijakan dividen sehingga hipotesis penelitian yang mengatakan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh terhadap kebijakan dividen melalui kebijakan hutang ditolak.

Hasil penelitian ini tidak mendukung konsep teori keagenan dimana kebijakan hutang dapat menjadi variabel yang mempengaruhi hubungan kepemilikan institusional terhadap kebijakan dividen. Menurut Kim dan Sorenson (1998) serta Crutchley, Jahera dan Raymond (1999) dalam Murtiningtyas (2012) bahwa meningkatnya hutang sebuah perusahaan menunjukkan pengawasan yang baik dari pihak pemegang hutang sehingga meningkatkan minat kepemilikan institusional untuk memiliki saham perusahaan tersebut. Namun pemegang saham insitusi memiliki wewenang lebih besar dibandingkan dengan pemegang saham lainnya dan cenderung memilih proyek yang lebih beresiko dengan harapan memperoleh keuntungan yang sangat besar, sehingga menggunakan hutang sebagai alternatif pembiayaan. Sehingga adanya peningkatan kepemilikan institusional akan meningkatkan kebijakan hutang akan tetapi tidak membuat pengawasan terhadap kinerja manajer semakin optimal melainkan kebutuhan dana seiring dengan ekspansi yang dilakukan perusahaan. Peningkatan kebijakan hutang membuat perusahaan harus menyisihkan dana untuk pembayaran pokok hutang beserta bunga yang menyebabkan pengurangan jumlah dividen yang akan dibayarkan kepada pemegang saham. Selaras dengan *residual dividend theory* perusahaan membayarkan dividen merupakan prioritas terakhir apabila perusahaan mempunyai dana sisa

11. Pengaruh *Free Cash Flow* Terhadap Kebijakan Dividen Melalui Kebijakan Hutang

Berdasarkan hasil uji sobel yang kedua diperoleh t_{hitung} sebesar 0,750. Pengujian hipotesis kesebelas dilakukan dengan membandingkan t_{hitung} dengan t_{tabel} . Berdasarkan hasil uji sobel tersebut dapat diketahui nilai t_{hitung} sebesar 0,750 sedangkan t_{tabel} sebesar 2,016692 sehingga $t_{hitung} < t_{tabel}$ yakni $0,750 < 2,016692$. Oleh karena itu, dapat disimpulkan bahwa variabel kebijakan hutang bukan merupakan variabel *intervening* antara *free cash flow* terhadap kebijakan dividen sehingga hipotesis penelitian yang mengatakan bahwa *free cash flow* berpengaruh terhadap kebijakan dividen melalui kebijakan hutang ditolak.

Hasil penelitian ini tidak mendukung konsep teori keagenan dimana kebijakan hutang dapat menjadi variabel yang mempengaruhi hubungan *free cash flow* terhadap kebijakan dividen. Perusahaan yang mempunyai *free cash flow* yang tinggi bisa dikatakan bahwa perusahaan memiliki dana internal berlebih yang belum digunakan untuk investasi dan aktivitasnya. Selaras dengan *Pecking Order Theory*, apabila perusahaan memiliki dana internal yang cukup maka perusahaan akan memaksimalkan dana tersebut untuk pembiayaan investasi dan aktivitasnya. Sehingga perusahaan tidak perlu menggunakan dana dari pihak eksternal berupa hutang. Serta mendukung *residual dividend theory* bahwa perusahaan melakukan pembayaran dividen setelah memenuhi kebutuhan pendanaan untuk investasi yang menguntungkan bagi perusahaan.

12. Pengaruh *Collateral Assets* Terhadap Kebijakan Dividen Melalui Kebijakan Hutang

Berdasarkan hasil uji sobel yang ketiga diperoleh t_{hitung} sebesar 0,029. Pengujian hipotesis keduabelas dilakukan dengan membandingkan t_{hitung} dengan t_{tabel} . Berdasarkan hasil uji sobel tersebut dapat diketahui nilai t_{hitung} sebesar 0,360 sedangkan t_{tabel} sebesar 2,016692 sehingga $t_{hitung} < t_{tabel}$ yakni $0,750 < 2,016692$. Oleh karena itu, dapat disimpulkan bahwa variabel kebijakan hutang bukan merupakan variabel *intervening* antara *collateral assets* terhadap kebijakan dividen sehingga hipotesis penelitian yang mengatakan bahwa *collateral assets* berpengaruh terhadap kebijakan dividen melalui kebijakan hutang ditolak.

Hasil penelitian ini tidak mendukung konsep teori keagenan dimana kebijakan hutang dapat menjadi variabel yang mempengaruhi hubungan *collateral assets* terhadap kebijakan dividen. Perusahaan yang memiliki *collateral assets* yang tinggi maka dapat dikatakan bahwa perusahaan tersebut memiliki dana yang cukup untuk memenuhi kebutuhan operasi dan investasi perusahaan sehingga tidak perlu menggunakan hutang dari pihak eksternal. Selaras dengan *Pecking Order Theory* yang menyatakan bahwa perusahaan akan mengutamakan dana internal sebagai sumber pembiayaan. *Collateral assets* yang tinggi tidak mampu menunjukkan ketersediaan kas perusahaan yang menjadi pertimbangan perusahaan dalam menentukan kebijakan dividen. Apabila mampu menunjukkan ketersediaan kas maka perusahaan akan lebih mengutamakan dana perusahaan untuk digunakan memenuhi kebutuhan operasi dan ekspansi yang akan dilakukan perusahaan. Selaras pula dengan *residual dividend theory* yang menyatakan bahwa perusahaan akan membagikan dividen apabila mempunyai dana setelah memenuhi kebutuhannya. Artinya *collateral assets* yang tinggi tidak mampu mempengaruhi kebijakan dividen yang akan ditentukan oleh perusahaan.

13. Pengaruh *Return on Assets* Terhadap Kebijakan Dividen Melalui Kebijakan Hutang

Berdasarkan hasil uji sobel yang pertama diperoleh t_{hitung} sebesar 0,404. Pengujian hipotesis ketigabelas dilakukan dengan membandingkan t_{hitung} dengan t_{tabel} . Berdasarkan hasil uji sobel tersebut dapat diketahui nilai t_{hitung} sebesar 0,404 sedangkan t_{tabel} sebesar 2,016692 sehingga $t_{hitung} < t_{tabel}$ yakni $0,404 < 2,016692$. Oleh karena itu, dapat disimpulkan bahwa variabel kebijakan hutang bukan merupakan variabel *intervening* antara *return on assets* terhadap kebijakan dividen sehingga hipotesis penelitian yang mengatakan bahwa *return on assets* berpengaruh terhadap kebijakan dividen melalui kebijakan hutang ditolak.

Hasil penelitian ini tidak mendukung konsep teori keagenan dimana kebijakan hutang dapat menjadi variabel yang mempengaruhi hubungan *return on assets* terhadap kebijakan dividen. Akan tetapi hasil penelitian ini selaras dengan *Pecking Order Theory* yang menyatakan bahwa perusahaan akan menggunakan laba internal terlebih dahulu sebagai sumber pendanaan. Sehingga perusahaan yang menghasilkan laba yang tinggi mampu menurunkan tingkat hutang karena semakin meningkat profitabilitasnya. Namun profitabilitas yang tinggi tidak mampu menjelaskan bahwa perusahaan akan membayar dividen dalam jumlah yang besar, apabila perusahaan memiliki rencana pengembangan perusahaan. Hal ini dikarenakan laba yang dihasilkan akan digunakan untuk investasi yang dilakukan perusahaan guna lebih meningkatkan laba di masa yang akan datang.

E. SIMPULAN

Berdasarkan hasil penelitian yang dilakukan, dapat ditarik kesimpulan sebagai berikut:

1. Kepemilikan institusional berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap kebijakan hutang pada perusahaan industri barang konsumsi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2012-2019. Hal ini disebabkan karena kepemilikan institusional tidak mampu menjadi *controller* untuk meningkatkan pengawasan terhadap kinerja manajemen. Jadi, kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang.
2. *Free cash flow* berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan hutang pada perusahaan industri barang konsumsi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2012-2019. Hal ini karena ketika kebijakan hutang perusahaan tinggi maka manajer perlu menyisihkan dana yang lebih besar untuk membayar bunga dan pinjaman pokok secara periodik, sehingga mengurangi *agency cost of free cash flow* dengan pengurangan arus

- kas untuk kebutuhan manajer. Dengan demikian, semakin tinggi *free cash flow* perusahaan, semakin tinggi pula kebijakan hutangnya.
3. *Collateral assets* berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap kebijakan hutang pada perusahaan industri barang konsumsi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2012-2019. Hal ini disebabkan karena asset tetap yang dimiliki perusahaan tidak mampu untuk digunakan sebagai jaminan dalam penggunaan hutang. Jadi, *collateral assets* tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang.
 4. *Return on assets* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang pada perusahaan industri barang konsumsi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2012-2019. Hal ini karena besarnya *return on assets* yang dihasilkan perusahaan akan meningkatkan laba yang ditahan dan mengurangi proporsi hutangnya. Dengan demikian, semakin tinggi *return on assets* yang dihasilkan perusahaan, semakin rendah kebijakan hutangnya.
 5. Kepemilikan institusional berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap kebijakan dividen pada perusahaan industri barang konsumsi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2012-2019. Hal ini disebabkan manajer tidak memperhatikan jumlah saham yang dimiliki oleh institusi dalam menentukan kebijakan dividen. Jadi, kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen.
 6. *Free Cash flow* berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen pada perusahaan industri barang konsumsi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2012-2019. Hal ini karena apabila perusahaan memiliki *free cash flow* yang tinggi maka akan dialokasikan untuk pembayaran dividen, hal ini akan memaksimalkan kemakmuran pemegang saham serta akan mengurangi konflik kepentingan antara manajer dengan pemegang saham. Dengan demikian, semakin tinggi *free cash flow* yang dihasilkan perusahaan, semakin besar jumlah dividen yang akan dibayarkan kepada pemegang saham.
 7. *Collateral assets* berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap kebijakan dividen pada perusahaan industri barang konsumsi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2012-2019. Hal ini disebabkan *collateral assets* tidak dapat menunjukkan ketersediaan kas sebuah perusahaan yang merupakan pertimbangan utama dalam pembayaran dividen tunai. Jadi, *collateral assets* tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen.
 8. *Return on assets* berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap kebijakan dividen pada perusahaan industri barang konsumsi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2012-2019. Hal ini disebabkan perusahaan yang menghasilkan profitabilitas yang tinggi tidak mengalokasinya seluruh labanya untuk dibagikan sebagai dividen, tetapi digunakan pula untuk investasi di masa yang akan datang. Jadi, *return on assets* tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen.
 9. Kebijakan hutang berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan dividen pada perusahaan industri barang konsumsi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2012-2019. Hal ini karena perusahaan yang memiliki hutang yang tinggi akan lebih memprioritaskan pembayaran hutang sehingga mengurangi jumlah laba yang akan digunakan untuk pembayaran dividen. Dengan demikian, semakin tinggi kebijakan hutang perusahaan, semakin rendah kebijakan dividennya.
 10. Kebijakan hutang tidak mampu mempengaruhi hubungan kepemilikan institusional terhadap kebijakan dividen. Hal ini disebabkan dengan adanya peningkatan kepemilikan institusional akan meningkatkan kebijakan hutang akan tetapi tidak membuat pengawasan terhadap kinerja manajer semakin optimal dan menyebabkan pengurangan jumlah dividen yang akan dibayarkan kepada pemegang saham.
 11. Kebijakan hutang tidak mampu mempengaruhi hubungan *free cash flow* terhadap kebijakan dividen. Perusahaan yang memiliki kebijakan hutang yang tinggi akan mengurangi jumlah *free cash flow* yang dimiliki oleh perusahaan. Hal ini disebabkan perusahaan yang mempunyai *free cash flow* yang tinggi bisa dikatakan bahwa perusahaan memiliki dana internal berlebih yang belum digunakan untuk investasi dan aktivitasnya sehingga tidak menggunakan hutang sebagai sumber pendanaannya dan

- dana *free cash flow* akan dimaksimalkan guna pembiayaan aktivitas dan investasi sebelum mengambil keputusan untuk kebijakan dividen.
12. Kebijakan hutang tidak mampu mempengaruhi hubungan *collateral assets* terhadap kebijakan dividen. Hal ini disebabkan *collateral assets* yang tinggi maka dapat dikatakan bahwa perusahaan tersebut memiliki dana yang cukup untuk memenuhi kebutuhan operasi dan investasi perusahaan sehingga tidak perlu menggunakan hutang dari pihak eksternal dan tidak mempengaruhi keputusan manajer dalam menentukan kebijakan dividen.
 13. Kebijakan hutang tidak mampu mempengaruhi hubungan *collateral assets* terhadap kebijakan dividen. Hal ini disebabkan perusahaan yang menghasilkan laba yang tinggi mampu menurunkan tingkat hutang karena semakin meningkat profitabilitasnya. Namun profitabilitas yang tinggi tidak mampu menjelaskan bahwa perusahaan akan membayar dividen dalam jumlah yang besar, apabila perusahaan memiliki rencana pengembangan perusahaan.

DAFTAR PUSTAKA

- Arfan, M., & Maywindlan, T. (2013). *Pengaruh Arus Kas Bebas, Collateralizable Assets, dan Kebijakan Utang Terhadap Kebijakan Dividen Pada Perusahaan yang Terdaftar di Jakarta Islamic Index*. 6(2), 194–208.
- Astuti, E. (2012). Pengaruh Kepemilikan Institusional, Profitabilitas, Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan Indonesia. *02, 15*, 149–158.
- Awalina, P. (2016). Pengaruh Struktur Kepemilikan, Free Cash Flow, Dan Return On Assets Terhadap Dividend Payout Ratio (Studi Empiris Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Periode 2012-2014). *Cendekia Akuntansi*, 4(1), 124–137. <https://doi.org/ISSN 2338 - 3593>
- Bathala, C. T., Moon, K. P., & Rao, R. P. (1994). *Managerial Ownership, debt policy, and impact of institutional holdings; and agency perspective*. *Financial Management*. 23, 38–50. <https://ideas.repec.org/a/fma/fmanag/bathala94.html>
- Darmayanti, N. K. D., & Mustanda, I. K. (2016). *Pengaruh Pertumbuhan Penjualan, Jaminan Aset, dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Dividen Pada Sektor Industri Barang Konsumsi*. 5(8), 4921–4950.
- Febrianto, D. W. (2013). *Faktor-faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Dividend Payout Ratio (Studi Empiris Pada Perusahaan yang Membagikan Dividen Tunai di Bei Tahun 2008-2011)*. 1–21.
- Firdaus, Y. D. M., Amin, M., & Junaidi. (2018). Pengaruh Good Corporate Governance, Set Kesempatan Investasi, Aliran Kas Bebas dan Struktur Kepemilikan Terhadap Nilai Perusahaan. *E-Jra*, 08(10), 119–131.
- Fransiska, Y. (2014). *Pengaruh Kepemilikan Institusional, Kepemilikan Manajerial, dan Kebijakan Dividen terhadap Kebijakan Hutang Pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Tahun 2012-2014*. 1–15.
- Gani, I., & Amalia, S. (2018). *Alat Analisis Data : Aplikasi Statistik untuk Penelitian Bidang Ekonomi dan Sosial Edisi Revisi*. Penerbit Andi.
- Ghozali. (2018). *Aplikasi Analisis Multivariat Dengan Program IBM SPSS 25*. Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Hanafi, D. M. M. (2014). *Manajemen Keuangan (7th ed.)*. BPFE-Yogyakarta.
- Indahningrum, R. P., & Handayani, R. (2009). Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Dividen, Perumbuhan Perusahaan, Free Cash Flow dan Profitabilitas Terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan. *Jurnal Bisnis Dan Akuntansi*, 11(3), 189–207.
- Isticharoh, R. R. (2016). Pengaruh Kepemilikan Manajerial, kebijakan Hutang dan Profitabilitas Terhadap Kebijakan Dividen. *Artikel Ilmiah*.
- Jensen, G. R., Solberg, D. P., & Zorn, T. (1992). *Simultaneous Determination of Insider Ownership De.pdf*.
- Jensen, M. C. (1986). Agency Cost Of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *SSRN Electronic Journal*, 76(2), 323–329. <https://doi.org/10.2139/ssrn.99580>
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Value Engineering and the Lean Start-Up. *1976Value*

Summit: The Power of VE.

- Kasmir, D. (2016). *Analisis Laporan Keuangan*. PT Rajagrafindo Persada.
- Ketut, N., & Indah, N. (2018). *Pengaruh Profitabilitas, Likuiditas, Struktur Aktiva dan Kebijakan Dividen Terhadap Struktur Modal Perusahaan Manufaktur di BEI*. 7(6), 3115–3143.
- Liu, A. M., Irwansyah, & Fakhroni, Z. (2016). Peran Agency Cost Reduction dalam Memediasi Hubungan Antara Corporate Social Responsibility dengan Nilai Perusahaan. *Jurnal Ekonomi, Manajemen Dan Akuntansi*, 18(2), 141–156. <http://journal.feb.unmul.ac.id>
- Mollah, S. (2011). Do emerging market firms follow different dividend policies?: Empirical investigation on the pre-and post-reform dividend policy and behaviour of Dhaka Stock Exchange listed firms. *Studies in Economics and Finance*, 28(2), 118–135. <https://doi.org/10.1108/10867371111137120>
- Murtiningtyas, A. I. (2012). Kebijakan Dividen, Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Profitabilitas, Resiko Bisnis Terhadap Kebijakan Hutang. *Accounting Analysis Journal*, 1(2). <https://doi.org/10.15294/aaj.v1i2.597>
- Nafisa, A., Dzajuli, A., & Djumahir. (2018). *Perusahaan, Pertumbuhan Perusahaan, Free Cash Flow dan Profitabilitas terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia*.
- Naini, D. I., & Wahidahwati. (2014). Pengaruh Free Cash Flow dan Kepemilikan Institusional Terhadap Kebijakan Hutang dan Nilai Perusahaan. *Jurnal Ilmu & Riset Akuntansi*, 3(4), 1–17.
- Novita Sari, K., & Sudjarni, L. (2015). Pengaruh Likuiditas, Leverage, Pertumbuhan Perusahaan, Dan Profitabilitas Terhadap Kebijakan Dividen Pada Perusahaan Manufaktur Di Bei. *E-Jurnal Manajemen Universitas Udayana*, 4(10), 255134.
- Nurmasari, N. D. (2015). *Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Kebijakan Dividen, Pertumbuhan Perusahaan, dan Profitabilitas Terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan (Studi Empiris pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia)*. 151, 10–17. <https://doi.org/10.1145/3132847.3132886>
- Prathiwi, D., & Yadnya, I. (2017). Pengaruh Free Cash Flow, Struktur Aset, Risiko Bisnis Dan Profitabilitas Terhadap Kebijakan Hutang. *E-Jurnal Manajemen*, 6(1), 60–86.
- Pujiastuti, T. (2008). Agency Cost Terhadap Kebijakan Dividen Pada Perusahaan Manufaktur Dan Jasa Yang Go Public Di Indonesia. *Jurnal Keuangan Dan Perbankan*, 12(2), 183–197.
- Purnama Sari, Ni Komang Ayu Budiasih, G. A. N. (2016). Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Free Cash Flow dan Profitabilitas Pada Kebijakan Dividen. *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana*, 15, 2439–2466.
- Purwasih, D., Agusti, R., & L, Azhar, A. (2014). Analisis Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Kebijakan Dividen, Profitabilitas, Ukuran Perusahaan dan Struktur Assets Terhadap Kebijakan Hutang Pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2010-2012. *JOM FEKON*, 1(2), 1–15.
- Rais, B. N., & Santoso, H. F. (2017). Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Profitabilitas dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Dividen. *Jurnal Ilmiah Manajemen Bisnis*, 17(2), 111–124.
- Samrotun, Y. (2015). Kebijakan Dividen Dan Faktor-Faktor Yang Mempengaruhinya. *Jurnal Paradigma Universitas Islam Batik Surakarta*, 13(01), 92–103.
- Sarwono, J. (2007). *Analisis Jalur untuk Riset Bisnis dengan SPSS* (A. H. Triyuliana (ed.); 1st ed.). C.V Andi Offset.
- Setiawati, L. W., & Yesisca, L. (2016). Analisis Pengaruh Pertumbuhan Perusahaan, Kebijakan Utang, Collateralizable Assets, Dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Dividen Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Periode 2012-2014. *Jurnal Akuntansi*, 10(1), 52–82. <https://doi.org/10.25170/jara.v10i1.40>
- Shleifer, Andrei, Vishny, R. W. (1986). *Large Shareholders and Corporate Control* (pp. 461–488).
- Simanjatak, D., & Kiswanto. (2015). Determinan Kebijakan Dividen Pada Perusahaan Manufaktur di Indonesia Tahun 2011-2013. *Jurnal Dinamika Akuntansi*, 7.
- Sudana, I. M. (2011). *Manajemen Keuangan Perusahaan Teori dan Praktik*. Penerbit Erlangga.
- Sugiarto, M. (2011). Pengaruh Struktur Kepemilikan dan Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan dengan Kebijakan Hutang Sebagai Intervening. *Jurnal Akuntansi Kontemporer*, 3(I), 1–26.
- Surya, D., & Rahayuningsih, D. A. (2012). Faktor-faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang

- Perusahaan Non Keuangan yang Terdaftar Dalam Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Bisnis Dan Akuntansi*, 14(3), 213–225.
- Susilawati, R. A. E. (2007). Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Institusional Terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan : Sebuah Perspektif Agency Theory. *Jurnal Ekonomi Modernisasi*, 3(2), 86–102.
- Swastyastu, W. M., Yuniarta, G. A., & Atmaja, A. T. (2014). Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Dividen Payout Ratio. *E-Journal SI Ak Universitas Pendidikan Ganesha*, 2(1), 1–11.
- Tarmizi, R., & Agnes, T. (2016). Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Free Cash Flow dan Profitabilitas Terhadap Kebijakan Dividen Pada Perusahaan Manufaktur Go Public yang Terdaftar Di BEI. 7(June).
- Triana, C., Lestari, D., Luh, N., Wiagustini, P., & Badjra, I. B. (2012). Variabel-Variabel Yang Berpengaruh Terhadap Kebijakan Dividen Serta Harga Saham Pada Perusahaan Manufaktur Di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Manajemen, Strategi Bisnis Dan Kewirausahaan*, 6(2), 119–129.