

Pengaruh Kepemilikan Institusional, *Free Cash Flow*, *Collateral Assets* dan *Return on Assets* terhadap Kebijakan Dividen dengan Kebijakan Hutang sebagai Variabel *Intervening*

Resti Rendasari¹, Irwansyah²✉

Universitas Mulawarman, Samarinda, Indonesia.

✉ *Corresponding author*: irwansyah@feb.unmul.ac.id

Article history

Received 2022-10-03 | Accepted 2022-10-28 | Published 2025-11-09

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 purposiv 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.

The Effect of Institutional Ownership, Free Cash Flow, Collateral Assets and Return on Assets on Dividend Policy with Debt Policy as an Intervening Variable

Abstract

The purpose of this research is to obtains an empirical evidences over the influence of institutional ownership, free cash flow, collateral assets, and ROA (return on assets) toward dividend policy through debt policy as 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 shown 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.

Keywords: Institutional Ownership; Free Cash Flow; Collateral Assets; Debt Policy; Dividend Policy.

This is an open-access article under the CC-BY-SA license.



Copyright @ 2022 Resti Rendasari, Irwansyah

1. 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.

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 adalah:

- 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 (NVP) 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.

2. Metode

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 kriteri 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 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

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 Pengolah Data

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

3. Hasil dan Pembahasan

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 table di bawah ini.

Tabel 2. Statistik Deskriptif

	Descriptive Statistics				
	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
Kepemilikan Institusional	120	,14	1,00	,7903	,16132
Free Cash Flow	120	1	20193	2368,12	3824,137
Collateral Assets	120	,09	,82	,3962	,16320
Return on Assets	120	,00	,67	,1793	,13412
Kebijakan Dividen	120	,000	123,190	1,56972	11,239218
Kebijakan Hutang	120	,07	3,03	,7606	,66390
Valid N (listwise)	120				

Hasil uji statistik deskriptif pada tabel , 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.

Uji Multikolinearitas

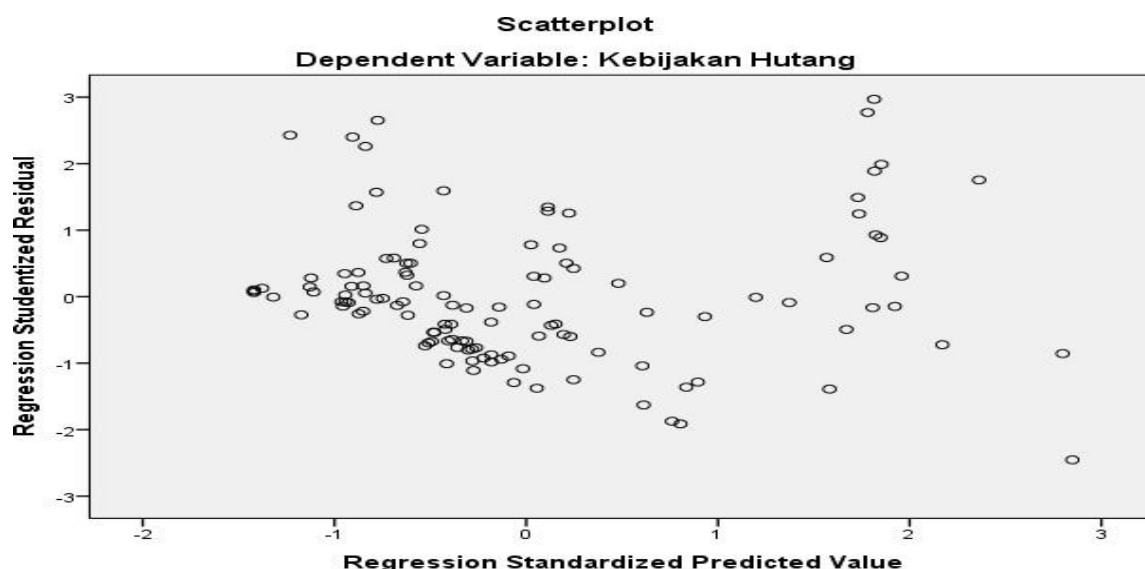
Uji multikolinearitas digunakan untuk menguji apakah dalam model regresi ditemukan adanya korelasi antar variabel independen. Untuk mendeteksi ada atau tidaknya multikolinearitas dalam model regresi dengan menggunakan nilai tolerance dan nilai variance inflation factor (VIF). Untuk nilai tolerance harus lebih besar dari 0,10 (10%) dan nilai VIF harus lebih kecil dari 10. Berdasarkan hasil uji multikolinearitas dapat dilihat pada tabel 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 3. Hasil Uji Multikolinearitas

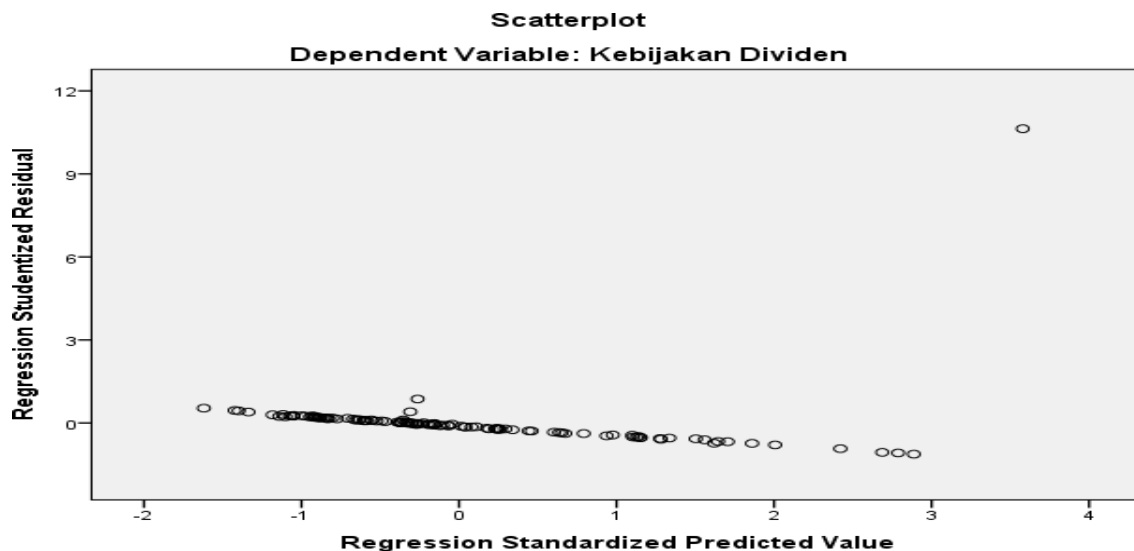
		Coefficients ^a			
Model		Persamaan 1		Persamaan 2	
		Collinearity Statistics		Collinearity Statistics	
		Tolerance	VIF	Tolerance	VIF
1	(Constant)				
	Kepemilikan Institusional	,894	1,119	,889	1,124
	Free Cash Flow	,861	1,161	,859	1,164
	Collateral Assets	,918	1,090	,614	1,628
	Return on Assets	,833	1,200	,722	1,385

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 1. Hasil Uji Heteroskedastisitas Persamaan 1



Gambar 2. Hasil Uji Heteroskedastisitas Persamaan 2

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.

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.

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. 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)		,088c	,200c,d

Hasil Uji Multikolinieritas Setelah Penormalan Data

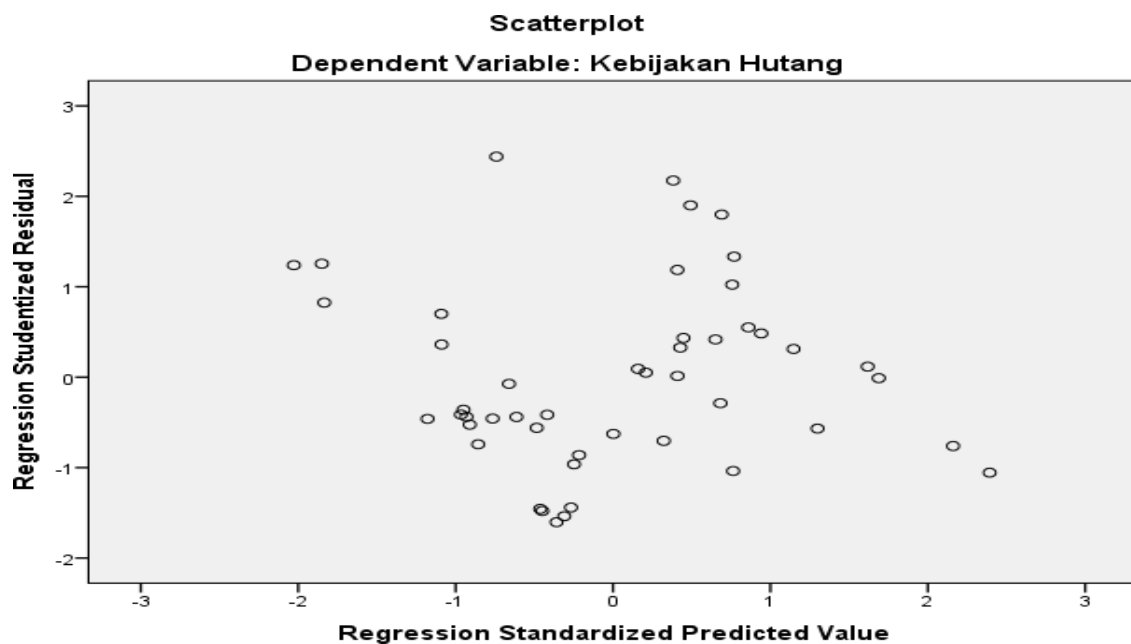
Berdasarkan hasil pengujian multikolinieritas setelah penormalan data dapat dilihat seperti tabel diatas bahwa memiliki nilai tolerance >10 dan nilai variance inflation factor (VIF) < 10. Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa persamaan 1 dan persamaan 2 terbebas dari gejala multikolinieritas.

Tabel 5. Hasil Uji Multikolinieritas Setelah Penormalan Data

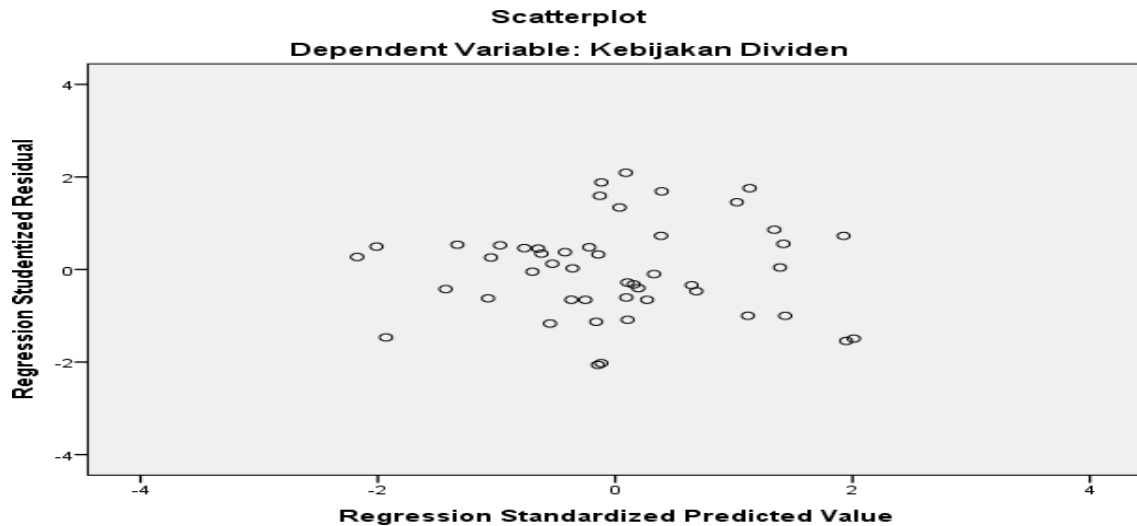
Model		Coefficients ^a			
		Persamaan 1 Collinearity Statistics		Persamaan 2 Collinearity Statistics	
		Tolerance	VIF	Tolerance	VIF
1	(Constant)				
	Kepemilikan Institusional	,852	1,174	,822	1,216
	Free Cash Flow	,784	1,276	,633	1,580
	Collateral Assets	,693	1,443	,692	1,445
	Return on Assets	,756	1,323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

Hasil Uji Heterokedastisitas Setelah Penormalan Data

Berdasarkan hasil uji heteroskedastisitas setelah penormalan data dapat dilihat seperti gambar 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 heteroskedastisitas.



Gambar 3. Hasil Uji Heteroskedastisitas dengan Scatterplots Setelah Penormalan Data Persamaan 1



Gambar 4. Hasil Uji Heteroskedastisitas dengan Scatterplots Setelah Penormalan Data Persamaan 2

Hasil Uji Autokorelasi Setelah Penormalan Data

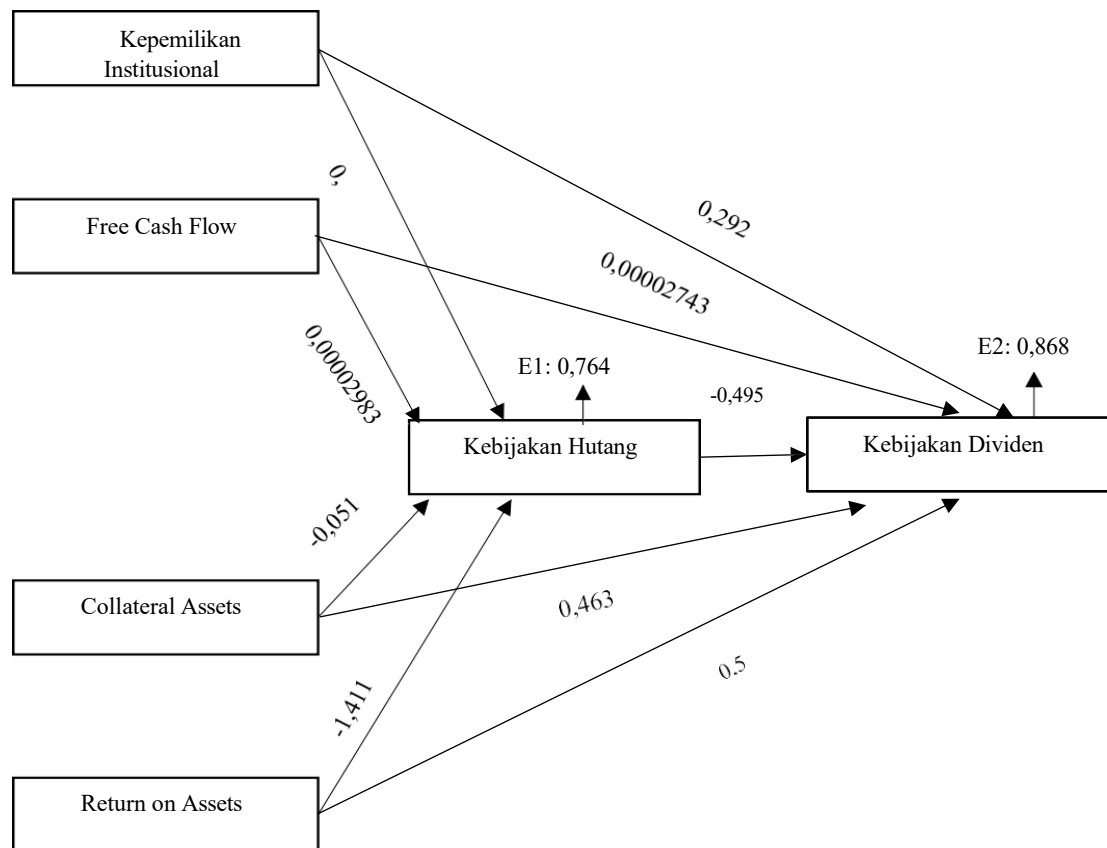
Berdasarkan hasil uji autokorelasi setelah penormalan data dapat dilihat seperti table diatas persamaan 1 memiliki nilai Asymp. Sig. (2-tailed) sebesar $0,000 < 0,005$ yang artinya bahwa pada persamaan 1 memiliki gejala autokorelasi. Namun menurut Gani & Amalia (2018) menyatakan bahwa autokorelasi umumnya 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 6. 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

Analisis Jalur

Berdasarkan hasil regresi diatas maka persamaan strukturalnya sebagai berikut:



Gambar 5. Model Diagram Jalur

Uji Hipotesis (Uji t)

Berdasarkan tabel hasil pengujian uji t persamaan satu sebagai berikut:

Tabel 7. Hasil Pengujian Hipotesis (Uji t) Substruktur 1
Coefficients^a

Model	Unstandardized Coefficients		Standar dized 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 (X1) 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 (X2) 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 (X3) diketahui nilai koefisien sebesar -0051 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 (X4) 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 8. Hasil Pengujian Hipotesis (Uji t) Substruktur 2

Model	Coefficientsa		Standardized Coefficients	T	Si g.
	Unstandardized Coefficients	Std. Error			
	B		Beta		
(Constant)	,132	,320		,413	,682
Kepemilikan Institusional	,292	,294	,147	,993	,326
Free Cash Flow	2,743E-5	,000	,354	2,103	,042
Collateral Assets	,463	,272	,274	1,699	,097
Return on Assets	,550	,670	,138	,821	,416
Kebijakan Hutang	-,495	,192	-,453	-2,579	,013

Kepemilikan institusional (X1) 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 (X2) 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 (X3) 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 (X4) 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 (Y1) 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

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 thitung dengan ttabel. Apabila thitung lebih besar daripada ttabel maka terjadi pengaruh mediasi. Berdasarkan tabel 9, hasil pengujian uji sobel ialah sebagai berikut:

Tabel 9. Hasil Uji Sobel

Independen	Intervening	Dependen	Indirect Effect	s.e	thitung	ttabel
Kepemilikan Institusional (X1)	Kebijakan Hutang (Y1)	Kebijakan Dividen (Y2)	0,535	0,589	0,9176	2,0166
Free Cash Flow (X2)	Kebijakan Hutang (Y1)	Kebijakan Dividen (Y2)	0,000	0,000	0,000	2,0166
Collateral Assets (X3)	Kebijakan Hutang (Y1)	Kebijakan Dividen (Y2)	0,1465	0,855	0,1713	2,0166
Return on Assets (X4)	Kebijakan Hutang (Y1)	Kebijakan Dividen (Y2)	0,54460	0,4686	1,621	2,0166

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

Uji Kelayakan Model (Uji F)

Uji Kelayakan Model Substruktur 1

Melalui tabel 10 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 10. Hasil Uji Kelayakan Model (Uji F) Substruktur 1

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

Uji Kelayakan Model Substruktur 1

Melalui tabel 11 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 11. Hasil Uji Kelayakan Model (Uji F) Substruktur 2

ANOVAa						
Model		Sum of Squares	Df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	,541	5	,108	2,726	,032b
	Residual	1,667	42	,040		
	Total	2,208	47			

Uji Koefisien Determinasi (R²)

Uji Koefisien Determinasi (R²) Persamaan Substruktur 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 12. Hasil Uji Koefisien Determinasi (R²) Substruktur 1

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

Uji Koefisien Determinasi (R²) Persamaan Substruktur 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 13. 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

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).

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).

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 kebijakannya. 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).

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 kebijakannya. 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).

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).

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).

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 Pujiastusi (2008), Santoso & Prastiwi (2012) dan Setiawati & Yesisca (2016).

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).

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).

Pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap Kebijakan Dividen Melalui Kebijakan Hutang

Berdasarkan hasil uji sobel yang pertama diperoleh thitung sebesar 0,360. Pengujian hipotesis kesepuluh dilakukan dengan membandingkan thitung dengan ttabel. Berdasarkan hasil uji sobel tersebut dapat diketahui nilai thitung sebesar 0,360 sedangkan ttabel sebesar 2,016692 sehingga thitung < ttabel 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

Pengaruh Free Cash Flow terhadap Kebijakan Dividen Melalui Kebijakan Hutang

Berdasarkan hasil uji sobel yang kedua diperoleh thitung sebesar 0,750. Pengujian hipotesis kesebelas dilakukan dengan membandingkan thitung dengan ttabel. Berdasarkan hasil uji sobel tersebut dapat diketahui nilai thitung sebesar 0,360 sedangkan ttabel sebesar 2,016692 sehingga thitung < ttabel 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.

Pengaruh Collateral Assets terhadap Kebijakan Dividen Melalui Kebijakan Hutang

Berdasarkan hasil uji sobel yang ketiga diperoleh thitung sebesar 0,029. Pengujian hipotesis keduabelas dilakukan dengan membandingkan thitung dengan ttabel. Berdasarkan hasil uji sobel tersebut dapat diketahui nilai thitung sebesar 0,360 sedangkan ttabel sebesar 2,016692 sehingga thitung < ttabel yakni $0,360 < 2,016692$. 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.

Pengaruh Return on Assets terhadap Kebijakan Dividen melalui Kebijakan Hutang

Berdasarkan hasil uji sobel yang pertama diperoleh thitung sebesar 0,404. Pengujian hipotesis ketigabelas dilakukan dengan membandingkan thitung dengan ttabel. Berdasarkan hasil uji sobel tersebut dapat diketahui nilai thitung sebesar 0,404 sedangkan ttabel sebesar 2,016692 sehingga thitung < ttabel 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.

4. Simpulan

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

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.

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.

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 aset tetap yang dimiliki perusahaan tidak mampu untuk digunakan sebagai jaminan dalam penggunaan hutang. Jadi, collateral assets tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang.

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.

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.

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.

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.

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.

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 kebijakannya.

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.

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.

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.

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.

Pengaruh Kepemilikan Institusional, Free Cash Flow, Collateral Assets dan Return on Assets terhadap Kebijakan Dividen dengan Kebijakan Hutang sebagai Variabel Intervening

Resti Rendasari, Irwansyah

- 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 Deviden, 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 P Ada Perusahaan Manuf Aktur 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 Managerial, 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 Institsuional, 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 Deviden. *Jurnal Ilmiah Manajemen Bisnis*, 17(2), 111–124.
- Samrotun, Y. (2015). Kebijakan Dividen Dan Faktor À 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.

Pengaruh Kepemilikan Institusional, Free Cash Flow, Collateral Assets dan Return on Assets terhadap Kebijakan Dividen dengan Kebijakan Hutang sebagai Variabel Intervening

Resti Rendasari, Irwansyah

- 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). Simanjutak, 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 S1 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.