

**PENGARUH *FREE CASH FLOW*, PERTUMBUHAN PERUSAHAAN, *RETURN ON ASSETS*, *CASH RATIO*, *DEBT TO EQUITY RATIO* DAN *FIRM SIZE* TERHADAP KEBIJAKAN DIVIDEN  
(Studi Empiris pada Perusahaan Sektor Industri Barang  
Konsumsi yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2015 –  
2017)**

**Elisa Tjhoa**

Universitas Multimedia Nusantara

[elisa.tjhoa@gmail.com](mailto:elisa.tjhoa@gmail.com)

Diterima 21 April 2020

Disetujui 18 Mei 2020

*Abstract- The company's decision on the distribution of dividend, as one of the returns expected by investors aside of capital gain, is an important decision due to its impacts on company's value and shareholders' wealth. The purpose of this research is to obtain empirical evidence regarding the determinants on Dividend Payout Ratio, namely Free Cash Flow, Company's Growth, Return on Assets, Cash Ratio, Debt to Equity Ratio, and Firm Size (Empirical Study on Consumption Goods Industry Companies Listed on Indonesia Stock Exchange between 2015-2017). The samples in this study were selected through purposive sampling method and secondary data were analyzed through multiple linear regression methods. In total, 13 companies were used as samples. The result of this study showed Free Cash Flow, Cash Ratio and Firm Size partially have significant and positive effect towards Dividend Payout Ratio, and Company's Growth has significant and negative effect towards Dividend Payout Ratio. While Return on Assets and Debt to Equity Ratio has no significant effects toward Dividend Payout Ratio. Free Cash Flow, Company's Growth, Return on Assets, Cash Ratio, Debt to Equity Ratio and Firm Size simultaneously have significant effect toward Dividend Payout Ratio (DPR).*

**Keywords:** *Cash Ratio, Debt to Equity Ratio, Dividend Payout Ratio, Firm Size, Free Cash Flow, Growth, Return on Assets*

## 1. PENDAHULUAN

Dividen merupakan salah satu imbal hasil, selain keuntungan dari selisih harga beli dan jual atau capital gain, yang diharapkan oleh para investor dari investasinya pada suatu perusahaan. Pembagian dividen selalu dianggap memiliki efek yang positif terhadap nilai perusahaan, hingga pada tahun 1961 Modigliani dan Miller mencetuskan Dividend Irrelevance Hypothesis, di mana menurut hasil penelitian mereka pembagian dividen disebut tidak memiliki pengaruh terhadap nilai perusahaan. Hal ini bertentangan dengan apa yang dikemukakan oleh Gordon dan Lintner (1962), yang berpendapat bahwa investor pada dasarnya tidak menyukai risiko, sehingga investor akan lebih menyukai return perusahaan dalam bentuk dividen yang lebih pasti, dibandingkan dengan capital gain yang masih belum pasti akan diperoleh (Bird in the Hand Theory). Perbedaan pendapat ini menjadi awal bagi munculnya penelitian-penelitian

terkait dividen, termasuk diantaranya faktor-faktor yang diprediksi dapat mempengaruhi dividend payout suatu perusahaan.

Banyaknya penelitian yang dilakukan ternyata menunjukkan hasil yang berbeda-beda, hingga muncul istilah Dividend Puzzle yang dikemukakan oleh Black pada tahun 1976. Diantaranya hasil penelitian Kaźmierska-Jóźwiak (2015) pada perusahaan publik di Polandia yang menunjukkan bahwa kebijakan dividen dipengaruhi oleh leverage dan profitabilitas, dan tidak dipengaruhi oleh likuiditas, ukuran perusahaan dan risiko future earnings perusahaan. Sedangkan hasil penelitian Bostanci, Kadioglu dan Sayilgan (2018) pada perusahaan yang terdaftar pada Turkish Stock Market menunjukkan bahwa keputusan pembagian dividen dipengaruhi oleh ukuran perusahaan, profitabilitas, likuiditas, market value, dan dividen pada periode sebelumnya. Di Indonesia hasil penelitian sebelumnya juga menunjukkan hasil yang berbeda-beda, diantaranya Widyawati dan Indriani (2019) pada penelitiannya atas perusahaan manufaktur salah satunya menyimpulkan bahwa Debt to Equity Ratio tidak mempengaruhi kebijakan dividen secara signifikan, sementara Winarko (2017) yang juga meneliti perusahaan manufaktur menemukan bahwa Debt to Equity Ratio merupakan salah satu faktor yang dapat mempengaruhi keputusan pembagian dividen perusahaan, selain Cash Ratio dan Return on Assets.

Terlepas dari hasil penelitian sebelumnya yang memberikan hasil beragam, pengumuman pembagian dividen oleh manajemen perusahaan terbukti mampu menggerakkan respon pasar. Sebagai contoh, PT Hanjaya Mandala Sampoerna Tbk (HMSP) yang membagikan dividen tunai atas kinerja keuangan tahun 2018 berdasarkan keputusan Rapat Umum Pemegang Saham Tahunan tanggal 9 Mei 2019 sebesar Rp13,63 triliun atau Rp117,2 per saham Adapun besaran dividen tersebut lebih tinggi dari laba bersih 2018 yang mencapai Rp 13,53 triliun karena menyertakan saldo laba tahun sebelumnya, sehingga lebih dari 100% laba bersih perusahaan dibagikan kepada pemegang saham sebagai dividen (<https://investasi.kontan.co.id>). Dampak pengumuman pembagian dividen mendorong volume perdagangan dan harga saham HMSP meningkat. Sebelum pengumuman pembagian dividen per tanggal 8 Mei 2019, volume perdagangan berjumlah 18,92 juta lembar saham dengan harga penutupan Rp 3.360 per lembar saham. Per tanggal 9 Mei 2019 atau setelah pengumuman meningkat menjadi 66,87 juta (peningkatan lebih dari 250%) dengan harga penutupan meningkat menjadi Rp 3.550 per lembar ([www.yahoofinance.com](http://www.yahoofinance.com)). Peningkatan volume perdagangan maupun harga saham menandakan bahwa pembagian dividen membuat para investor bereaksi dan merespon dengan memperjualbelikan saham atas perusahaan tersebut, sehingga pembagian dividen merupakan hal yang penting untuk diteliti.

Berdasarkan IAI (2018) dalam PSAK 23, dividen adalah distribusi laba kepada pemegang saham investasi ekuitas sesuai dengan proporsi kepemilikan mereka atas kelompok modal tertentu. Dividen tunai adalah aliran kas yang harus dibayarkan perusahaan kepada para pemegang saham setelah mendapat persetujuan dari pemegang saham melalui RUPS atau Rapat Umum Pemegang Saham (Husnan, 2012 dalam Widyasari dan Widyawati, 2017). Pembagian dividen tidak bersifat wajib, sehingga perusahaan dapat memilih apakah akan membagikan atau tidak membagikan dividen kepada para pemegang saham. Kebijakan dividen merupakan keputusan manajemen perusahaan apakah akan mendistribusikan laba bersih yang diperoleh perusahaan dalam bentuk dividen kepada para pemegang saham, atau disimpan dalam bentuk saldo laba. Kebijakan dividen merupakan sebuah keputusan yang penting, karena dianggap dapat memberi sinyal kepada pasar tentang kondisi dan prospek perusahaan. Teori sinyal (Bhattacharya, 1979) menyatakan bahwa karena manajemen adalah pihak yang paling mengetahui kondisi investasi perusahaan dibandingkan dengan para pemegang saham, maka mereka menggunakan keputusan pembagian dividen sebagai cara untuk menyampaikan

informasi tersebut kepada pihak luar. Kebijakan dividen dianggap optimal saat kebijakan dividen dapat menciptakan keseimbangan antara dividen saat ini dan pertumbuhan perusahaan di masa depan, sehingga dapat mengoptimalkan harga saham.

Penelitian ini menggunakan Dividend Payout Ratio sebagai proksi atas kebijakan dividen perusahaan. Menurut Fitriati, Chabachib dan Muharam (2018), Dividend Payout Ratio menentukan porsi keuntungan yang akan dibagi kepada pemegang saham dan yang akan ditahan untuk digunakan sebagai modal operasi perusahaan pada periode selanjutnya. Payout ratio adalah pengukuran persentase laba bersih yang didistribusikan dalam bentuk dividen tunai (Weygandt, Kimmel dan Kieso, 2019). Rasio pembayaran dividen menentukan jumlah laba yang dibagi dalam bentuk dividen kas dan saldo laba sebagai sumber pendanaan (Kuniawan, Arifati dan Andini, 2016). Terdapat banyak faktor yang diprediksi dapat mempengaruhi keputusan manajemen dalam pendistribusian laba dalam bentuk dividen tunai. Penelitian ini memprediksi 6 faktor, yaitu Free Cash Flow, Pertumbuhan Perusahaan, profitabilitas yang diukur dengan Return on Assets, likuiditas yang diukur dengan Cash Ratio, solvabilitas yang diukur dengan Debt to Equity Ratio, dan ukuran perusahaan atau Firm Size yang diukur dengan logaritma natural dari total aset.

Free Cash Flow merupakan sisa arus kas yang tersedia setelah perusahaan memenuhi kebutuhannya dalam berinvestasi pada proyek-proyek dengan net present value positif (Jensen, 1986). Free Cash Flow yang tinggi berarti manajemen memiliki fleksibilitas dalam penggunaan sisa kas tersebut, diantaranya dalam pembagian dividen, sehingga akan meningkatkan Dividend Payout Ratio. Penelitian Khan et al., (2017) pada perusahaan sektor manufaktur di Pakistan menunjukkan bahwa Free Cash Flow berpengaruh secara positif signifikan terhadap Dividend Payout Ratio. Sedangkan penelitian Kafata dan Hartono (2018) memperoleh hasil bahwa Free Cash Flow tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap Dividend Payout Ratio.

Perusahaan yang sedang mengalami pertumbuhan akan membutuhkan banyak dana untuk membiayai pertumbuhan tersebut. Dengan demikian perusahaan yang sedang bertumbuh dan berfokus pada ekspansi akan mengurangi proporsi keuntungan yang akan dibagikan dalam bentuk dividen kepada para pemegang saham, sehingga berpotensi menurunkan juga tingkat Dividend Payout Ratio. Penelitian Afas, Wardiningsih dan Utami (2017) memperoleh hasil bahwa Pertumbuhan Perusahaan berpengaruh secara signifikan dan negatif terhadap Dividend Payout Ratio. Namun hasil penelitian Pribadi dan Sampurno (2012) menunjukkan bahwa tidak terdapat hubungan yang signifikan antara pertumbuhan perusahaan dan Dividend Payout Ratio.

Profitabilitas merupakan salah satu faktor yang paling sering dikaitkan dengan pembagian dividen. Hal ini jelas karena dividen pada dasarnya merupakan pembagian keuntungan atau profit perusahaan kepada para pemegang sahamnya. Penelitian ini menggunakan rasio Return on Assets (ROA) sebagai proksi dari profitabilitas perusahaan. Semakin tinggi ROA, maka semakin tinggi laba yang dapat dihasilkan perusahaan dari pengelolaan asetnya, sehingga potensi perusahaan dalam membagikan laba dalam bentuk dividen tunai juga akan semakin besar, dan dengan demikian meningkatkan Dividend Payout Ratio. Hasil penelitian Kusuma, Hartoyo dan Sasongko (2018) menunjukkan adanya pengaruh ROA yang positif dan signifikan terhadap Dividend Payout Ratio, namun penelitian Adnan, Gunawan dan Candrasari (2014) menunjukkan bahwa ROA tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap Dividend Payout Ratio.

Dalam pembagian dividen, khususnya dividen tunai, manajemen perusahaan harus juga memperhatikan kecukupan kas perusahaan. Cash Ratio merupakan salah satu rasio likuiditas yang mengukur kemampuan kas yang dimiliki perusahaan dalam melunasi liabilitas jangka pendeknya. Cash Ratio yang tinggi berarti kas yang tersisa setelah pembayaran utang lancar berpotensi untuk dibagikan sebagai dividen tunai kepada para pemegang saham, sehingga akan

meningkatkan Dividend Payout Ratio. Hasil penelitian Maura et al. (2019) memperoleh hasil bahwa Cash Ratio memiliki pengaruh yang positif dan signifikan terhadap Dividend Payout Ratio. Sedangkan hasil penelitian Afas, Wardiningsih dan Utami (2017) menunjukkan bahwa Cash Ratio tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap Dividend Payout Ratio.

Selain modal yang disetorkan oleh para pemegang saham, pendanaan yang berasal dari utang kepada kreditor juga merupakan sumber pendanaan yang penting bagi perusahaan. Namun utang yang semakin tinggi akan meningkatkan juga risiko gagal bayar perusahaan, karena tingginya beban bunga maupun pokok utang yang harus dibayarkan, yang dapat berujung pada tuntutan hukum maupun kebangkrutan perusahaan. Debt to Equity Ratio (DER) merupakan salah satu rasio solvabilitas yang digunakan untuk mengukur tingkat penggunaan utang terhadap ekuitas dari perusahaan (Kusuma, Hartoyo dan Sasongko, 2018). DER yang tinggi berarti ketergantungan perusahaan akan pendanaan dari kreditor juga tinggi, sehingga semakin tinggi juga beban bunga yang harus dibayarkan, dan laba bersih akan semakin kecil. Hal ini akan menyebabkan potensi pembagian dividen serta Dividend Payout Ratio semakin menurun. Winarko (2017) dalam penelitiannya menemukan bahwa Debt Equity Ratio berpengaruh secara negatif dan signifikan terhadap Dividend Payout Ratio, demikian juga penelitian Zulkifli, Endri dan Kurniasih (2017) memperoleh hasil yang serupa. Namun hasil penelitian Kusuma, Hartoyo dan Sasongko (2018) memperoleh hasil bahwa Debt Equity Ratio tidak berpengaruh secara signifikan terhadap Dividend Payout Ratio.

Menurut Rajan dan Zingales (1995) dalam Kaźmierska-Jóźwiak (2015), perusahaan berukuran besar cenderung lebih terdiversifikasi dibandingkan dengan perusahaan kecil, sehingga lebih tidak rentan terhadap risiko kebangkrutan. Penelitian ini menggunakan pengukuran total aset sebagai dasar untuk ukuran perusahaan. Perusahaan yang memiliki total aset yang besar dapat menggunakan aset tersebut untuk meningkatkan produktivitas perusahaan yang diharapkan menghasilkan laba bersih yang lebih tinggi, sehingga pembagian dividen juga akan semakin besar dan Dividend Payout Ratio meningkat. Penelitian Pribadi dan Sampurno (2012) menunjukkan bahwa Firm Size memiliki pengaruh yang signifikan terhadap Dividend Payout Ratio. Namun penelitian Kaźmierska-Jóźwiak (2015) menyatakan bahwa tidak terdapat hubungan yang signifikan antara Firm Size dengan Dividend Payout Ratio.

Hasil yang tidak konsisten pada beberapa faktor di atas terhadap keputusan pembagian dividen oleh perusahaan membuat peneliti mencoba mengkaji ulang pengaruh dari faktor-faktor tersebut terhadap kebijakan dividen, khususnya pada perusahaan dalam sektor industri barang konsumsi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode tahun 2015 hingga 2017.

## 2. TINJAUAN PUSTAKA DAN HIPOTESIS

### 2.1. Kajian Teori

Dividen adalah pembagian laba kepada para pemegang saham berdasarkan banyaknya saham yang dimiliki (Herawati, 2017). Menurut Weygandt, Kimmel dan Kieso (2019), terdapat 4 jenis dividen: *Cash Dividend*, adalah distribusi uang tunai secara pro rata kepada pemegang saham; *Share Dividend*, adalah distribusi saham secara pro rata kepada pemegang saham perusahaan; *Property Dividend*, merupakan dividen yang dibagikan dalam bentuk aset/barang, tidak dengan tunai ataupun saham; *Scrip Dividend* merupakan dividen yang dibayarkan dalam bentuk surat janji hutang. Diantara beberapa jenis dividen tersebut, dividen tunai atau *Cash Dividend* merupakan jenis dividen yang paling banyak dibagikan oleh perusahaan kepada pemegang saham.

Kebijakan dividen merupakan rencana tindakan perusahaan yang harus diikuti setiap kali membuat keputusan mengenai pembagian dividen (Gitman dan Zutter, 2015). Kebijakan dividen merupakan keputusan penempatan laba, apakah laba yang diperoleh perusahaan akan

dibagikan kepada investor sebagai dividen atau akan ditahan dalam bentuk saldo laba untuk pembiayaan investasi di masa yang akan datang. Saldo laba adalah sumber dana yang penting untuk pembiayaan pertumbuhan perusahaan (Fauziah, 2017). Menurut Margaretha (2005) dalam Fitri, Hosen dan Muhari (2016), masalah dalam kebijakan dividen memiliki dampak yang sangat penting karena memiliki dua efek yang berlawanan dan kepentingan yang berbeda. Di satu sisi, perusahaan perlu untuk mendanai perbaikan pada struktur modal dan meningkatkan pertumbuhan perusahaan, selain itu perusahaan juga memiliki kewajiban untuk memberikan kesejahteraan yang lebih besar kepada pemegang saham perusahaan dengan pembagian dividen. Kebijakan dividen optimal adalah kebijakan yang menciptakan keseimbangan antara dividen saat ini dan pertumbuhan perusahaan di masa depan, sehingga dapat memaksimalkan harga saham perusahaan.

Brigham dan Houston (2012) dalam Kusuma, Hartoyo dan Sasongko (2018) menyatakan bahwa terdapat 3 kelompok besar teori atas dividen, yaitu *Dividend Irrelevance Theory*, *Bird in the Hand Theory*, dan *Tax Preference Theory*. Pada *Dividend Irrelevance Theory*, Modigliani dan Miller (1961) berpendapat bahwa nilai suatu perusahaan tidak ditentukan oleh besar kecilnya *Dividend Payout Ratio*, tetapi ditentukan oleh laba bersih sebelum pajak (*EBIT*) dan kelas risiko perusahaan, sehingga dividen tidak relevan untuk diperhitungkan karena tidak akan meningkatkan kesejahteraan pemegang saham. Kenaikan nilai perusahaan dipengaruhi oleh kemampuan perusahaan untuk mendapatkan keuntungan atau *earning power* dari aset perusahaan (Fauziah, 2017). Pendapat Modigliani dan Miller (MM) ini didasarkan pada asumsi kondisi pasar modal sempurna, tidak ada biaya pasar modal, dan tidak ada pajak. Pada realitanya, kondisi pasar tidak selalu sempurna dan terdapat *asymmetric information* yang berkaitan dengan *agency problem*. Teori keagenan (pertama kali dikemukakan oleh Jensen (1976) mengemukakan hubungan antara *principle* (pemilik) dengan *agent* (manajer) dalam hal pengelolaan perusahaan, dimana *principle* merupakan suatu entitas yang mendelegasi wewenang untuk mengelola perusahaan kepada pihak *agent* (manajemen). Teori keagenan menjelaskan bahwa kepentingan manajemen dan kepentingan pemegang saham sering kali bertentangan sehingga dapat terjadi konflik (Tarjo dan Hartono, 2003 dalam Herawati, 2017). Hubungan antara prinsipal dan agen dapat mengarah pada kondisi ketidakseimbangan informasi (*asymmetric information*) karena agen berada pada posisi yang memiliki informasi lebih banyak tentang perusahaan dibandingkan dengan prinsipal. Manajer dapat membuat keputusan yang menguntungkan kepentingannya, namun berpotensi merugikan kepentingan *principal* maupun *stakeholders* lainnya (Fauziah, 2017). MM Model juga berpendapat bahwa pemegang saham akan indifferen terhadap *return* dari dividen maupun *capital gain* karena investor yang membutuhkan dana dapat menjual sahamnya kapanpun untuk mendapatkan dana yang diinginkan tanpa biaya (Khan *et. al.*, 2017). Namun pada kenyataannya transaksi penjualan maupun pembelian saham pada pasar modal selalu membutuhkan biaya transaksi. Asumsi tidak ada pajak juga sulit untuk diterapkan, karena pendapatan akan selalu dikenakan pajak, dan pemegang saham akan cenderung memilih jenis pendapatan dengan pengenaan pajak yang lebih kecil atau lebih rendah (Bostanci, Kadioglu dan Sayilgan, 2018).

Teori *Bird in the Hand* berawal mula dari Lintner (1956) Model, yang menyatakan bahwa manajemen cenderung enggan untuk merubah tingkat *dividend payout* perusahaan, dan hanya akan meningkatkan *dividend payout* jika manajemen yakin bahwa peningkatan tersebut dapat dipertahankan di masa depan. Dengan demikian *dividend payout* yang tinggi dapat diartikan perusahaan akan memiliki prospek keuangan yang baik di masa mendatang. Hal ini dapat dikaitkan dengan *Signaling Theory* oleh Bhattacharya (1979) yang menyatakan bahwa manajemen perusahaan memiliki informasi yang lebih banyak terkait perusahaan dibandingkan investor, dan kebijakan dividen digunakan sebagai salah satu cara untuk menunjukkan

informasi tersebut kepada para investor (Bostanci, Kadioglu dan Sayilgan, 2018). Berdasarkan *Bird in the Hand Theory* (Gordon dan Lintner, 1962), pemegang saham cenderung lebih memilih imbal hasil yang aman, sehingga dividen yang diperoleh saat ini dan tingkat risikonya lebih rendah akan lebih disukai dibandingkan dengan imbal hasil dari *capital gain* yang pendapatannya masih belum pasti (Livoreka *et al.*, 2014).

*Tax Preference Theory* diajukan oleh Litzenberger dan Ramaswamy (1979), yang menyatakan bahwa karena adanya pajak terhadap keuntungan dividen dan *capital gain*, para investor lebih menyukai *capital gain* karena dapat menunda pembayaran pajak. Oleh karena itu, investor mensyaratkan suatu tingkat keuntungan yang lebih tinggi pada saham yang memberikan *dividend yield* yang tinggi dan *capital gain yield* yang rendah, daripada saham dengan *dividend yield* yang rendah dan *capital gain yield* yang tinggi (Fauziah, 2017). Menurut Khan *et al.* (2017), jika pemegang investor menerima *return* dalam bentuk dividen, maka mereka akan dikenakan pajak secara dobel, yaitu atas investasi mereka di perusahaan, dan atas penerimaan dividen, sehingga investor cenderung tidak menginginkan pembagian dividen dan ingin menginvestasikan kembali *return* dividen tersebut ke dalam perusahaan.

Menurut Livoreka *et al.* (2014), faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen dapat dibagi menjadi 2 kategori, yaitu faktor eksternal dan faktor internal, sebagai berikut:

1. Faktor eksternal, terdiri dari:
  - a. *The overall economy* – pada kondisi perekonomian tidak pasti, maka manajemen akan cenderung menahan labanya dalam bentuk saldo laba, sebagai cadangan atas ketidakpastian bisnis di masa depan.
  - b. *Situation on capital market* – pada pasar modal stabil dan secara umum sering terjadi pergerakan dalam harga saham, maka kebijakan dividen perusahaan cenderung lebih liberal.
  - c. *Legal restrictions* – beberapa negara menerapkan aturan yang berbeda-beda terkait pembagian dividen. Biasanya pembagian dividen dapat bersumber dari laba tahun berjalan atau sisa laba tahun sebelumnya yang dicadangkan, namun pembagian laba yang bersumber dari modal pemegang saham umumnya tidak diperbolehkan.
  - d. *Contractual restrictions* – beberapa kreditur menetapkan pembatasan pembagian dividen untuk mengamankan pembayaran kewajiban perusahaan kepada pihak kreditur.
  - e. *Entries in capital market* – perusahaan besar dan memiliki laba yang stabil biasanya memiliki akses yang lebih mudah untuk mendapatkan tambahan modal. Namun bagi perusahaan kecil dengan akses yang lebih sulit, akan cenderung menyimpan labanya dalam bentuk saldo laba sebagai sumber tambahan modal di masa mendatang.
2. Faktor internal, terdiri dari banyak hal, diantaranya:
  - a. *Shareholders' expectations* – terdapat dua jenis imbal hasil yang diharapkan oleh pemegang saham, yaitu dividen dan *capital gain*. Investor yang lebih *risk averse* biasanya lebih memilih dividen karena pendapatan dari dividen lebih pasti, mengindikasikan kekuatan finansial perusahaan, dan untuk kebutuhan investor akan dana secara periodik.
  - b. *Fiscal situation of shareholders* – pemegang saham pada negara yang menetapkan pajak yang tinggi atas dividen akan lebih memilih untuk menunda atau bahkan mendapatkan *return* dalam bentuk selain dividen.
  - c. *Others* – diantaranya kondisi likuiditas perusahaan, kebutuhan dana untuk pembayaran utang, stabilitas saldo laba, dan banyak lainnya.

## 2.2. Pengembangan Hipotesis

Subramanyam (2014) menjelaskan bahwa *Free Cash Flow* menunjukkan jumlah yang tersedia untuk aktivitas bisnis setelah mencukupi kebutuhan pendanaan dan investasi untuk mempertahankan tingkat kapasitas produksi. Menurut Fadila (2017) dalam Wijaya, Yamasitha dan Oklahoma (2020), *Free Cash Flow* adalah sisa perhitungan arus kas yang dihasilkan perusahaan pada akhir periode setelah membayar gaji, biaya produksi, tagihan, cicilan hutang berikut bunga, pajak, dan juga belanja modal. Dengan kata lain, manajemen perusahaan memiliki kebebasan dalam penggunaan dana *Free Cash Flow* karena semua kebutuhan pendanaan untuk operasional dan investasi yang menguntungkan telah tercukupi, salah satunya dapat digunakan untuk membagikan dividen kepada para pemegang saham. Semakin tinggi *Free Cash Flow* suatu perusahaan, maka semakin tinggi pula fleksibilitas manajemen dalam membuat keputusan untuk membagikan dividen. Saat pembagian dividen lebih besar daripada laba yang diestimasikan dapat diperoleh investor, maka akan meningkatkan *Dividend Payout Ratio*. Penelitian Lucyanda & Lilyana (2012), Adnan, Gunawan & Candrasari (2014) menunjukkan bahwa *Free Cash Flow* berpengaruh secara positif signifikan terhadap *Dividend Payout Ratio*. Demikian juga penelitian yang dilakukan oleh Parsian dan Koloukhi (2014) pada perusahaan di Teheran, Iran menunjukkan adanya hubungan yang signifikan antara *Free Cash Flow* dan *Dividend Payout Ratio*, namun dengan arah negatif. Sedangkan penelitian Kusuma, Hartoyo dan Sasongko (2018) serta Wijaya, Yamasitha dan Oklahoma (2020) memperoleh hasil bahwa *Free Cash Flow* tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *Dividend Payout Ratio*.

**Ha<sub>1</sub>: *Free Cash Flow* berpengaruh positif terhadap *Dividend Payout Ratio*.**

Perusahaan yang sedang mengalami pertumbuhan, maka akan membutuhkan banyak dana untuk membiayai pertumbuhan tersebut, misalnya untuk menambah kapasitas produksi, ataupun untuk melakukan perluasan usaha dengan mengakuisisi perusahaan lain. Semakin cepat tingkat pertumbuhan suatu perusahaan, akan semakin besar juga kebutuhan dana untuk waktu mendatang untuk membiayai pertumbuhannya (Riyanto, 2001 dalam Adnan, Gunawan & Candrasari, 2014). Menurut D'Souza (2010) dalam Widyawati dan Indriani (2019), semakin besar proporsi dividen yang didistribusikan kepada pemegang saham, maka semakin besar pengurangan atas proporsi keuntungan yang digunakan perusahaan untuk investasi dan ekspansi bisnis. Dengan demikian perusahaan yang sedang bertumbuh dan berfokus pada ekspansi akan mengurangi proporsi keuntungan yang akan dibagikan dalam bentuk dividen kepada para pemegang saham. Sesuai dengan *pecking order theory* (Myers dan Majluf, 1984), perusahaan akan memilih untuk mendanai kebutuhan pendanaan perusahaan dengan dana internal terlebih dahulu, sebelum mencari sumber pendanaan dari luar perusahaan, yaitu dengan menerbitkan utang maupun penjualan saham. Perusahaan yang sedang dalam fase pertumbuhan akan lebih memilih untuk menahan laba yang dihasilkannya untuk keperluan ekspansi, daripada membagikannya kepada para investor dalam bentuk dividen. Dengan demikian, semakin tinggi tingkat pertumbuhan perusahaan, maka dividen tunai yang dibagikan akan semakin kecil. Jika dividen tunai yang didistribusikan kepada para pemegang saham lebih kecil daripada laba yang diestimasikan dapat diperoleh oleh para pemegang saham, maka *Dividend Payout Ratio* akan menurun. Penelitian Adnan, Gunawan & Candrasari (2014) memperoleh hasil bahwa Pertumbuhan Perusahaan berpengaruh secara signifikan dan negatif terhadap *Dividend Payout Ratio*. Namun hasil penelitian Laim, Nangoy dan Murni (2015) menunjukkan bahwa tidak terdapat hubungan yang signifikan antara pertumbuhan perusahaan dan *Dividend Payout Ratio*.

**Ha<sub>2</sub>: Pertumbuhan Perusahaan berpengaruh negatif terhadap *Dividend Payout Ratio*.**

Rasio profitabilitas mengukur pendapatan atau keberhasilan operasional suatu perusahaan untuk jangka waktu tertentu (Weygandt, Kimmel dan Kieso, 2019). Menurut Mylen dan Marcus (2008) dalam Yasa dan Wirawati (2016), profitabilitas menggambarkan efektivitas perusahaan dalam mendapatkan keuntungan yang dapat diukur melalui jumlah laba operasi atau laba bersih perusahaan. Penelitian ini menggunakan rasio *Return on Assets (ROA)* sebagai proksi dari profitabilitas perusahaan. Menurut Kieso, Weygandt dan Warfield (2018), *ROA* merupakan salah satu rasio profitabilitas yang dapat digunakan untuk mengukur tingkat pengembalian yang diperoleh perusahaan melalui penggunaan asetnya. *Return On Asset* menunjukkan kemampuan perusahaan dengan menggunakan seluruh aktiva yang dimiliki untuk menghasilkan laba setelah pajak. Semakin besar *ROA*, berarti semakin efisien penggunaan aktiva perusahaan atau dengan kata lain dengan jumlah aktiva yang sama bisa dihasilkan laba yang besar, dan sebaliknya (Sudana, 2011 dalam Winarko, 2017). *Return on Assets* yang tinggi berarti perusahaan semakin efisien dalam mengelola asetnya untuk menghasilkan laba bersih. Semakin tinggi laba bersih yang mampu dihasilkan, maka potensi perusahaan untuk mendistribusikan laba tersebut dalam bentuk dividen tunai akan semakin besar juga. Jika dividen tunai yang dibagikan lebih besar daripada laba yang diestimasikan dapat diperoleh pemegang saham, maka *Dividend Payout Ratio* akan meningkat. Hasil penelitian Widyasari dan Windyasari (2017), Muhammadinah dan Jamil (2015), serta Widyawati & Indriani (2019) menyatakan *Return on Assets* memiliki pengaruh signifikan terhadap *Dividend Payout Ratio* dengan arah hubungan positif. Namun hasil penelitian Kurniawan, Arifati dan Andini (2016) menunjukkan bahwa *Return on Assets* tidak berpengaruh signifikan terhadap *Dividend Payout Ratio*.

**Ha<sub>3</sub>: *Return on Assets* berpengaruh positif terhadap *Dividend Payout Ratio*.**

Likuiditas merupakan suatu evaluasi atas kemampuan perusahaan dalam melunasi utang jangka pendeknya. Likuiditas juga dapat diartikan sebagai kas dan setara kas yang dimiliki perusahaan, atau dapat diperoleh perusahaan dalam waktu cepat (Subramanyam, 2014). Menurut Yasa dan Wirawati (2016), likuiditas merupakan kemampuan perusahaan untuk membayar semua kewajiban jangka pendeknya secara tepat waktu. Salah satu ukuran likuiditas perusahaan adalah *Cash Ratio*, yang mengukur kemampuan kas yang dimiliki perusahaan dalam melunasi liabilitas jangka pendeknya. Menurut Kasmir (2012) dalam Susmiandini dan Khoirotunnisa (2017), *Cash Ratio* adalah alat yang digunakan untuk mengukur seberapa besar uang kas yang tersedia untuk membayar utang. Sedangkan menurut Prihadi (2010) dalam Winarko (2017), kas adalah bagian paling likuid dari aset lancar, karena sebenarnya yang digunakan untuk membayar utang adalah kas. Oleh karena itu rasio kas (*cash ratio*) menawarkan perhitungan kemampuan kas untuk menutupi seluruh utang jangka pendek. Dividen pada dasarnya merupakan pembagian keuntungan perusahaan terhadap para investor. Namun dalam pembagian dividen, khususnya dividen tunai, manajemen perusahaan harus juga memperhatikan kecukupan kas perusahaan. Manajemen perusahaan harus mempertimbangkan antara ketersediaan kas perusahaan, dengan kebutuhan operasional perusahaan dalam membuat kebijakan dividen. Semakin tinggi *Cash Ratio*, maka semakin tinggi kemampuan perusahaan untuk melunasi utang lancarnya, sehingga kas yang tersisa setelah pembayaran utang lancar berpotensi untuk dibagikan sebagai dividen tunai kepada para pemegang saham. Jika dividen tunai yang dibagikan kepada pemegang saham lebih besar dari laba yang diestimasikan dapat diterima oleh para pemegang saham, maka *Dividend Payout Ratio* akan meningkat. Hasil penelitian Susmiandini dan Khoirotunnisa (2017) memperoleh hasil bahwa *Cash Ratio* memiliki pengaruh yang positif dan signifikan terhadap *Dividend Payout Ratio*, dan penelitian



Winarko (2017) juga menunjukkan adanya hubungan yang signifikan, namun dengan arah hubungan yang negatif. Sedangkan hasil penelitian Afas, Wardiningsih dan Utami (2017) menunjukkan bahwa *Cash Ratio* tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *Dividend Payout Ratio*.

**Ha4: *Cash Ratio* berpengaruh positif terhadap *Dividend Payout Ratio*.**

Selain modal yang disetorkan oleh para pemegang saham, pendanaan yang berasal dari utang kepada kreditor juga merupakan sumber pendanaan yang penting bagi perusahaan. Namun demikian, pendanaan yang berasal dari utang memiliki biaya berupa beban bunga, serta tempo pembayaran baik bunga maupun pokok utang yang mengikat secara legal. Utang yang semakin tinggi akan meningkatkan juga risiko gagal bayar perusahaan, baik atas bunga maupun atas pokok utang, yang dapat berujung pada tuntutan hukum maupun kebangkrutan perusahaan. *Debt to Equity Ratio (DER)* merupakan salah satu dari rasio *leverage* atau solvabilitas. Menurut Munawir (2010) dalam Sabri, Deviyanti dan Kurniawan (2017), rasio *leverage* yaitu rasio untuk mengukur sampai seberapa jauh aset perusahaan dibiayai dari utang. *Debt to Equity Ratio*, merupakan rasio yang digunakan untuk menilai utang dengan ekuitas. Rasio ini dihitung dengan cara membandingkan antara seluruh utang, termasuk utang lancar dengan seluruh ekuitas. Rasio ini berguna untuk mengetahui jumlah dana yang disediakan peminjam (kreditor) dengan pemilik perusahaan (Kasmir, 2017). Menurut Widyawati dan Indriani (2019), perhitungan *DER* bertujuan untuk mengetahui jumlah ekuitas yang tersedia sebagai cadangan untuk pembayaran kewajibannya, sehingga jika *DER* meningkat, maka perusahaan akan mengurangi distribusi dividen untuk meningkatkan cadangan tersebut. Semakin tinggi *DER*, maka dapat diartikan semakin tinggi ketergantungan perusahaan akan pendanaan dari kreditor, sehingga semakin tinggi juga beban bunga yang harus dibayarkan. Semakin besar beban bunga, maka laba bersih perusahaan akan semakin menurun. Jika laba perusahaan semakin kecil, maka potensi pembagian dividen kepada para pemegang saham juga akan semakin menurun. Ketika dividen tunai yang dibagikan lebih kecil dibandingkan dengan laba yang diestimasikan dapat diperoleh investor, maka *Dividend Payout Ratio* akan menurun. Yudiana dan Yadnyana (2016) dalam penelitiannya menyatakan *Debt to Equity Ratio* berpengaruh signifikan negatif terhadap *Dividend Payout Ratio*, demikian juga penelitian Fitriati, Chabachib dan Muharam (2018) memperoleh hasil yang serupa. Namun hasil penelitian Afas, Wardiningsih dan Utami (2017) memperoleh hasil bahwa *Debt Equity Ratio* tidak berpengaruh secara signifikan terhadap *Dividend Payout Ratio*.

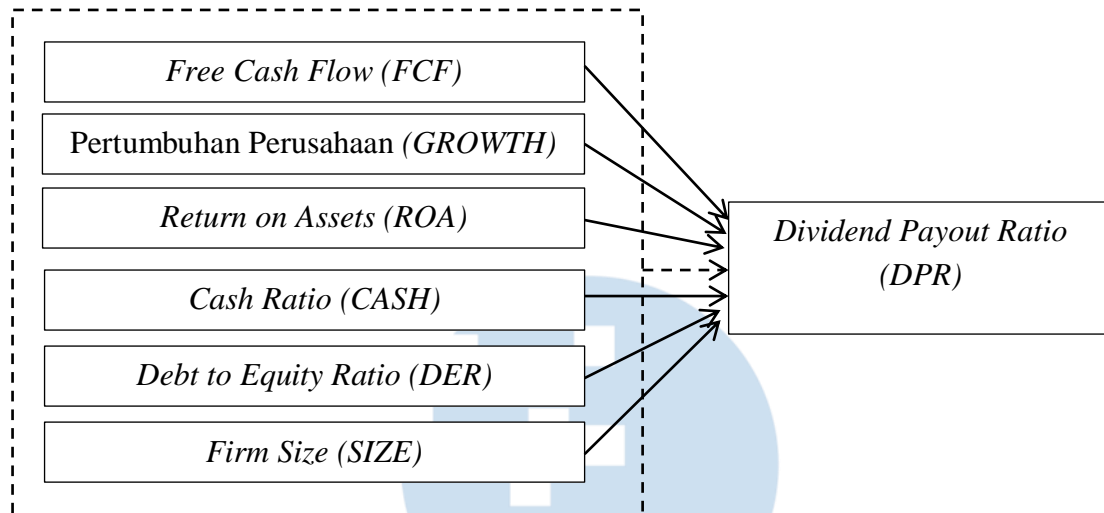
**Ha5: *Debt to Equity Ratio* berpengaruh negatif terhadap *Dividend Payout Ratio*.**

Ukuran perusahaan atau *Firm Size* dapat diukur dengan beberapa hal, diantaranya total aset dan total pendapatan perusahaan (Kusuma, Hartoyo dan Sasongko, 2018). Penelitian ini menggunakan pengukuran logaritma natural dari total aset sebagai dasar untuk ukuran perusahaan. Perusahaan yang memiliki total aset yang besar, maka diharapkan dapat menggunakan total aset yang dimilikinya tersebut untuk meningkatkan produktivitas perusahaan, sehingga pendapatan perusahaan juga diharapkan ikut meningkat. Pendapatan perusahaan yang meningkat, jika dibarengi dengan efisiensi beban, akan menghasilkan laba bersih yang lebih tinggi. Selain itu, perusahaan dengan skala ukuran besar juga biasanya sudah berada dalam tahap *maturity*, memiliki tingkat keuntungan yang stabil dan tidak lagi berfokus pada pengembangan perusahaan yang membutuhkan biaya tinggi. Dengan laba bersih yang tinggi dan stabil, maka potensi manajemen dalam melakukan pembagian dividen juga akan semakin besar. Jika pembagian dividen tunai lebih besar dari laba yang diestimasikan dapat diperoleh para investor, maka *Dividend Payout Ratio* akan meningkat. Penelitian Fitriati,

Chabachib dan Muharam (2018) serta Bostanci, Kadioglu dan Sayilgan (2018) menunjukkan bahwa *Firm Size* memiliki pengaruh yang signifikan dengan arah positif terhadap *Dividend Payout Ratio*. Namun penelitian Parsian & Koloukhi (2014) pada perusahaan publik di Teheran, Iran serta Afas, Wardiningsih dan Utami (2017) menyatakan bahwa tidak terdapat hubungan yang signifikan antara *Firm Size* dengan *Dividend Payout Ratio*.

**Ha<sub>6</sub>: *Firm Size* berpengaruh positif terhadap *Dividend Payout Ratio*.**

Berikut merupakan model penelitian pada penelitian ini:



**Gambar 1. Model Penelitian**

### 3. METODE PENELITIAN

#### 3.1. Variabel Penelitian

Penelitian ini menggunakan variabel dependen *Dividend Payout Ratio* dan 6 (enam) variabel independen yaitu *Free Cash Flow*, *Pertumbuhan Perusahaan*, *Return on Assets*, *Cash Ratio*, *Debt to Equity Ratio* dan *Firm Size* sebagai berikut:

**Tabel 3.1**  
**Definisi Operasional Variabel**

Variabel	Rumus Pengukuran	Sumber
<i>Dividend Payout Ratio (DPR)</i>	$DPR = \frac{\text{Cash Dividend per Share}}{\text{Earnings per Share}}$	Subramanyam (2014)
<i>Free Cash Flow (FCF)</i>	$FCF = \frac{\text{Operating Cash Flow} - \text{Capex}}{\text{Total Assets}}$	Khan <i>et al.</i> (2017) Kafata & Hartono (2018)
<i>Pertumbuhan Perusahaan (GROWTH)</i>	$GROWTH = \frac{\text{Total Assets}_t - \text{Total Assets}_{t-1}}{\text{Total Assets}_{t-1}}$	Pribadi dan Sampurno (2012)

<i>Return on Assets (ROA)</i>	$ROA = \frac{Net\ Income}{Average\ Total\ Assets}$	Weygandt, Kimmel, dan Kieso (2019)
<i>Cash Ratio (CASH)</i>	$CASH = \frac{Cash\ \&\ Cash\ Equivalents}{Current\ Liabilities}$	Kasmir (2014)
<i>Debt to Equity Ratio (DER)</i>	$DER = \frac{Total\ Debt}{Total\ Equity}$	Ross et al. (2016)
<i>Firm Size (SIZE)</i>	Ln Total Aset	Kaźmierska-Jóźwiak (2015)

### 3.2. Teknik Pengumpulan Data dan Pengambilan Sampel

Penelitian ini menggunakan data yang bersumber dari laporan keuangan (*audited*) perusahaan-perusahaan dan terdapat di dalam *website* BEI (Bursa Efek Indonesia) yaitu [www.idx.co.id](http://www.idx.co.id) maupun *website* perusahaan. Populasi yang digunakan adalah perusahaan sektor industri barang konsumsi, dengan pemilihan sampel menggunakan metode *purposive sampling* untuk mendapatkan sampel yang *representative* sesuai dengan kriteria yang ditentukan. yaitu: (1) terdaftar di Bursa efek Indonesia (BEI) selama tahun 2015 – 2017, (2) Melaporkan dan mempublikasikan laporan keuangan yang telah diaudit per 31 Desember periode 2015 – 2018 dalam mata uang rupiah, (3) Membagikan dividen tunai dan menghasilkan laba setelah pajak yang positif berturut-turut untuk periode 2015 – 2017, (4) Tidak melakukan *share split/reverse share split* selama periode 2015-2017.

### 3.3. Teknik Analisis Data

Pengujian asumsi klasik dilakukan untuk mengetahui kenormalan dan kelayakan data untuk digunakan, dengan menggunakan uji normalitas, uji multikolonieritas, uji heteroskedastisitas dan uji autokorelasi.

Penelitian ini menggunakan model regresi berganda (*multiple regression analysis*) untuk menguji pengaruh antara variabel independen *Free Cash Flow*, *Pertumbuhan Perusahaan*, *Return on Assets*, *Cash Ratio*, *Debt to Equity Ratio* dan *Firm Size* terhadap variabel dependen *Dividend Payout Ratio*. Persamaan fungsi regresi linier berganda yang digunakan dalam penelitian ini adalah:

$$DPR = \alpha + \beta_1 FCF - \beta_2 GROWTH + \beta_3 ROA + \beta_4 CASH - \beta_5 DER + \beta_6 SIZE + e$$

Keterangan :

a	= Konstanta
$\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4, \beta_5, \beta_6$	= Koefisien regresi dari masing-masing variabel independen
<i>DPR</i>	= <i>Dividend Payout Ratio</i>
<i>FCF</i>	= <i>Free Cash Flow</i>
<i>GROWTH</i>	= <i>Pertumbuhan Perusahaan</i>
<i>ROA</i>	= <i>Return on Assets</i>
<i>CASH</i>	= <i>Cash Ratio</i>
<i>DER</i>	= <i>Debt to Equity Ratio</i>

*SIZE* = Firm Size  
*e* = Variabel residual/error

Pengujian hipotesis dilakukan dengan uji koefisien determinasi ( $R^2$ ) untuk menguji besarnya pengaruh seluruh variabel independen dalam menjelaskan variabel dependen, uji signifikansi simultan (*F statistic*) untuk menguji adanya pengaruh signifikan antara variabel independen secara simultan terhadap variabel dependen, serta uji signifikansi parameter individual (*t statistic*) untuk menguji adanya pengaruh signifikan antara variabel independen secara individual terhadap variabel dependen

## 4. HASIL DAN PEMBAHASAN

### 4.1. Statistik Deskriptif

Statistik deskriptif memberikan gambaran atau deskripsi untuk variabel *Dividend Payout Ratio (DPR)*, *Free Cash Flow (FCF)*, Pertumbuhan Perusahaan (*GROWTH*), *Return on Assets (ROA)*, *Cash Ratio (CASH)*, *Debt to Equity Ratio (DER)* dan *Firm Size (SIZE)* yang dilihat dari nilai minimum, maksimum, rata-rata, *range* dan standar deviasi (tingkat penyimpangan). Tabel 4.1 menunjukkan hasil uji deskriptif sebagai berikut:

**Tabel 4.1**  
**Hasil Statistik Deskriptif**

	N	Range	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
DPR	39	1.3062	.1514	1.4576	.527686	.2979713
FCF	39	.6105	-.1364	.4741	.086403	.1310880
GROWTH	39	.6611	-.0994	.5617	.115897	.1284935
ROA	39	.5164	.0362	.5526	.145394	.1269615
CASH	39	4.5908	.0323	4.6231	1.033200	1.1508573
DER	39	2.5785	.0761	2.6546	.806795	.6794535
SIZE	39	5.4952	26.6558	32.1510	29.200767	1.5949840

Berdasarkan hasil statistik deskriptif yang terdapat dalam Tabel 4.1 dari 39 observasi yang diamati, variabel *Dividend Payout Ratio (DPR)* memiliki nilai rata-rata (*mean*) sebesar 0,5277 yang menjelaskan bahwa rata-rata perusahaan membagikan dividen tunai sebanyak 52,77% dari laba bersih yang diestimasikan dapat diperoleh pemegang saham. Variabel *Free Cash Flow (FCF)* memiliki nilai rata-rata sebesar 0,0864, yang dapat diartikan bahwa rata-rata perusahaan yang menjadi observasi dalam penelitian mampu menghasilkan *Free Cash Flow* sebesar 8,64% dari total asetnya. Nilai rata-rata untuk variabel *GROWTH* adalah sebesar 0,1159. Dapat diartikan bahwa secara rata-rata, total aset perusahaan yang menjadi observasi dalam penelitian bertumbuh sebesar 11,59% dari tahun sebelumnya. Rata-rata variabel *Return on Assets* adalah sebesar 0,1454, yang dapat diartikan bahwa rata-rata perusahaan yang menjadi sampel dalam penelitian ini mampu menghasilkan laba bersih sebesar 14,54% dari penggunaan total asetnya. Variabel *Cash Ratio (CASH)* memiliki nilai rata-rata sebesar 1,0332, yang dapat diartikan bahwa rata-rata perusahaan yang menjadi sampel dalam penelitian ini mampu melunasi liabilitas jangka pendeknya dengan menggunakan kas dan setara kas yang dimiliki sebanyak 1,03 kali. Dari hasil statistik deskriptif didapatkan nilai rata-rata untuk variabel *DER* adalah sebesar 0,8068 yang dapat diartikan bahwa rata-rata proporsi pendanaan yang dimiliki

oleh perusahaan memiliki total utang sebesar 80,68% dari total ekuitas. Nilai rata-rata untuk variabel *SIZE* adalah sebesar 29,2007. Dapat diartikan bahwa rata-rata perusahaan yang menjadi observasi dalam penelitian memiliki nilai aset sebesar logaritma natural 29,20 atau senilai Rp 16.091.027.786.606.

### Uji Normalitas

Uji normalitas dalam penelitian ini dilakukan dengan menggunakan uji *Kolmogorov-Smirnov* dengan hasil uji sebagai berikut:

**Tabel 4.2**  
**Hasil Uji Normalitas**

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test		
		Unstandardized Residual
N		39
Normal Parameters <sup>a,b</sup>	Mean	.0000000
	Std. Deviation	.16739177
Most Extreme Differences	Absolute	.095
	Positive	.095
	Negative	-.084
Test Statistic		.095
Asymp. Sig. (2-tailed)		.200 <sup>c,d</sup>

Hasil pengujian *Kolmogorov-Smirnov* pada Tabel 4.2 menunjukkan bahwa nilai *Kolmogorov-Smirnov* sebesar 0,095 dengan nilai signifikansi sebesar 0,200. Karena nilai signifikansinya lebih besar dari 0,05, sehingga dapat dinyatakan bahwa semua variabel telah terdistribusi secara normal.

## 4.2. Uji Asumsi Klasik

### 1. Uji Multikolonieritas

Uji multikolonieritas bertujuan untuk menguji apakah pada model regresi ditemukan adanya korelasi antara variabel bebas (independen). Model regresi yang baik seharusnya tidak terjadi korelasi diantara variabel independen. Hasil uji multikolonieritas ditunjukkan pada tabel berikut:

**Tabel 4.3**  
**Hasil Uji Multikolonieritas**

Model		Collinearity Statistics		
		B	Tolerance	VIF
1	(Constant)	-.853		
	FCF	1.241	.236	4.246
	GROWTH	-.651	.749	1.334
	ROA	-.063	.272	3.670
	CASH	.067	.618	1.618
	DER	.098	.374	2.673
	SIZE	.041	.859	1.163

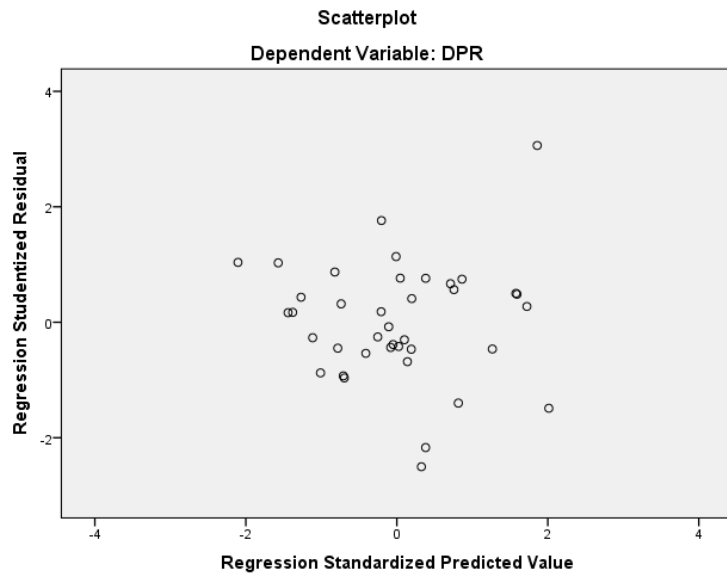
Hasil uji multikolonieritas pada Tabel 4.3 menunjukkan bahwa semua variabel independen memiliki nilai *tolerance* lebih besar dari 0,10 dan memiliki nilai *Variance Inflation Factor (VIF)* lebih kecil dari 10. Berdasarkan hasil pengujian tersebut dapat dinyatakan bahwa tidak terdapat korelasi antara variabel independen dalam model regresi yaitu variabel *Free Cash Flow (FCF)*, *Pertumbuhan Perusahaan (GROWTH)*, *Return on Assets (ROA)*, *Cash Ratio (CASH)*, *Debt to Equity Ratio (DER)* dan *Firm Size (SIZE)*.

## 2. Uji Heteroskedastisitas

Uji heteroskedastisitas bertujuan menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan *variance* dari residual satu pengamatan ke pengamatan lain. Jika *variance* dari residual satu pengamatan ke pengamatan lain tetap, maka disebut homoskedastisitas dan jika berbeda disebut heteroskedastisitas. Model regresi yang baik adalah yang homoskedastisitas atau tidak terjadi heteroskedastisitas. Dalam penelitian ini, heteroskedastisitas diuji dengan melihat ada tidaknya pola tertentu pada grafik *scatterplot* antara SRESID dan ZPRED. Berikut merupakan hasil dari uji heteroskedastisitas.

**Gambar 4.1**

**Hasil Uji Heteroskedastisitas**



Berdasarkan grafik *scatterplot* pada Gambar 4.1 terlihat bahwa titik-titik pada grafik menyebar secara acak dan tidak terdapat pola tertentu yang teratur (bergelombang, melebar kemudian menyempit), serta titik-titik menyebar di atas dan di bawah angka 0 pada sumbu Y. Berdasarkan hasil pengujian tersebut dapat dinyatakan bahwa dalam model regresi tidak terjadi heteroskedastisitas.

**3. Uji Autokorelasi**

Uji autokorelasi bertujuan menguji apakah dalam model regresi linear ada korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode t dengan kesalahan pengganggu pada periode t-1 (sebelumnya). Berikut merupakan hasil uji autokorelasi dengan *Runs Test*:

**Tabel 4.4**

**Hasil Uji Autokorelasi**

Runs Test	
	Unstandardized Residual
Test Value <sup>a</sup>	.02526
Cases < Test Value	19
Cases >= Test Value	20
Total Cases	39
Number of Runs	18
Z	-.645
Asymp. Sig. (2-tailed)	.519

Berdasarkan hasil pengujian autokorelasi yang ditunjukkan Tabel 4.4, diperoleh nilai tes  $-0.02526$  dengan probabilitas  $0.519$ . Karena nilai signifikansinya lebih besar dari  $0.05$ , maka dapat disimpulkan bahwa residual random dan tidak terjadi autokorelasi antar nilai residual.

### Uji Signifikansi simultan (Uji Statistik F)

Uji statistik F dilakukan untuk menunjukkan apakah semua variabel independen atau bebas yang dimasukkan dalam model mempunyai pengaruh secara bersama-sama terhadap variabel dependen/terikat. Berikut merupakan hasil dari uji statistik F:

**Tabel 4.6**  
**Hasil Uji Statistik F**

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	2.309	6	.385	11.566	.000 <sup>b</sup>
	Residual	1.065	32	.033		
	Total	3.374	38			

Berdasarkan Tabel 4.6, nilai F sebesar  $11,566$  dengan tingkat signifikansi di bawah  $0,05$  yaitu  $0,000$ . Dengan demikian dapat dinyatakan bahwa *Free Cash Flow (FCF)*, *Pertumbuhan Perusahaan (GROWTH)*, *Return on Assets (ROA)*, *Cash Ratio (CASH)*, *Debt to Equity Ratio (DER)* dan *Firm Size (SIZE)* secara simultan memiliki pengaruh signifikan terhadap *Dividend Payout Ratio (DPR)*. Untuk mengukur signifikansi ketepatan regresi fungsi sampel dalam menaksir nilai aktual dapat diukur dengan *goodness of fit* yaitu membandingkan antara nilai F hitung dengan nilai F tabel. Penelitian ini memiliki *degrees of freedom (df)* sebagai berikut,  $\alpha = 0,05$ ,  $df$  regresi =  $6$ , dan  $df$  residual =  $32$ , sehingga didapatkan F tabel sebesar  $2,40$ . Maka F hitung  $>$  F tabel ( $11,566 > 2,40$ ). Dengan demikian fungsi regresi sampel dalam menaksir nilai aktual sudah tepat atau model *fit* karena nilai F hitung lebih besar dari nilai F tabel.

### 4.3. Uji Hipotesis

#### 1. Uji Koefisien Determinasi

Analisis korelasi bertujuan untuk mengukur kekuatan asosiasi (hubungan) linear antara dua variabel. Berikut adalah hasil uji koefisien korelasi:

**Tabel 4.5**  
**Hasil Uji Koefisien Korelasi**

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.827 <sup>a</sup>	.684	.625	.1824110

Berdasarkan Tabel 4.5, nilai koefisien korelasi (R) dalam penelitian ini sebesar  $0,827$  atau  $82,7\%$ . Nilai ini menunjukkan bahwa hubungan antara variabel independen yang terdiri atas *Free Cash Flow (FCF)*, *Pertumbuhan Perusahaan (GROWTH)*, *Return on Assets (ROA)*, *Cash Ratio (CASH)*, *Debt to Equity Ratio (DER)* dan *Firm Size (SIZE)* dengan variabel dependen *Dividend Payout Ratio (DPR)* memiliki korelasi yang sangat kuat. Hal ini dikarenakan nilai koefisien korelasi berada dalam klasifikasi diantara  $0,80 - 1,00$ .



Koefisien determinasi ( $R^2$ ) juga digunakan untuk mengukur seberapa jauh kemampuan model dalam menerangkan variasi variabel dependen. Berdasarkan Tabel 4.5 nilai *Adjusted R Square* sebesar 0,625 menunjukkan bahwa variabel *Free Cash Flow (FCF)*, *Pertumbuhan Perusahaan (GROWTH)*, *Return on Assets (ROA)*, *Cash Ratio (CASH)*, *Debt to Equity Ratio (DER)* dan *Firm Size (SIZE)* dapat menjelaskan variabel *Dividend Payout Ratio (DPR)* sebesar 62,5% dan sisanya sebesar 37,5% dijelaskan oleh variabel lain yang tidak diujikan dalam penelitian ini. Nilai *standard error of estimate (SEE)* adalah sebesar 0,1824 yang dapat diartikan bahwa semakin kecil nilai *SEE* akan membuat model regresi dalam penelitian ini semakin tepat dalam memprediksi variabel dependen yaitu *Dividend Payout Ratio (DPR)*.

**2. Uji Signifikansi Parameter Individual (Uji Statistik t)**

Uji statistik t dilakukan untuk menunjukkan seberapa jauh pengaruh satu variabel penjelas/independen secara individual dalam menerangkan variasi variabel dependen. Berikut merupakan hasil uji statistik t:

**Tabel 4.7**  
**Hasil Uji Statistik t**

Model		Coefficients	t	Sig.
1	(Constant)		-1.438	.160
	FCF	.546	2.667	.012
	GROWTH	-.281	-2.446	.020
	ROA	-.027	-.141	.889
	CASH	.259	2.048	.049
	DER	.223	1.373	.179
	SIZE	.222	2.071	.046

Berdasarkan hasil uji statistik t pada Tabel 4.7, diperoleh persamaan regresi sebagai berikut:

$$DPR = 0,546 FCF - 0,281 GROWTH - 0,027 ROA + 0,259 CASH + 0,223 DER + 0,222 SIZE + e$$

Keterangan :

- DPR* = *Dividend Payout Ratio*
- FCF* = *Free Cash Flow*
- GROWTH* = *Pertumbuhan Perusahaan*
- ROA* = *Return on Assets*
- CASH* = *Cash Ratio*
- DER* = *Debt to Equity Ratio*
- SIZE* = *Firm Size*

Berdasarkan hasil uji statistik t untuk variabel *Free Cash Flow (FCF)*, diperoleh nilai t sebesar 2.667 dengan nilai signifikansi sebesar 0,012. Variabel *Free Cash Flow* memiliki nilai

koefisien regresi sebesar 0,546 yang dapat diartikan bahwa setiap penambahan satu satuan *Free Cash Flow* dapat meningkatkan *Dividend Payout Ratio* sebesar 0,546. Dari hasil tersebut dapat disimpulkan bahwa  $H_{a1}$  diterima yang dapat diartikan bahwa *FCF* berpengaruh signifikan positif terhadap *Dividend Payout Ratio (DPR)*. *Free Cash Flow* menunjukkan jumlah kas hasil operasional perusahaan yang bebas digunakan oleh manajemen setelah pembelanjaan modal (*capital expenditures*) yang dibutuhkan perusahaan untuk mempertahankan kapasitas produksinya. *Free Cash Flow* yang positif berarti terdapat sisa kas yang tersedia dan bebas digunakan oleh manajemen karena kebutuhan investasi perusahaan telah terpenuhi, diantaranya dapat digunakan untuk membagikan dividen tunai kepada para investor. Dengan demikian semakin tinggi *Free Cash Flow*, maka fleksibilitas dan potensi manajemen untuk membagikan dividen tunai semakin tinggi. Ketika dividen tunai yang dibagikan kepada para investor lebih besar daripada laba yang diestimasikan dapat diterima oleh para pemegang saham, maka *Dividend Payout Ratio* juga akan meningkat. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian Lucyanda dan Lilyana (2012), Adnan (2014), serta Khan *et al.* (2017) yang menyatakan bahwa *Free Cash Flow* memiliki pengaruh yang signifikan dengan arah positif terhadap *Dividend Payout Ratio*. Namun tidak sejalan dengan hasil penelitian Kusuma, Hartoyo dan Sasongko (2018), Kafata dan Hartono (2018) serta Wijaya, Yamasitha dan Oklahoma (2020), yang menyatakan bahwa *Free Cash Flow* tidak berpengaruh signifikan terhadap *Dividend Payout Ratio*.

Berdasarkan hasil uji statistik *t* untuk variabel Pertumbuhan Perusahaan (*GROWTH*), diperoleh nilai *t* sebesar -2.446 dengan nilai signifikansi sebesar 0,020. Variabel Pertumbuhan Perusahaan memiliki nilai koefisien regresi sebesar 0,281 yang dapat diartikan bahwa setiap penambahan satu satuan Pertumbuhan Perusahaan dapat menyebabkan penurunan *Dividend Payout Ratio* sebesar 0,281. Hal ini dapat disimpulkan bahwa  $H_{a2}$  diterima yang dapat diartikan bahwa *GROWTH* berpengaruh secara negatif dan signifikan terhadap *Dividend Payout Ratio (DPR)*. Perusahaan yang sedang dalam fase pertumbuhan akan lebih banyak membutuhkan dana untuk ekspansi atau memperluas usahanya dibandingkan dengan perusahaan yang sudah pada tahap *maturity*. Dalam memilih sumber pendanaan, tentunya manajemen akan terlebih dulu memilih pendanaan dengan biaya yang lebih murah, yaitu pendanaan internal. Dengan demikian, laba yang diperoleh perusahaan akan lebih dialokasikan untuk mendanai pertumbuhan perusahaan, daripada dibagikan kepada investor dalam bentuk dividen tunai. Dengan demikian, semakin tinggi pertumbuhan perusahaan, maka potensi pembagian dividen tunai akan semakin kecil. Jika pembagian dividen tunai lebih kecil dibandingkan dengan laba yang dapat diperoleh investor, maka *Dividend Payout Ratio* akan menurun. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian penelitian Afas, Wardiningsih dan Utami (2017), dan Adnan, Gunawan & Candrasari (2014) yang menyatakan bahwa *Growth* berpengaruh signifikan dengan arah negatif terhadap *Dividend Payout Ratio*. Namun hasil penelitian ini bertentangan dengan hasil penelitian Laim, Nangoy dan Murni (2015) serta Pribadi dan Sampurno (2012) yang menyatakan bahwa pertumbuhan perusahaan yang diukur dengan pertumbuhan total aset perusahaan tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *Dividend Payout Ratio*.

Berdasarkan hasil uji statistik *t* untuk variabel *Return on Assets (ROA)*, diperoleh nilai *t* sebesar -0,141 dengan nilai signifikansi sebesar 0,889. Variabel *Return on Assets* memiliki nilai koefisien regresi sebesar 0,027 yang dapat diartikan bahwa penambahan satu satuan *Return on Assets* dapat menurunkan *Dividend Payout Ratio* sebesar 0,027. Hal ini dapat disimpulkan bahwa  $H_{a3}$  ditolak yang dapat diartikan bahwa *Return on Assets* tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *Dividend Payout Ratio (DPR)*. Semakin tinggi nilai *Return On Assets*, seharusnya berarti semakin efisien manajemen perusahaan mengelola aset yang dimilikinya untuk menghasilkan keuntungan bagi perusahaan, sehingga potensi perusahaan

membagikan dividen tunai meningkat dan jika pendistribusian dividen tersebut lebih tinggi dibandingkan dengan laba yang diestimasikan dapat diperoleh investor, maka *Dividend Payout Ratio* akan ikut meningkat. Namun hasil penelitian ini menunjukkan hasil pengaruh yang tidak signifikan antara *Return on Assets* terhadap *Dividend Payout Ratio*. Pada penelitian ini, rata-rata sampel perusahaan memiliki *Return on Assets* hanya sebesar 14,54%, namun memiliki *Dividend Payout Ratio* yang cukup besar yaitu 52,77%, atau secara rata-rata perusahaan membagikan lebih dari setengah laba bersihnya kepada para investor dalam bentuk dividen tunai. Hal ini berarti dalam membuat keputusan pendistribusian dividen, profitabilitas perusahaan bukanlah menjadi pertimbangan utama, namun lebih melihat adanya ketersediaan kas perusahaan. Hal ini sejalan dengan hasil uji signifikansi dari faktor ketersediaan kas, baik dilihat dari *Free Cash Flow* maupun *Cash Ratio*, pada penelitian ini yang menunjukkan adanya pengaruh yang positif dan signifikan terhadap keputusan kebijakan dividen perusahaan. Hasil penelitian Wijaya, Yamasitha dan Oklahoma (2020), Laim, Nangoy dan Murni (2015) serta Adnan, Gunawan & Candrasari (2014) juga tidak menunjukkan adanya pengaruh yang signifikan antara *Return on Assets* terhadap *Dividend Payout Ratio*. Namun hasil penelitian yang berbeda ditunjukkan oleh Widyawati dan Indriani (2019) dan Winarko (2017) yang memperoleh hasil bahwa *Return on Assets* memiliki pengaruh yang positif dan signifikan terhadap *Dividend Payout Ratio*.

Berdasarkan hasil uji statistik t untuk variabel *Cash Ratio (CASH)*, diperoleh nilai t sebesar 2,048 dengan nilai signifikansi sebesar 0,049. Variabel *Cash Ratio* memiliki nilai koefisien regresi sebesar 0,259 yang dapat diartikan bahwa setiap penambahan satu satuan *Cash Ratio* dapat meningkatkan *Dividend Payout Ratio* sebesar 0,259. Tingkat signifikansi yang lebih kecil dari 0,05 dan nilai t yang positif menunjukkan bahwa  $H_4$  diterima yang dapat diartikan bahwa *Cash Ratio* berpengaruh secara signifikan dan positif terhadap *DPR*. Pembagian dividen tunai tentunya harus memperhatikan ketersediaan kas perusahaan. Manajemen harus memperhitungkan kebutuhan kas yang diperlukan untuk operasional sehari-hari perusahaan, misalnya utang yang akan jatuh tempo dalam waktu dekat. Semakin tinggi *Cash Ratio* perusahaan, artinya semakin tinggi pula kemampuan perusahaan dalam melunasi liabilitas jangka pendek dengan menggunakan kas dan setara kas yang dimilikinya. Jika liabilitas jangka pendek telah dilunasi, maka potensi manajemen dalam membagikan dividen tunai kepada para pemegang saham juga akan meningkat. Ketika pembagian dividen tunai yang meningkat lebih tinggi dibandingkan dengan laba yang dapat diperoleh investor, maka *Dividend Payout Ratio* juga akan meningkat. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian Susmiandini dan Khoirotunnisa (2017) dan Maura *et al.* (2019) yang menyatakan bahwa *Cash Ratio* berpengaruh secara positif dan signifikan terhadap *Dividend Payout Ratio*. Hasil penelitian Winarko (2017) juga menunjukkan adanya pengaruh yang signifikan antara *Cash Ratio* terhadap *Dividend Payout Ratio* namun dengan arah hubungan yang negatif. Hasil penelitian ini tidak sejalan dengan penelitian Afas, Wardiningsih dan Utami (2017) yang menyatakan bahwa *Cash Ratio* tidak berpengaruh secara signifikan terhadap *Dividend Payout Ratio*.

Berdasarkan hasil uji statistik t untuk variabel *Debt to Equity Ratio (DER)*, diperoleh nilai t sebesar 1.373 dengan nilai signifikansi sebesar 0,179. Variabel *Debt to Equity Ratio* memiliki nilai koefisien regresi sebesar 0,223 yang dapat diartikan bahwa setiap penambahan satu satuan *Debt to Equity Ratio* dapat meningkatkan *Dividend Payout Ratio* sebesar 0,223. Hal ini dapat disimpulkan bahwa  $H_5$  ditolak yang dapat diartikan bahwa *Debt to Equity Ratio* tidak berpengaruh secara signifikan terhadap *Dividend Payout Ratio*. Besarnya utang yang dimiliki perusahaan akan membuat beban bunga yang harus ditanggung perusahaan atas utang tersebut juga semakin besar. Tingginya beban bunga yang harus dibayarkan akan mengurangi kas yang

tersedia pada perusahaan, dan juga sebagai komponen pengurang laba. Semakin rendah laba bersih perusahaan, maka potensi perusahaan dalam membagikan dividen tunai kepada para investor akan semakin rendah. Penurunan potensi pembagian laba yang lebih rendah dibandingkan dengan laba yang diestimasikan dapat diperoleh para investor seharusnya akan membuat *Dividend Payout Ratio* menurun. Namun hasil penelitian ini memperoleh hasil yang berbeda, di mana *Debt to Equity Ratio* tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *Dividend Payout Ratio*. Hal ini dikarenakan pada sampel penelitian, rata-rata total liabilitas perusahaan didominasi oleh liabilitas jangka pendek, dengan proporsi utang jangka pendek dan jangka panjang sebesar 75,06% dan 24,94%. Utang jangka pendek biasanya merupakan *non-interest-bearing liabilities*, atau tidak memiliki beban bunga. Rendahnya liabilitas jangka panjang berarti bahwa beban bunga perusahaan juga akan rendah. Hal ini terbukti dari rata-rata beban bunga pada perusahaan yang menjadi sampel pada penelitian ini hanya sebesar 1,04% dari total penjualan bersih perusahaan. Dengan demikian, liabilitas perusahaan tidak berefek pada pengurangan laba, dan tidak berefek pula pada potensi pembagian dividen tunai dan *Dividend Payout Ratio* perusahaan. Dari hasil statistik deskriptif pada Tabel 4.1 juga terlihat bahwa rata-rata *Debt to Equity Ratio* adalah sebesar 0,81, hal ini berarti secara rata-rata, sampel perusahaan pada penelitian ini lebih mengandalkan pendanaan yang bersumber dari ekuitas daripada liabilitas. Sehingga *Debt to Equity Ratio* tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *Dividend Payout Ratio*. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian Kusuma, Hartoyo dan Sasongko (2018), Widyawati dan Indriani (2019), serta Khan *et al.* (2017) yang menyatakan bahwa tidak terdapat pengaruh yang signifikan antara *Debt to Equity Ratio* terhadap *Dividend Payout Ratio*. Namun hasil yang berbeda diperoleh dari penelitian Winarko (2017) dan Zulkifli, Endri dan Kurniasih (2017) yang menunjukkan bahwa *Debt to Equity Ratio* memiliki hubungan yang signifikan terhadap *Dividend Payout Ratio* dengan arah hubungan negatif.

Variabel *Firm Size* (*SIZE*) memperoleh hasil uji statistik t sebesar 2,071 dengan nilai signifikansi sebesar 0,046. Variabel *Firm Size* memiliki nilai koefisien regresi sebesar 0,222 yang dapat diartikan bahwa setiap penambahan satu satuan *Firm Size* akan menyebabkan kenaikan *Dividend Payout Ratio* sebesar 0,222. Hal ini dapat disimpulkan bahwa  $H_{a6}$  diterima yang dapat diartikan bahwa *SIZE* berpengaruh secara signifikan terhadap *Dividend Payout Ratio* dengan arah hubungan positif. Pada penelitian ini, *Firm Size* atau ukuran perusahaan diukur dengan total aset perusahaan. Perusahaan menggunakan asetnya untuk kegiatan operasional dan produksi perusahaan, sehingga jika total aset perusahaan semakin besar, maka produktivitas perusahaan akan turut meningkat, yang akan meningkatkan juga pendapatan perusahaan. Pendapatan perusahaan yang meningkat, diiringi dengan efisiensi beban, maka akan meningkatkan laba bersih perusahaan. Laba bersih yang tinggi akan semakin meningkatkan potensi manajemen perusahaan dalam memutuskan pendistribusian dividen tunai. Ketika dividen tunai yang dibagikan lebih besar dari laba yang diestimasikan dapat diperoleh pemegang saham, maka *Dividend Payout Ratio* akan meningkat. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian Fitriati, Chabachib dan Muharam (2018) serta Bostanci, Kadioglu dan Sayilgan (2018) yang memperoleh hasil bahwa *Firm Size* dapat mempengaruhi *Dividend Payout Ratio* secara signifikan dengan arah positif. Namun hasil ini tidak sejalan dengan hasil penelitian Kusuma, Hartoyo dan Sasongko (2018), Afas, Wardiningsih dan Utami (2017) serta Parsian dan Koloukhi (2014) yang menyatakan *Firm Size* tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *Dividend Payout Ratio*.

## 5. SIMPULAN, KETERBATASAN DAN SARAN

Dari hasil penelitian dapat disimpulkan bahwa secara simultan, *Free Cash Flow*, pertumbuhan perusahaan yang diproksikan dengan peningkatan total aset, profitabilitas yang diproksikan dengan *Return on Assets*, likuiditas yang diproksikan dengan *Cash Ratio*, solvabilitas yang diproksikan dengan *Debt to Equity*, serta ukuran perusahaan atau *Firm Size* yang diproksikan dengan logaritma natural total aset memiliki pengaruh yang signifikan terhadap pendistribusian laba kepada pemegang saham dalam bentuk dividen tunai, yang diproksikan dengan *Dividend Payout Ratio*. Sedangkan secara parsial, variabel independen *Free Cash Flow*, *Cash Ratio* dan *Firm Size* menunjukkan hasil yang signifikan dengan arah positif dalam mempengaruhi *Dividend Payout Ratio*, dan variabel independen Pertumbuhan Perusahaan dapat secara signifikan mempengaruhi *Dividend Payout Ratio* dengan arah negatif. Namun variabel *Return on Assets* dan *Debt to Equity Ratio* tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *Dividend Payout Ratio*. Terkait dengan *Bird in the Hand Theory* oleh Lintner (1956), yang menyatakan bahwa investor akan cenderung lebih menyukai pembagian dividen sebagai *return* yang sudah pasti diperoleh dibandingkan dengan *return* dari *capital gain* yang belum pasti, maka para investor maupun calon investor pada perusahaan subsektor barang konsumsi di Indonesia yang mengharapkan *return* dalam bentuk dividen tunai, dapat lebih memperhatikan perusahaan yang memiliki *Free Cash Flow*, *Cash Ratio* dan *Firm Size* yang tinggi, serta perusahaan dengan tingkat Pertumbuhan Perusahaan yang rendah hingga moderat.

Hasil uji koefisien determinasi menunjukkan nilai *adjusted R square* sebesar 62,5%, atau variabel independen pada penelitian ini hanya mampu menjelaskan variabel dependen sebanyak 62,5%, sedangkan sisanya dijelaskan oleh variabel lain yang tidak tercakup dalam penelitian ini. Sehingga penelitian selanjutnya dapat menambahkan variabel lainnya, misalnya umur perusahaan, struktur kepemilikan, *collateralizable assets*, dan sebagainya. Penelitian ini juga hanya mengambil objek perusahaan sektor industri barang konsumsi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2015 sampai 2017, sehingga tidak dapat digeneralisasi terhadap seluruh perusahaan publik di Indonesia. Penelitian berikutnya dapat memperluas objek penelitian pada sektor lainnya yang lebih luas, serta meningkatkan jumlah tahun penelitian. Selain itu penelitian berikutnya juga dapat mencoba menggunakan *tools* penelitian lainnya seperti *e-views* untuk mengestimasi data regresi panel.

## REFERENSI

- Adnan, M., A., Gunawan, B., & Candrasari, R. (2014). *Pengaruh Profitabilitas, Leverage, Growth, Dan Free Cash Flow Terhadap Dividend Payout Ratio Perusahaan Dengan Mempertimbangkan Corporate Governance Sebagai Variabel Intervening*. JAAI Volume 18 No. 2, Desember 2014: 89-100.
- Afas, A., Wardiningsih, S., S., & Utami, S., S. (2017). *Pengaruh Cash Ratio, Return On Assets, Growth, Debt To Equity Ratio, Firm Size, Dan Kepemilikan Institusional Terhadap Dividend Payout Ratio*. Jurnal Ekonomi dan Kewirausahaan Vol. 17 284 No. 2 Juni 2017: 284 – 299.
- Bostanci, F., Kadioglu, E., & Sayilgan, G. (2018). *Determinants of Dividend Payout Decisions: A Dynamic Panel Data Analysis of Turkish Stock Market*. Int. J. Financial Stud. 2018, 6, 93.
- Bulutoding, L., Parmitasari, R. D., & Dahlan, M. A. (2018, Desember 2). *Pengaruh Return on Assets (ROA) dan Debt to Equity Ratio (DER) terhadap harga saham dengan Kebijakan Dividen Sebagai Variabel Intervening*. Jurnal Ilmiah Akuntansi Peradaban, 4(2).

- Fauziah, F. (2017). *Kesehatan Bank, Kebijakan Dividen, dan Nilai Perusahaan Teori dan Kajian Empiris*. Kalimantan Timur: RV Pustaka Horizon.
- Fitri, R. R., Hosen, M. N., & Muhari, S. (2016, April). *Analysis of Factors that Impact Dividend Payout Ratio on Listed Companies at Jakarta Islamic Index*. International Journal of Academic Research in Accounting, Finance and Management Sciences, 6,2.
- Fitriati, I., R., Chabachib, M., & Muharam, H. (2018). *Analisis Pengaruh Return On Equity, Firm Size, Current Ratio Dan Institutional Ownership Terhadap Dividend Payout Ratio Dengan Debt To Equity Ratio Sebagai Variabel Intervening*. Jurnal Riset Ekonomi dan Bisnis Vol 11, No 3, 2018, 174-190.
- Ganesh, S., & Suresh, M. (2018). *Dividend Payout Determinants: Indian Companies*. International Journal of Pure and Applied Mathematics Volume 118 No. 18 2018, 1529-1537.
- Ghozali, H. (2018). *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program IBM SPSS 25* (9 ed.). Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Gitman, L. J. & Zutter C. J. (2015). *Principles of Managerial Finance* (14 ed.). United States: Pearson Education.
- Herawati, F. E. (2017, Oktober). *Pengaruh Likuiditas, Leverage, Profitabilitas, Investment Opportunity Set Terhadap Dividend Payout Ratio*. Jurnal Ilmu dan Riset Akuntansi, 6(10).
- Ikatan Akuntansi Indonesia (IAI). (2018). *Standar Akuntansi Keuangan Revisi 2018*. Jakarta: Selemba Empat.
- Kadioglu, E., & Yilmaz, E., A. (2017). *Is the free cash flow hypothesis valid in Turkey?*. Borsa Istanbul Review 17-2 (2017) 111 – 116.
- Kafata, A., A., A., & Hartono, U. (2018). *Pengaruh Free Cash Flow, Investment Opportunity Set, Dan Return On Asset Terhadap Dividend Payout Ratio Pada Perusahaan Sektor Mining Yang Terdaftar Di Bei Periode 2011-2015*. Jurnal Ilmu Manajemen Volume 6 Nomor 1.
- Kasmir. (2017). *Analisis Laporan Keuangan*. Jakarta: Raja Grafindo Persada.
- Kazmierska-Jozwiak, B. (2015). *Determinants of Dividend Policy : Evidence From Polish Listed Companies*. Procedia Economics and Finance 23 ( 2015 ) 473 – 477.
- Khan, R., & et al. (2017). *Determinants Of Dividend Payout Ratio: A Study Of Kse Manufacturing Firms In Pakistan*. Journal of Business Studies - JBS Vol.13 Issue.1, May 2017, 12-24.
- Kieso, D. E., Weygandt, J. J., & Warfield, T. D. (2018). *Intermediate Accounting* (3 ed.). United States: Wiley.
- Kurniawan, E. R., Arifati, R., & Andini, R. (2016, Maret). *Pengaruh Cash Position, Debt Equity Ratio, Return on Asset, Current Ratio, Firm Size, Price Earning Ratio dan Total Asset Turnover Terhadap Dividend Payout Ratio Pada Perusahaan Manufaktur Periode 2007-2014*. Journal of Accounting, 2(2).
- Kusuma, P., J., Hartoyo, S., & Sasongko, H. (2018). *Analysis of Factors that Influence DPR of Coal Companies in Indonesia Stock Exchange*. Jurnal Dinamika Manajemen, 9 (2) 2018, 189-197.
- Laim, W., Nangoy, S., C., & Murni, S. (2015). *Analisis Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Dividend Payout Ratio Pada Perusahaan Yang Terdaftar Di Indeks Lq-45 Bursa Efek Indonesia*. Jurnal EMBA Vol.3 No.1 Maret 2015, Hal.1129-1140.
- Livoreka, B., & et al. (2014). *Theories on Dividend Policy Empirical Research in Joint Stock Companies in Kosovo*. Procedia Economics and Finance 14 ( 2014 ) 387 – 396.

- Lucyanda, J., & Lilyana. (2012). *Pengaruh Free Cash Flow Dan Struktur Kepemilikan Terhadap Dividend Payout Ratio*. Jurnal Dinamika Akuntansi Vol. 4, No. 2, September 2012 pp. 129-138.
- Maura, A., & et al. (2019). *Pengaruh Cash Ratio, Net Profit Margin (Npm), Dan Firm Size (Fs) Terhadap Dividend Payout Ratio (Dpr) Pada Perusahaan Sektor Infrastructure, Utilities, And Transportation*. Jurnal Ilmiah Socio Secretum. Volume 9 Nomor 1 tahun 2019, (Juni); 14-26.
- Muhammadinah, & Jamil, M. A. (2015). *Pengaruh Current Ratio, Debt to Equity Ratio, Total Asset Turnover dan Return on Asset Terhadap Dividend Payout Ratio Pada Perusahaan Sektor Industri Barang Konsumsi yang Terdaftar di BEI*. I-Economic Journal, 1(1).
- Parsian, H., & Koloukhi, A., S. (2014). *A study on the effect of free cash flow and profitability current ratio on dividend payout ratio: Evidence from Tehran Stock Exchange*. Management Science Letters 4 (2014) 63–70.
- Pribadi & Sampurno (2012). *Analisis Pengaruh Cash Position, Firm Size, Growth Opportunity, Ownership, Dan Return On Asset Terhadap Dividend Payout Ratio*. Diponegoro Journal Of Management Volume 1, Nomor 1, 2012, 212-211.
- Ross, S., & et al. (2016). *Fundamentals of Corporate Finance (Asia Global Edition)*. Singapura: McGraw-Hill.
- Sabri, F. H., Deviyanti, D. R., & Kurniawan, I. S. (2017). *Pengaruh Kinerja Keuangan Terhadap Dividend Payout Ratio Studi Empiris Pada Perusahaan BUMN*. Kinerja, 14(1), 24-30.
- Sekaran, U., & Bougie, R. (2018). *Research Methods for Business* (6 ed.). Wiley.
- Subramanyam, K. R. (2014). *Financial Statement Analysis* (11 ed.). New York: McGraw-Hill Education.
- Susmiandini, D., & Khoirotunnisa. (2017). *Pengaruh Cash Ratio terhadap Dividend Payout Ratio pada Perusahaan Otomotif yang terdaftar di BEI*. Jurnal Studia Akuntansi dan Bisnis Vol. 5 No. 3 2017, 121-130.
- Weygandt, J. J., Kimmel, P. D., & Kieso, D. E. (2019). *Financial Accounting 3e*. Wiley.
- Widyasari, H. R., & Widyawati, D. (2017, November). *Pengaruh Return on Asset, Debt to Equity Ratio dan Collateral Asset Terhadap Kebijakan Dividen*. Jurnal Ilmu dan Riset Akuntansi, 6(11).
- Widyawati, D., & Indriani, A. (2019). *Determinants of dividend payout ratio: evidence from Indonesian manufacturing companies*. Diponegoro International Journal of Business, Vol. 2, No. 2, 2019, pp. 112-121.
- Wijaya, R., A., Yamasitha, & Oklahoma, Z. (2020). *Pengaruh Profitabilitas, Struktur Kepemilikan, Collateralizable Assets, Free Cashflow Terhadap Dividend Payout Ratio Dengan Ukuran Perusahaan Sebagai Kontrol*. Jurnal Ekonomi dan Bisnis Dharma Andalas Volume 22 No 1, Januari 2020, 157-171.
- Winarko, S., P. (2017). *Pengaruh Cash Ratio, Debt To Equity Ratio, Return On Assets, Dan Tax Rate Terhadap Dividend Payout Ratio Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia*. Jurnal Akuntansi & Ekonomi FE. UN PGRI Kediri Vol. 2 No. 1, Maret 2017.
- Yasa, K. M., & Wirawati, N. P. (2016, Agustus). *Pengaruh Net Profit Margin, Current Ratio dan Debt to Equity Ratio Terhadap Dividend Payout Ratio*. E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana, 16(2).
- Yudiana, I. Y., & Yadnyana, I. K. (2016, April). *Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Leverage, Investment Opportunity Set dan Profitabilitas Pada Kebijakan Dividen Perusahaan Manufaktur*. E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana, 15.1.

Zulkifli, Endri, & Kurniasih, A. (2017). *Determinan Internal Dividend Payout Ratio Perusahaan Farmasi Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia*. *Jurnal Keuangan dan Perbankan*, 21(2): 238–252, 201

