

INTERVINING DEBT POLICY THE EFFECT FREE CASH FLOW AND INVESTMENT OPPORTUNITY SET TO DIVIDEND POLICY

Sugiyanto¹, Rachmat Kartolo², Ali Maddinsyah³

Universitas Pamulang, Indonesia

dosen00495@unpam.ac.id¹, dosen01724@unpam.ac.id², dosen00554@unpam.ac.id³

Submitted: 09th May 2021/ **Edited:** 20th June 2021/ **Issued:** 01st July 2021

Cited on: Sugiyanto, S., Kartolo, R., Maddinsyah, A. (2021). INTERVINING DEBT POLICY THE EFFECT FREE CASH FLOW AND INVESTMENT OPPORTUNITY SET TO DIVIDEND POLICY. *SCIENTIFIC JOURNAL OF REFLECTION: Economic, Accounting, Management and Business*, 4(3), 642-652.

ABSTRACT

This study aims to examine the effect of free cash flow and investment opportunity set on dividend policy with debt policy as an intervening variable. This type of research is quantitative causality using the population in this study is a consumer goods industry manufacturing companies listed on the Indonesia Stock Exchange in 2015-2019. The selection of data samples using purposive sampling technique. The analytical method used is path analysis. The results of this study indicate that free cash flow has a positive and significant effect on debt policy, investment opportunity set has no effect on debt policy, free cash flow has a positive and significant effect on dividend policy, investment opportunity set has no effect on dividend policy, free cash flow and investment The opportunity set simultaneously influences the dividend policy, the debt policy does not mediate the effect of free cash flow on the dividend policy and the debt policy does not mediate the effect of the investment opportunity set on the dividend policy.

Keywords: Free Cash Flow, Investment Opportunity Set, Dividend Policy, Debt Policy

PENDAHULUAN

Terjadinya perbedaan kepentingan antara pemegang saham dan manajer perusahaan yang sering disebut masalah keagenan. Pemegang saham menginginkan agar dividen dibayarkan sebesar-besarnya sedangkan manajer perusahaan menginginkan laba perusahaan ditahan guna melakukan investasi kembali (Sugiyanto, et al, 2019). Peningkatan pembagian dividen tiap periode akan susah dicapai oleh perusahaan dikarenakan keuntungan yang didapatkan suatu perusahaan mengalami fluktuasi. Bagi para investor faktor stabilitas dividen akan lebih menarik dari pada *dividen payout ratio* yang tinggi. Stabilitas disini dalam arti tetap memperhatikan tingkat pertumbuhan perusahaan, yang ditunjukkan oleh koefisien arah yang positif. Bagi para investor pembayaran dividen yang stabil merupakan indikator prospek pertumbuhan perusahaan

yang stabil pula dengan risiko perusahaan pun semakin rendah dibandingkan dengan perusahaan yang membayarkan dividen nya tidak stabil.

Faktor lain dapat mempengaruhi tingkat kebijakan dividen suatu perusahaan, salah satunya adalah *free cash flow* (Utama dan Gayatri, 2018). Pembayaran dividen khususnya dividen tunai sangat tergantung pada posisi kas yang tersedia. *Free cash flow* merupakan gambaran perusahaan dari arus kas yang benar-benar tersedia untuk dibayarkan kepada investor (pemegang saham atau pemilik utang) setelah perusahaan melakukan investasi dalam asset tetap, produk-produk baru, dan modal kerja yang dibutuhkan untuk mempertahankan operasi yang sedang berjalan. Untuk lebih spesifik, nilai dari operasi sebuah perusahaan akan bergantung pada seluruh arus kas bebas yang diharapkan dimasa mendatang, yang didefinisikan sebagai laba operasi setelah pajak minus jumlah investasi pada modal kerja dan aktiva tetap yang dibutuhkan untuk dapat mempertahankan bisnis. Jadi, arus kas bebas akan mencerminkan kas yang benar-benar tersedia untuk didistribusikan kepada para investor (Aristantia & Putra, 2015; Permata et, al., 2018).

Free cash flow dan kebijakan dividen, diantaranya *investment opportunity set* yaitu menjelaskan pengertian perusahaan sebagai satu kombinasi antara aktiva riil (*asset in place*) dan opsi investasi masa depan (Sugiyanto dan Ety, 2018). Opsi investasi masa depan tidak hanya ditunjukan dengan adanya proyek-proyek yang didukung oleh aktivitas *research and development* saja, tetapi juga dengan yang lebih banyak dibandingkan dengan perusahaan lain yang setara dalam suatu kelompok industrinya. Pada dasarnya *investment opportunity set* merupakan pilihan kesempatan investasi masa yang akan mempengaruhi pertumbuhan aktiva perusahaan atau proyek yang memiliki *net present value* positif. Sehingga *investment opportunity set* memiliki peranan yang sangat penting bagi perusahaan, karena *investment opportunity set* merupakan keputusan investasi dalam bentuk kombinasi dari aktiva yang memiliki (*asset in place*) dan opsi investasi dimasa yang akan datang, dimana *investment opportunity set* tersebut akan mempengaruhi nilai suatu perusahaan (Sugiyanto dan Sumantri 2019).

Kebijakan hutang (*debt policy*) tertentu dalam perusahaan berdampak pada kebijakan dividen suatu perusahaan. Murtini dan Rante (2015) menjelaskan bahwa *debt policy* merupakan kebijakan perusahaan untuk memanfaatkan fasilitas pendanaan dari luar, kebijakan hutang dapat dipengaruhi oleh karakteristik khusus perusahaan yang

mempengaruhi kurva penawaran hutang pada perusahaan atau permintaan perusahaan atas hutang. Kebijakan hutang diukur dengan menggunakan *debt to equity ratio*, yaitu dengan membagi total hutang dengan total ekuitas yang mencerminkan kemampuan perusahaan dalam menggunakan seluruh kewajibannya yang ditunjukkan oleh beberapa modal sendiri yang digunakan untuk membayar hutang. Penggunaan hutang yang terlalu besar dalam kegiatan operasional memberikan dampak yang kurang baik terhadap perusahaan karena perusahaan harus membayar kewajiban-kewajibannya yang nanti nya akan mengurangi keuntungan yang diperoleh.

LANDASAN TEORI

Aliran Kas Bebas

Brigham dan Daves (2011) dalam Saputro (2019) mengungkapkan bahwa aliran kas bebas merupakan aliran kas sesungguhnya yang tersedia untuk dibagikan kepada pemegang saham dan kreditor setelah perusahaan menginvestasikan ke dalam aktiva tetap dan modal kerja yang diperlukan untuk mempertahankan operasional perusahaan (Hutasoir & Diana, 2017; Ali, 2016). Dari sudut pandang peluang investasi tersebut, pemanfaatan sumber dana internal untuk keperluan investasi dapat memberikan dampak yang lebih baik dari pada sumber dana eksternal karena hal ini akan mengurangi beban bunga yang harus dibayarkan (Permata et al, 2018).

Kesempatan Investasi (Investment Opportunity Set)

Investment opportunity set (IOS) adalah set kesempatan investasi yang merupakan pilihan investasi dimasa yang akan datang dan mencerminkan adanya pertumbuhan aktiva dan ekuitas (Azmi dan Listiadi, 2016). Handrianti dan Irianti (2015) menjelaskan bahwa investment opportunity set (IOS) merupakan kombinasi antara asset yang dimiliki (asset in place) dan pilihan investasi dimasa yang akan datang dengan net present value positif. Investment opportunity set merupakan karakteristik perusahaan yang sangat mempengaruhi dengan cara bagaimana perusahaan dipandang dari sisi manajer, pemegang saham, dan kreditor (Rahmawati 2017).

Kebijakan Hutang (Debt Policy)

Financial Accounting Standars Board (FASB) mendefinisikan hutang atau kewajiban/liabilities sebagai kemungkinan pengorbanan masa depan atas manfaat ekonomi yang muncul dari kewajiban saat ini entitas tertentu untuk mentransfer aktiva

atau menyediakan jasa kepada entitas lainnya dimasa depan sebagai hasil dari transaksi atas kejadian masa lalu. (Kieso et al, 2008). Kebijakan hutang adalah kebijakan yang menentukan seberapa besar kebutuhan dana perusahaan dibiayai oleh hutang. Penggunaan hutang akan memberi manfaat bagi perusahaan yaitu berupa biaya kebangkrutan apabila perusahaan tidak mampu melunasi hutangnya (Herawati, 2013 dalam Inge Lengga Sari Munthe, 2019). Biaya kebangkrutan muncul akibat adanya kewajiban pembayaran angsuran dan bunga pinjaman dari kreditor. Pembayaran angsuran dan bunga hutang dapat menyebabkan finansial distress karena arus kas perusahaan tidak mampu menutupinya (Rahayu Setiani, 2016).

Kebijakan Dividen (Dividend Policy)

Kebijakan dividen (dividen policy) merupakan suatu keputusan untuk menginvestasikan kembali laba yang diperoleh dari hasil operasional perusahaan untuk membagikannya kepada pemegang saham atau investor. Kebijakan dividen berkaitan dengan penentuan pembagian pendapatan. Besar atau kecilnya dividen yang dibayarkan kepada pemegang saham tergantung dari kebijakan masing-masing perusahaan. Menurut sartono (2001) dalam Rizky Atinio Saputro (2019). Kebijakan dividen adalah keputusan apakah laba yang diperoleh perusahaan akan dibagikan kepada pemegang saham sebagai dividen atau akan ditahan dalam bentuk laba ditahan guna pembiayaan investasi dimasa yang akan datang. Laba ditahan (retained earnings) merupakan salah satu sumber dana yang paling penting untuk membiayai pertumbuhan perusahaan.

METODE PENELITIAN

Pendekatan yang digunakan yaitu pendekatan kuantitatif yang berbentuk kausalitas, variabel bebas yaitu (*free cash flow* dan *investment opportunity set*) dengan variabel terikat (*dividend policy*) dan variabel *intervening* (*debt policy*) melalui uji hipotesis. Objek penelitian ini adalah keterkaitan atau pengaruh antar variabel independen dan variabel dependen nya di perusahaan industri barang konsumsi yang terdaftar di BEI tahun 2014-2018. Jenis dan Sumber Data Jenis data yaitu kuantitatif yang bersumber dari data sekunder, diperoleh dari laporan keuangan perusahaan industri barang konsumsi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Populasi dan Sampel Populasi sebanyak 52 perusahaan industry barang konsumsi di BEI tahun 2014-2018, sampelnya ditentukan menggunakan metode purposive sampling sehingga hanya 16

perusahaan yang terdapat dalam penelitian ini. Analisis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah dengan teknik path analisis dengan menggunakan bantuan program eviews 9.0 untuk mengolah data.

HASIL PENELITIAN

Tabel 1. Hasil Uji t Statistik

Variabel	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob
FCF	1.270604	0.494786	2.567989	0.0122
PER	-0.028852	0.057325	-0.503307	0.6162

Sumber : Data penelitian, 2020

Pengaruh *Free Cash Flow* Terhadap *Debt Policy*

Pada hipotesis alternatif 1 (H1) menyatakan bahwa *free cash flow* berpengaruh positif dan signifikan terhadap *debt policy*. Hasil pengujian regresi menunjukkan bahwa *free cash flow* memiliki nilai t hitung sebesar $2.567989 > t$ tabel 1.668 dengan nilai probabilitas $0.0122 < 0.05$. hal ini menunjukkan bahwa H1 didukung sehingga hipotesis 1 diterima. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa *free cash flow* berpengaruh positif dan signifikan terhadap *debt policy*.

Pengaruh *Investment Opportunity Set* Terhadap *Debt Policy*

Uji hipotesis alternatif 2 (H2) menyatakan bahwa *investment opportunity set* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *debt policy*. Hasil pengujian regresi menunjukkan bahwa *investment opportunity set* memiliki nilai t hitung sebesar $-0.503307 < t$ tabel 1.668 dengan nilai probabilitas $0.6162 > 0.05$. hal ini menunjukkan bahwa H_0 didukung sehingga hipotesis 2 ditolak. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa *investment opportunity set* tidak berpengaruh terhadap *debt policy*.

Tabel 2. Uji Parsial *Free Cash Flow* & *Investment Opportunity* Terhadap *Debt Policy*

Variabel	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob
FCF	1.141437	0.238775	4.780390	0.0000
PER	0.015463	0.026594	0.581448	0.5627
DER	0.085466	0.052782	1.619244	0.1095

Sumber : Data penelitian, 2020

Pengaruh *Free Cash Flow* Terhadap *Dividend Policy*

Pada hipotesis alternatif 3 (H3) menyatakan bahwa *free cash flow* berpengaruh positif dan signifikan terhadap *dividend policy*. Hasil pengujian regresi menunjukkan bahwa *free cash flow* memiliki nilai t hitung sebesar $4.780390 > t$ tabel 1.668 dengan nilai probabilitas $0.0000 < 0.05$. hal ini menunjukkan bahwa H3 didukung sehingga

hipotesis 3 diterima. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa *free cash flow* berpengaruh positif dan signifikan terhadap *dividend policy*. Konsisten dengan hasil penelitian yang dilakukan I Gst.Ngr. Putu Adi Suartawan dan Gerianta Wirawan Yasa (2016) yang juga menyatakan bahwa *free cash flow* berpengaruh positif dan signifikan terhadap *dividend policy*.

Pengaruh Investment Opportunity Set Terhadap Dividend Policy

Pada hipotesis alternatif 4 (H4) menyatakan bahwa *investment opportunity set* tidak berpengaruh terhadap *dividend policy*. Hasil pengujian regresi menunjukkan bahwa *investment opportunity set* memiliki nilai t hitung $0.581448 < t$ tabel 1.668 dengan nilai probabilitas $0.5627 > 0.05$. hal ini menunjukkan bahwa H_0 didukung sehingga hipotesis 4 ditolak. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa *investment opportunity set* tidak berpengaruh terhadap *dividend policy*. Sejalan dengan hasil penelitian yang dilakukan Mila Fatmawati (2018), Raida Fuadi dan Ainul Julia Satini (2015) yang juga menyatakan bahwa *investment opportunity set* tidak berpengaruh terhadap *dividend policy*.

Tabel 3. Hasil Uji Simultan

Model	F Statistic	Prob (F-Statistic)	Kesimpulan
Regression	10.97568	0.000005	Signifikan

Sumber : Data penelitian, 2020

Pada hipotesis alternatif 5 (H5) menyatakan bahwa *free cash flow* dan *investment opportunity set* berpengaruh secara simultan terhadap *dividend policy*. Hasil pengujian regresi menunjukkan bahwa hasil uji F hitung $10.97568 > F$ tabel 2.76 dan nilai Prob (F-statistic) sebesar $0.000005 < 0.05$. hal ini menunjukkan bahwa H_5 didukung sehingga hipotesis 5 diterima. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa *free cash flow* dan *investment opportunity set* berpengaruh secara simultan terhadap *dividend policy*. Konsisten dengan hasil penelitian yang dilakukan Wiby Aqlia Ramadhan (2016) dan Luh Nik Oktarini dan Putu Atim Purwaningrat (2017) yang juga menyatakan bahwa *free cash flow* dan *investment opportunity set* berpengaruh secara simultan terhadap *dividend policy*.

Tabel 4. Ringkasan Koefisien Jalur

Variabel	Coeff	St. Error	t-hitung	Prob	Keterangan
FCF-DER	1.270604	0.494786	2.567989	0.0122	Signifikan
PER-DER	-0.028852	0.057325	-0.503307	0.6162	Tidak signifikan
FCF-DPR	1.141437	0.238775	4.780390	0.0000	Signifikan
PER-DPR	0.015463	0.026594	0.581448	0.5627	Tidak signifikan

Variabel	Coeff	St. Error	t-hitung	Prob	Keterangan
DER-DPR	0.085466	0.052782	1.619244	0.1095	Tidak signifikan

Sumber : Data penelitian, 2020

Besarnya e_1 yang merupakan pengaruh variabel lain terhadap *debt policy* dapat dihitung dengan $e_1 = \sqrt{1 - 0.080} = 0.959$. besarnya nilai e_2 yang merupakan pengaruh variabel lain terhadap *dividend policy* dihitung dengan $e_2 = \sqrt{1 - 0.302} = 0.835$. Berdasarkan tabel ringkasan koefisien jalur dan perhitungan e_1 dan e_2 diatas maka didapatkan persamaan structural sebagai berikut:

- $DER = 1.271FCF + -0.029PER + 0.959$
- $DPR = 1.141FCF + 0.015PER + 0.085DER + 0.835$

Ringkasan koefisien jalur diatas dapat dilihat bahwa koefisien langsung *free cash flow* (FCF) terhadap *dividend policy* (DPR) sebesar 1.141 sedangkan pengaruh tidak langsung *free cash flow* (FCF) terhadap *dividend policy* (DPR) dengan *debt policy* (DER) sebagai variabel *intervening* dapat dihitung dengan mengalikan koefisien tidak langsungnya yaitu $1.271 \times 0.085 = 0.108$ dengan kata lain koefisien hubungan langsung jauh lebih besar dari hubungan tidak langsung ($1.141 > 0.108$), sehingga *debt policy* (DER) tidak memediasi pengaruh *free cash flow* (FCF) terhadap *dividend policy* (DPR) dengan demikian kesimpulan bahwa hipotesis 6 ditolak.

Investment opportunity set (PER) terhadap *dividend policy* (DPR) memiliki koefisien langsung sebesar 0.015 sedangkan pengaruh *investment opportunity set* (PER) terhadap *dividend policy* (DPR) dengan *debt policy* (DER) sebagai variabel *Intervening* dapat dihitung dengan mengalikan koefisien tidak langsungnya yaitu $-0.029 \times 0.085 = -0.002$ dengan kata lain koefisien hubungan langsung jauh lebih besar dari hubungan tidak langsung ($0.015 > -0.002$), sehingga *debt policy* (DER) tidak memediasi pengaruh *investment opportunity set* (PER) terhadap *dividend policy* (DPR) dengan demikian kesimpulan bahwa hipotesis 7 ditolak.

- Perhitungan jalur 1

$$\begin{aligned} Sab &= \sqrt{b^2sa^2 + a^2sb^2 + sa^2sb^2} \\ &= \sqrt{(0.085)^2(0.494)^2 + (1.271)^2(0.052)^2 + (0.494)^2(0.052)^2} \\ &= 0.082 \end{aligned}$$

- Perhitungan jalur 2

$$Scd = \sqrt{d^2sc^2 + c^2sd^2 + sc^2sd^2}$$

$$= \sqrt{(0.085)^2(0.057)^2 + (-0.029)^2(0.052)^2 + (0.057)^2(0.052)^2}$$

$$= 0.005$$

Untuk menguji signifikansi pengaruh tidak langsung, maka kita perlu menghitung nilai t dari koefisien ab dan cd dengan rumus sebagai berikut :

a. Jalur 1

$$t = \frac{ab}{sab}$$

$$t = \frac{(1.271) \times (0.085)}{0.082}$$

$$= 1.3175$$

b. Jalur 2

$$t = \frac{cd}{scd}$$

$$t = \frac{(-0.029) \times (0.085)}{0.005}$$

$$= -0.493$$

Debt Policy Memediasi Pengaruh Free Cash Flow Terhadap Dividen Policy

Pada hipotesis alternatif 6 (H6) menyatakan bahwa *debt policy* memediasi pengaruh *free cash flow* terhadap *dividend policy*. Hasil pengujian *Sobel test* menunjukkan bahwa nilai t hitung sebesar $1.3175 <$ dari t tabel dengan tingkat signifikan di 0.05 yaitu 1.668. Hal ini menunjukkan bahwa H_0 diterima sehingga hipotesis 6 ditolak. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa *debt policy* tidak memediasi pengaruh *free cash flow* terhadap *dividend policy*. Penelitian ini bertentangan dengan hasil penelitian yang dilakukan Luh Nik Oktarini & Putu Atim Purwaningrat (2017) yang menyatakan bahwa *debt policy* memediasi pengaruh *free cash flow* terhadap *dividend policy*.

Debt Policy Memediasi Pengaruh Investment Opportunity Set Terhadap Dividend Policy

Pada hipotesis alternatif 7 (H7) menyatakan bahwa *debt policy* memediasi pengaruh *investment opportunity set* terhadap *dividend policy*. Hasil pengujian *Sobel test* menunjukkan bahwa nilai t hitung sebesar $-0.493 <$ dari t tabel dengan tingkat signifikan di 0.05 yaitu 1.668. Hal ini menunjukkan bahwa H_0 didukung sehingga hipotesis 7 ditolak. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa *debt policy* tidak memediasi pengaruh *investment opportunity set* terhadap *dividend policy*. Penelitian ini

bertentangan dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Luh Nik Oktarini & Putu Atim Purwaningrat (2017) yang menyatakan bahwa *debt policy* memediasi pengaruh *investment opportunity set* terhadap *dividend policy*.

KESIMPULAN

Berdasarkan uji t, *free cash flow* berpengaruh positif dan signifikan terhadap *debt policy*. Hasil tersebut membuktikan bahwa *free cash flow* merupakan kas perusahaan yang dapat di distribusikan kepada kreditur atau pemegang saham yang tidak diperlukan untuk modal kerja atau investasi pada asset dengan kata lain semakin besar *free cash flow* maka akan semakin rendah kebijakan hutang karena perusahaan akan memanfaatkan arus kas bebas untuk membiayai investasi dan kegiatan operasionalnya tanpa menggunakan hutang yang berlebih (Kholmi, 2017; Lestari, 2016).

Berdasarkan uji t, *investment opportunity set* tidak berpengaruh signifikan terhadap *debt policy*. Berdasarkan hasil penelitian bahwa sebagian besar perusahaan yang menjadi sampel telah berada pada tahap *mature*, sehingga fokus perusahaan terletak pada upaya untuk menghasilkan laba dan mendistribusikannya kepada para pemegang saham (Pardade & Manurung, 2014; Purnami & Artini, 2016).

Berdasarkan uji t, *free cash flow* berpengaruh positif dan signifikan terhadap *dividend policy*. Hasil tersebut membuktikan bahwa semakin tinggi *free cash flow* maka semakin tinggi *dividend payout ratio*, berarti semakin besar *free cash flow* yang tersedia dalam suatu perusahaan maka semakin sehat perusahaan tersebut karena memiliki kas yang tersedia untuk pembayaran dividen.

Berdasarkan uji t, *investment opportunity set* tidak berpengaruh signifikan terhadap *dividend policy*. Hasil tersebut membuktikan bahwa sebagian besar perusahaan yang menjadi sampel telah berada pada tahap *mature*, sehingga fokus perusahaan terletak pada upaya untuk menghasilkan laba dan mendistribusikannya kepada para pemegang saham. Pada tahap *mature* ini, perusahaan telah memiliki cadangan laba yang dapat digunakan sebagai modal investasi tanpa harus mengurangi proposi dividen bagi pemegang saham.

Berdasarkan uji F, *free cash flow* dan *investment opportunity set* berpengaruh secara simultan terhadap *dividend policy*. Hasil tersebut membuktikan bahwa Semakin tinggi *free cash flow* suatu perusahaan menandakan perusahaan tersebut sehat karena

memiliki kas yang dapat digunakan untuk pertumbuhan investasi maupun membagikan dividen. Sedangkan *investment opportunity set* (IOS) yang tinggi berpeluang untuk meningkatkan pertumbuhan perusahaan dan diimbangi dengan pembagian dividen yang menurun. Hal tersebut dikarenakan perusahaan memiliki anggapan bahwa dana yang tersedia akan lebih baik diinvestasikan dan ditahan sebagai laba ditahan.

Berdasarkan uji *Sobel test* menyatakan bahwa *debt policy* tidak memediasi pengaruh *free cash flow* terhadap *dividend policy*. Hasil tersebut membuktikan bahwa semakin besar *free cash flow* yang tersedia dalam suatu perusahaan, maka semakin sehat perusahaan tersebut karena memiliki kas yang cukup tersedia untuk di distribusikan kepada para pemegang saham sehingga perusahaan tidak perlu lagi memanfaatkan kebijakan hutang untuk menutupi kewajibannya (Hidayat, 2018). Aliran kas positif perusahaan mencerminkan tingkat kinerja operasional perusahaan yang baik (Febrianti, et, al., 2020).

Berdasarkan uji *Sobel test* menyatakan bahwa *debt policy* tidak memediasi pengaruh *investment opportunity set* terhadap *dividend policy*. Hasil tersebut membuktikan bahwa pada tahap *mature* ini, perusahaan telah memiliki cadangan laba yang dapat digunakan sebagai modal investasi tanpa harus mengurangi proporsi dividen bagi pemegang saham dengan kata lain perusahaan tidak perlu untuk mencari tambahan dana ke pihak luar dalam bentuk hutang, sehingga kebijakan hutang tidak menjadi acuan bagi perusahaan untuk melakukan investasi (Budi Mardasari, 2015).

DAFTAR PUSTAKA

- Ali, Egi Fajar Nur. (2016). "*Panel data Analysis Using Eviews*". Self Published Ebook
- Budi Mardasari, R. I. Z. K. Y. (2015). "*Pengaruh Insider Ownership, Kebijakan Hutang Dan Free Cash Flow Terhadap Nilai Perusahaan Melalui Kebijakan Dividen*". Jurnal Ilmu Manajemen (Jim), 2(4).
- Diana, N., & Hutasoit, H. (2017). "*Pengaruh Free Cash Flow dan Kepemilikan Institusional Terhadap Kebijakan Dividen dengan Profitabilitas sebagai Variabel Moderating*". Jurnal Akuntansi Manajerial, 2(2), 77-89.
- Fatmawati, M. (2018). "*Pengaruh Investment Opportunity Set (Ios), Free Cash Flow (Fcf), Dan Profitabilitas (Roa) Terhadap Dividend Payout Ratio (Dpr) Pada Perusahaan Lq 45 Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Periode 2010-2013*". Saintifik@, 1(1), 1-9.
- Febrianti, F. D., Sugiyanto, S., & Fitria, J. R. (2020). Green Intellectual Capital Conservatism Earning Management, To Future Stock Return As Moderating Stock Return (Study Of Mining Companies In Indonesia Listed On Idx For The Period Of 2014-2019). *The Accounting Journal Of Binaniaga*, 5(2), 141-154.

- Hidayat, W. W. (2018). *“Dasar-Dasar Analisa Laporan Keuangan”*. Uwais Inspirasi Indonesia.
- Kholmi, M. (2017). *“Akuntabilitas dalam Perspektif Teori Agensi”*. Journal of Innovation in Business and Economics, 2(02).
- Lestari, R. P. (2016). *“Analisis Pengaruh Free Cash Flow terhadap Kebijakan Utang melalui Kebijakan Dividen: Perspektif Terori Agensi (Studi Pada Perusahaan Manufaktur yang listing di BEI Tahun 2014)”*. Skripsi Jurusan Manajemen-Fakultas Ekonomi UM, 2015(2015).
- Oktarini, Luh Nik; Purwaningrat, Putu Atim. (2019). *Pengaruh Free Cash Flow, Investment Opportunity Set, Managerial Ownership Terhadap Dividen Policy Melalui Debt Policy Sebagai Pemediasi*. Widya Manajemen, , 1.2: 40-59.
- Pardade, R., & Manurung, R. (2014). *“Analisis Jalur (Path Analysis) Teori Dan Aplikasi Dalam Riset Bisnis”*. Jakarta : Rineka Cipta.
- Purnami, K. D. A., & Artini, L. G. S. (2016). *“Pengaruh Investment Opportunity Set, Total Asset Turn Over Dan Sales Growth Terhadap Kebijakan Dividen”*. E-Jurnal Manajemen, 5(2).
- Ramadhan, Wiby Aqlia. (2016). *Pengaruh Free Cash Flow, Investment Opportunity Set, Dan Sales Growth Terhadap Dividend Policy Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia*. Jurnal Manajemen Bisnis Indonesia (JMBI), 5.2: 112-119.
- Sari, N. M. D. P., & Wiksuana, I. G. B. (2018). *“Peran Profitabilitas Dalam Memediasi Pengaruh Financial Leverage dan Investment Opportunity Set terhadap Kebijakan Dividen di Bursa Efek Indonesia”*. E-Jurnal Ekonomi dan Bisnis Universitas Udayana, 143-176.
- Sarwono, J. (2016). *“Prosedur-Prosedur Analisis Populer Aplikasi Riset Skripsi Dan Tesis Dengan Eviews”*. Yogyakarta: Gava Media
- Sugiyanto, S., & Sumantri, I. I. (2019). *“Peran Audit Internal Dan Sistem Pengendalian Internal Atas Pengajuan Kredit Tanpa Agunan Pada Perusahaan Perbankan Di Indonesia”*. Jurnal Akuntansi, 13(2), 27-27.
- Sugiyanto, S., Putri, A., & Kartolo, R. (2021). *Potensi Kekayaan Intelektual Pada Pemberdayaan Umkm Dan Koperasi Kota Tangerang Selatan*. *Proceedings Universitas Pamulang*, 1(1).
- S Sugiyanto, Fd Febrianti - The Indonesian Accounting Review, 2021the Effect Of Green Intellectual Capital, Conservatism, Earning Management, To Future Stock Return And Its Implications On Stock Return
- Sugiyanto, Sugiyanto And Febrianti, Fitri Dwi And Maddinsyah, Ali And Sarwani, Sarwani And Pranoto, Pranoto (2021) *The Influence Of Intellectual Capital, Conservatism, Earning Management, To Future Stock Return And Its Implications On Stock Return (Case Study Of Mining Companies In Indonesia Listed On Indonesia Stock Exchange For The Period Of 2013-2018)*. In: Inceess 2020, 17-18 July 2020, Bekasi, Indonesia.
- Sugiyanto, S. (2021). *Intellectual Capital And Earning Management, To Future Stock Return*. *Proceedings Universitas Pamulang*, 1(1), 558-567.
- Suartawan, I. G. N. P. A., & Yasa, G. W. (2016). *“Pengaruh investment opportunity set dan free cash flow pada kebijakan dividen dan nilai perusahaan”*. E-Jurnal Akuntansi, 2014-2044.