

# Analisis Pengaruh Kebijakan Keuangan Terhadap Profitabilitas dengan Kebijakan Penurunan Tarif PPh Badan Sebagai Variabel Moderasi

Riztari Anggraini <sup>1\*</sup>, Andewi Rokhmawati <sup>2</sup>, Poppy Nurmayanti <sup>3</sup>

<sup>1\*,2,3</sup> Program Studi Magister Manajemen, Fakultas Ekonomi dan Bisnis,  
Universitas Riau, Kota Pekanbaru, Provinsi Riau, Indonesia.

**Abstrak.** Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh kebijakan manajemen keuangan terhadap profitabilitas. Selain dari pada itu, dilakukan pengujian pengaruh masing variabel independen terhadap dependen dengan penurunan tarif PPh Badan sebagai variabel moderasi. Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada tahun 2020. Terdapat 96 sampel yang memenuhi kriteria-kriteria sebagai berikut; perusahaan-perusahaan manufaktur yang laporan keuangan nya tahun 2019 dan 2020 tersedia pada BEI, perusahaan-perusahaan manufaktur yang tidak mengalami kerugian dan perusahaan-perusahaan manufaktur yang tidak memiliki pendapatan penghapusan bunga atas restrukturisasi hutang. Penelitian ini di analisis menggunakan Analisis Regresi Berganda. Hasil penelitian ini menyatakan bahwa kebijakan pembagian dividen memiliki pengaruh positif terhadap profitabilitas, peningkatan utang memiliki pengaruh negatif terhadap profitabilitas, peningkatan investasi memiliki pengaruh positif terhadap profitabilitas, penurunan tarif PPh badan tidak mampu memoderasi pengaruh kebijakan pembagian dividen terhadap profitabilitas, penurunan tarif PPh badan mampu memperkuat pengaruh kebijakan pendanaan terhadap profitabilitas, penurunan tarif PPh badan memperlemah pengaruh kebijakan pendanaan terhadap profitabilitas.

**Kata kunci:** Dividend Policy; Funding Policy; Investment Policy; Profitability; Income Tax Rate Reduction Policy.

**Abstract.** This study aims to examine the effect of financial management policies on profitability. Apart from that, the effect of each independent variable on the dependent was tested with a decrease in corporate income tax rates as a moderating variable. The population in this study are manufacturing companies listed on the Indonesia Stock Exchange (IDX) in 2020. There are 96 samples that meet the following criteria; manufacturing companies whose 2019 and 2020 financial statements are available on the IDX, manufacturing companies that do not suffer losses and manufacturing companies that do not have interest write-off income on debt restructuring. This research was analyzed using Multiple Regression Analysis. The results of this study state that the dividend distribution policy has a positive effect on profitability, an increase in debt has a negative effect on profitability, an increase in investment has a positive effect on profitability, a decrease in corporate income tax rates is not able to moderate the effect of dividend distribution policies on profitability, a decrease in corporate income tax rates can strengthen the effect of funding policy on profitability, lower corporate income tax rates weakened the effect of funding policy on profitability.

**Keywords:** Dividend Policy; Funding Policy; Investment Policy; Profitability; Income Tax Rate Reduction Policy.

\* Author. Email Corresponding: [riztarianggraini@gmail.com](mailto:riztarianggraini@gmail.com) <sup>1\*</sup>

## Pendahuluan

Pandemi Covid-19 telah berdampak pada aktivitas ekonomi di Indonesia. Dampak tersebut dirasakan oleh seluruh industri di Indonesia, termasuk industri manufaktur. Salah satu dampak yang ditimbulkan adalah terbatasnya mobilitas dan kegiatan ekonomi. Berdasarkan data Badan Pusat Statistik, kontribusi sektor industri manufaktur terhadap Produk Domestik Bruto sebesar 19,70 persen pada tahun 2019 dan sebesar 20,79 persen pada tahun 2020 menunjukkan bahwa industri manufaktur menjadi leading sector yang memberikan sumbangan terbesar jika dibandingkan dengan sektor lainnya. (Pertumbuhan Produksi Industri Manufaktur, 2020).

Kinerja industri manufaktur skala menengah dan besar mengalami kontraksi terdalam pada triwulan II tahun 2020 yaitu sebesar 19,73 persen (Y on Y). Hal ini disebabkan oleh penurunan permintaan dari luar negeri dan pembatasan mobilitas barang, jasa serta tenaga kerja. Selain dari pada itu, produksi industri manufaktur skala menengah dan besar pada triwulan IV masih mengalami pertumbuhan negatif yaitu sebesar 8,58 persen. (Pertumbuhan Produksi Industri Manufaktur, 2020). Bertolak belakang dengan data penurunan produksi tersebut, berdasarkan data yang diperoleh dari laporan keuangan perusahaan-perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia, industri manufaktur mampu meningkatkan margin laba bersih pada tahun 2020 di tengah kondisi Pandemi Covid-19.

Penurunan penjualan yang tidak sejalan dengan peningkatan margin laba bersih tersebut dapat disebabkan disebabkan adanya kebijakan keuangan perusahaan yang berjalan dengan baik dan kebijakan pemerintah yang terjadi pada tahun 2020. Manajemen keuangan merupakan salah satu area yang dapat dipakai meningkatkan profitabilitas perusahaan melalui kebijakan-kebijakan yang diambil. Tiga kebijakan utama dalam manajemen keuangan adalah kebijakan pendanaan, kebijakan investasi dan kebijakan dividen (Cahyaningdyah, 2012). Menurut Van Horne, kebijakan dividen merupakan kebijakan penting ketiga dalam manajemen keuangan dimana kebijakan ini

menentukan persentase laba yang dibayarkan kepada pemegang saham dalam bentuk dividen (Harmono, 2018). Manajemen mempunyai dua alternatif perlakuan terhadap penghasilan bersih sesudah pajak penghasilan yaitu dibagi kepada para pemegang saham perusahaan dalam bentuk dividen atau diinvestasikan kembali ke perusahaan dalam bentuk laba ditahan (Senata, 2016). Kebijakan menahan laba ditahan untuk investasi diharapkan meningkatkan profitabilitas perusahaan.

Dalam kebijakan pendanaan, manajemen harus memenuhi permintaan pelanggan (konsumen), salah satunya dengan menyediakan teknologi terbaru sehingga terciptanya *cost effectiveness* (Harmono, 2018). Dalam mendanai kegiatan operasional, perusahaan harus memerhatikan jumlah utang yang akan diambil untuk memberikan pendanaan dalam aktivitas operasi perusahaan, perusahaan dikatakan baik jika pengembangan kegiatan usaha didanai dari keuntungan yang diperoleh perusahaan. Investasi modal sebagai aspek utama kebijakan manajemen keuangan karena investasi adalah bentuk alokasi modal yang realisasinya harus menghasilkan manfaat atau keuntungan di masa yang akan datang (Harmono, 2018). Dalam kebijakan investasi, diharapkan investasi pada aset tetap perusahaan dapat memberikan peningkatan profitabilitas perusahaan. Telah terdapat penelitian-penelitian terdahulu yang menganalisa hubungan antara kebijakan-kebijakan keuangan yang dapat memengaruhi profitabilitas perusahaan. Terdapat beberapa hasil penelitian yang mengatakan bahwa kebijakan pendanaan, kebijakan investasi, dan kebijakan dividen yang memengaruhi profitabilitas perusahaan. Meskipun ada beberapa hasil penelitian yang mengatakan bahwa kebijakan dividen tidak memiliki pengaruh terhadap nilai perusahaan.

Salah satu penelitian terdahulu mengungkapkan bahwa kebijakan pendanaan, kebijakan investasi, dan kebijakan dividen memiliki dampak terhadap *free cash flow* (Chosiah et al., 2019). Namun, terdapat *research gap* dimana menurut (Shindu & Jinnah, 2014) dan penelitian (Alza, 2018) mengatakan tidak terdapat hubungan *free cash flow* dengan kebijakan dividen. Serta penelitian pada tahun

2019 mengungkapkan bahwa tidak ada pengaruh kebijakan utang terhadap *free cash flow*. Perbedaan hasil penelitian terdahulu ini dapat disebabkan oleh perbedaan sampel yang diambil atau adanya *agency problem* yang dilakukan manajer. *Agency theory* ini diperkenalkan pertama kali oleh Jensen dan Meckling (1976), dimana teori ini menjelaskan terkait pertentangan antara pemilik bisnis dan administrasi bisnis, sehingga akan meningkatkan kelimpahan investor (Khan & Zain, 2019).

Adanya konflik kepentingan antara pemilik dengan manajemen, dalam hal ini manajemen memiliki kecenderungan melakukan kebijakan yang menguntungkan bagi dirinya, serta yang menguasai proses dan informasi data keuangan adalah pihak manajemen. (Harmono, 2018). Salah satu contoh konflik kepentingan adalah manajemen memaksimalkan kekayaan bagi pemegang saham, sehingga memberikan dampak pada pengurangan laba ditahan yang dapat dipergunakan pada kebijakan pendanaan dan investasi. Selain dari pada kebijakan keuangan perusahaan, pada tahun 2020 terdapat kebijakan penurunan tarif pajak penghasilan badan yang semula sebesar 25% menjadi 22% pada tahun 2020 (Kementerian Keuangan Republik Indonesia, 2021). Kebijakan penurunan tarif PPh Tahunan Badan, diharapkan oleh pemerintah untuk menstimulus kegiatan operasi dan investasi perusahaan-perusahaan yang berdampak Covid-19. Peneliti meyakini bahwa kebijakan ini menjadi variabel moderasi pengaruh kebijakan keuangan terhadap profitabilitas perusahaan.

*Pecking order theory* menjelaskan bahwa perusahaan akan lebih memilih membagikan dividen dalam jumlah sedikit, sehingga terdapat laba ditahan yang dapat digunakan dalam kegiatan investasi perusahaan. Hal ini ditujukan agar perusahaan dapat meminimalkan biaya bunga pinjaman yang akan dibayarkan jika dana investasi diperoleh dari hutang. *Signalling theory* menjelaskan bahwa perusahaan akan membagikan dividen untuk meningkatkan modal dari investor. Selain daripada itu, variabel lain yang mungkin memengaruhi kebijakan keuangan adalah pajak penghasilan.

*Trade off theory* menyatakan, terdapat struktur modal yang optimal dan struktur modal suatu perusahaan dapat ditentukan dengan menciptakan keseimbangan antara pengaruh pajak, biaya agensi, biaya kebangkrutan dan lain sebagainya. Perusahaan yang membayar pajak tinggi sebaiknya lebih banyak menggunakan hutang dibandingkan perusahaan yang membayar pajak rendah. Berangkat dari fenomena yang terjadi, peneliti tertarik melakukan penelitian terkait pengaruh kebijakan keuangan terhadap profitabilitas dan pengaruh kebijakan keuangan terhadap profitabilitas yang dimoderasi dengan penurunan tarif PPh badan.

## Tinjauan Literatur

### *Pecking Order Theory*

*Pecking order theory* adalah teori yang dikemukakan oleh Myers dan Majluf (1984). Teori ini menjelaskan bahwa kebijakan yang diambil manajer terkadang melanggar teori struktur modal (Alza, 2018). Myers dan Majluf (1984) secara ringkas mengungkapkan bahwa *pecking order* memiliki indikator sebagai berikut:

- 1) Perusahaan lebih cenderung menggunakan internal financing.
- 2) Perusahaan akan berusaha menyesuaikan rasio pembagian dividen yang ditargetkan dan menghindari perubahan pembayaran dividen secara drastis.
- 3) Berpengaruh terhadap fluktuasi profitabilitas dan kesempatan investasi.
- 4) Pendanaan yang berasal dari luar perusahaan lebih baik dimulai dari penerbitan obligasi, kemudian obligasi konversi, lalu opsi terakhir jika belum mencukupi diterbitkanlah saham baru.

Penelitian ini didukung oleh *pecking order theory*. Dalam memaksimalkan laba, perusahaan akan lebih memilih membagikan dividen dalam jumlah yang telah ditargetkan, sehingga terdapat laba ditahan yang dapat digunakan dalam kegiatan investasi perusahaan. Hal ini ditujukan agar perusahaan dapat meminimalkan biaya bunga pinjaman yang akan dibayarkan jika dana investasi diperoleh dari hutang.

### *Signalling Theory*

Teori sinyal atau *signaling theory* adalah suatu

tindakan yang diambil manajemen perusahaan yang memberi petunjuk investor tentang bagaimana manajemen memandang prospek perusahaan. Dengan adanya signal yang baik dengan pemberian dividen kepada investor, diharapkan akan terdapat tambahan dana. *Signalling theory* ini mengungkapkan bahwa perusahaan akan membagikan dividen untuk meningkatkan modal dari investor.

### Profitabilitas

Profitabilitas merupakan hasil bersih dari serangkaian kebijakan dan keputusan. Profitabilitas adalah kemampuan memperoleh laba dalam hubungan dengan penjualan total aktiva maupun modal sendiri (Sugiharti & Winarni, 2005). Rasio Profitabilitas mengukur kemampuan perusahaan menghasilkan laba dan mengukur tingkat pengembalian dari investasi yang dilakukan (Sukamulja, 2019). Rasio Profitabilitas mengukur efektivitas manajemen secara keseluruhan yang ditujukan oleh besar kecilnya tingkat keuntungan yang diperoleh dalam hubungannya dengan penjualan maupun investasi. Semakin baik rasio profitabilitas maka semakin baik menggambarkan kemampuan tingginya perolehan keuntungan perusahaan. (Fahmi, 2014). Dalam penelitian terdahulu, variabel kinerja perusahaan dan nilai perusahaan yang menjadi variabel independen menggunakan *free cash flow* (Cahyaningdyah & Dian, 2012). Penelitian tersebut menggunakan *free cash flow* sebagai variabel nilai perusahaan karena meyakini bahwa kinerja manajemen keuangan dalam mengambil keputusan keuangan dicerminkan oleh arus kas bebas. Arus kas bebas adalah arus kas yang benar-benar tersedia untuk didistribusikan kepada seluruh investor (pemegang saham dan pemilik utang) setelah perusahaan menempatkan investasinya pada aktiva tetap, produk-produk baru dan modal kerja yang dibutuhkan untuk mempertahankan operasi yang sedang berjalan.

Variabel independen nilai perusahaan juga menggunakan *price book of value* (Senata, 2016). Penelitian tersebut meyakini bahwa Nilai perusahaan dapat diukur melalui nilai harga saham di pasar, berdasarkan terbentuknya harga saham perusahaan di pasar, yang merupakan refleksi penilaian oleh public terhadap kinerja perusahaan secara riil. Analisis profitabilitas dapat diukur dengan:

$$\text{Marjin laba bersih} = \frac{\text{laba bersih}}{\text{Penjualan}}$$

Dalam penelitian ini variabel profitabilitas diukur dengan margin laba bersih, dikarenakan rasio ini lebih mencerminkan keadaan sebenarnya terhadap kinerja perusahaan, dibandingkan dengan *free cash flow* dan rasio *price book of value*. *Free cash flow* merupakan rangkuman arus kas yang telah digunakan dalam kebijakan keuangan perusahaan, sehingga kurang mencerminkan keberhasilan dari kebijakan keuangan yang telah dilakukan.

### Kebijakan Dividen

Menurut Van Horn, kebijakan penting ketiga dalam manajemen keuangan adalah kebijakan dividen. Kebijakan dividen adalah persentase laba yang dibayarkan kepada para pemegang saham dalam bentuk dividen tunai, penjaminan stabilitas dividen dari waktu ke waktu, pembagian dividen saham, dan pembelian kembali saham (Harmono, 2018). Kebijakan dividen harus dianalisis dengan menghubungkan dengan kebijakan pendanaan, karena hal ini berkaitan dengan hilangnya laba ditahan sebagai sumber pendanaan perusahaan. Dalam penelitian terdahulu, variabel kebijakan dividen diprosikan dengan rasio *dividen per share* (Tijjani & Sani, 2016). Dalam penelitian tersebut *dividend per share* dijelaskan dengan *earning per share* dan tingkat leverage. Penelitian tersebut meyakini bahwa pembayaran dividen memiliki pengaruh terhadap *free cash flow*.

Variabel kebijakan dividen diprosikan dengan *dividen payout ratio* (Cahyaningdyah & Dian, 2012). Dalam penelitian tersebut melihat dari sisi pemegang saham dan meyakini bahwa kebijaksanaan dividen adalah keputusan keuangan dalam mempertimbangkan apakah pembayaran dividen akan meningkatkan kemakmuran pemegang saham. Pengukuran kebijakan dividen dalam penelitian ini menggunakan variabel *dummy* dengan pembagian perusahaan yang membagikan dividen dan perusahaan yang tidak membagikan dividen pada tahun 2020. Selain dari pada itu, terdapat pengujian tambahan dengan mengganti variabel *dummy* dengan *dividend payout ratio*. Perusahaan-perusahaan yang membagi dividen, kemudian diukur dengan

menggunakan *dividend payout ratio*. Rumus *dividend payout ratio* sebagai berikut:

$$\text{dividend payout raio} = \frac{\text{Total Dividen}}{\text{Laba Bersih}}$$

Peneliti meyakini bahwa *dividend payout ratio* dapat mencerminkan nilai laba yang dibagikan dalam bentuk dividen. Nilai *dividend payout ratio* yang kecil mencerminkan perusahaan lebih memilih untuk menahan laba lebih banyak yang akan digunakan dalam kegiatan operasional dan investasi.

### Kebijakan Pendanaan

Untuk menjalankan operasinya, setiap perusahaan memiliki berbagai kebutuhan, terutama yang berkaitan dengan dana agar perusahaan dapat berjalan sebagaimana seharusnya. Dana selalu dibutuhkan untuk menutupi seluruh atau sebagian dari biaya yang diperlukan, baik dana jangka pendek maupun jangka panjang. Dana juga dibutuhkan untuk melakukan ekspansi atau perluasan usaha atau investasi baru. Dalam penelitian terdahulu, variabel kebijakan pendanaan diproksikan dengan *market debt to equity ratio* (Cahyaningdyah & Dian, 2012). Penelitian tersebut meyakini bahwa *debt to equity ratio* dapat mencerminkan jumlah dana yang diperoleh dari utang untuk membiayai kegiatan investasi perusahaan. Variabel independen kebijakan pendanaan diproksikan dengan *debt to equity ratio* (Alza, 2018). Penelitian tersebut meyakini bahwa rasio tersebut dapat mencerminkan struktur modal yang diperoleh dari utang. Dalam penelitian ini variabel kebijakan pendanaan diukur dengan *debt to equity ratio* sama dengan penelitian terdahulu. *Debt to equity ratio* sebagai perbandingan komposisi modal perusahaan, antara penggunaan utang dan ekuitas.

$$\text{Debt To Equity Ratio} = \frac{\text{Total Liabilities}}{\text{Total Shareholders Equity}}$$

Peneliti meyakini bahwasanya *debt to equity ratio* dapat mencerminkan besarnya tingkat utang untuk mendanai kegiatan operasional dan investasi perusahaan.

### Kebijakan Investasi

Investasi modal sebagai aspek utama kebijakan manajemen keuangan karena investasi adalah

bentuk alokasi modal yang realisasinya harus menghasilkan manfaat atau kepentingan atau keuntungan di masa yang akan datang. Disisi lain, manfaat investasi di masa yang akan datang diliputi ketidakpastian, yang didalam konsep manajemen keuangan disebut risiko investasi (Harmono, 2018). Dalam penelitian terdahulu, variabel kebijakan investasi diproksikan dengan *total assets growth* (Cahyaningdyah, 2012). Penelitian tersebut meyakini bahwa rasio tersebut menghitung pertumbuhan total aset yang dapat mencerminkan kegiatan investasi.

Berdasarkan penelitian lain kebijakan investasi diproksikan dengan *price earning ratio* (Alza, 2018). Penelitian tersebut meyakini bahwa Rasio PER dapat menunjukkan investor yang bersedia membayar untuk setiap perolehan laba perusahaan.

Dalam penelitian ini variabel kebijakan pendanaan diukur dengan PPE/BVA. Rasio PPE/BVA merupakan rasio yang dapat menunjukkan indikasi adanya investasi aktiva tetap yang produktif. Perusahaan yang mempunyai komposisi PPE yang besar dalam struktur aktiva dapat dipandang sebagai perusahaan berpotensi tumbuh tinggi dimasa yang akan datang karena PPE bersifat produktif. Berikut pengukuran rasio PPE.

$$\text{PPE/BVA} = \frac{\text{Nilai buku aktiva tetap}}{\text{Nilai buku total aktiva}}$$

Peneliti meyakini bahwasanya rasio *PPE/BVA* dapat mencerminkan tingkat investasi pada asset tetap perusahaan.

### Penurunan Tarif Pajak Penghasilan Badan

Pajak adalah kontribusi wajib kepada negara yang terutang oleh orang pribadi atau badan yang bersifat memaksa berdasarkan Undang-Undang, dengan tidak mendapatkan imbalan secara langsung dan digunakan untuk keperluan negara bagi sebesar-besarnya kemakmuran rakyat (Kementerian Keuangan Republik Indonesia, 2021). Berdasarkan pada Pasal 17 ayat (2) Undang-Undang Nomor 7 Tahun 1983 tentang Pajak Penghasilan sebagaimana terakhir telah diubah dnegan Undang-Undang Nomor 36 Tahun 2008, Tarif tertinggi untuk Pajak Penghasilan Wajib Pajak badan dalam negeri sebesar 25% sejak tahun pajak 2010 (Kementerian Keuangan Republik Indonesia,



2021). Berdasarkan Peraturan Pemerintah Pengganti Undang-Undang (Perpu) tentang Kebijakan Keuangan Negara dan Stabilitas Sistem Keuangan untuk Penanganan Pandemi Corona Virus Disease 2019 (COVID-19) dan/atau dalam Rangka Menghadapi Ancaman yang Membahayakan Perekonomian Nasional dan/atau Stabilitas Sistem Keuangan yaitu penurunan tarif Pajak Penghasilan Tahunan Badan yang semula 25% menjadi 22%.

Variabel moderasi perubahan tarif dalam penelitian terdahulu diproksikan dengan *return on equity*, *return on investment*, dan *profit margin* sebagai proksi dari efisiensi sebelum dan sesudah berlakunya perubahan tarif PPh badan antara tahun 2009 dengan tahun 2010 (Desiari & Jati, 2012). Penelitian ini menggunakan rasio rentabilitas untuk mengukur ke efektifan perubahan tarif PPh badan pada tahun 2010. Penelitian ini kurang efektif karena rasio rentabilitas tidak hanya dipengaruhi oleh tarif PPh badan. Variabel penurunan tarif Pajak Penghasilan dalam penelitian ini diproksikan dengan *effective tax rate (ETR)* Rasio ETR ini merupakan rasio perbandingan antara beban pajak terhadap pendapatan sebelum pajak (Oktaviane, 2019).

Variabel penurunan tarif pajak penghasilan diproksikan dengan *effective tax rate*. Effective tax rate akan berbeda antara perusahaan, karena terdapat biaya yang boleh dan tidak boleh sebagai pengurang dalam perhitungan laba menurut fiskal.

$$\text{Effective Tax Rate} = \frac{\text{Beban Pajak}}{\text{Laba Bersih Setelah Pajak}}$$

Peneliti meyakini *effective tax rate* dapat mencerminkan tingkat efektivitas dari penurunan tarif pajak penghasilan.

### Penelitian Terdahulu

Penelitian terkait pengaruh kebijakan pendanaan, investasi dan dividen terhadap nilai perusahaan telah banyak dilakukan. Dari penelitian terdahulu dapat diklasifikasikan menjadi beberapa hasil penelitian yang berbeda. Kebijakan pendanaan dan kebijakan investasi yang dimoderasi dengan risiko bisnis memiliki pengaruh yang positif terhadap nilai perusahaan (Alza, 2018). Dan terdapat hubungan yang

positif antara kebijakan dividen dengan *free cash flow* (Khan & Zain, 2019). Kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan (Senata, 2016). Kebijakan dividen berpengaruh terhadap *free cash flow* (Tijjani & Sani, 2016) Kebijakan dividen berpengaruh terhadap *free cash flow* (Rochmah & Ardianto, 2020) Selain dari pada itu, Terdapat pengaruh yang simultan antara kebijakan investasi, kebijakan pendanaan, kebijakan dividen) terhadap nilai perusahaan (Cahyaningdyah & Dian, 2012).

Bertolak belakang dengan ketiga hasil penelitian diatas, terdapat beberapa penelitian terdahulu dengan hasil penelitian berbeda. Kebijakan dividen berpengaruh negatif terhadap kinerja perusahaan (Chosiah et al., 2019). Kebijakan dividen memiliki pengaruh negatif terhadap *free cash flow* (Widyanti & Widyasari, 2019). Tidak terdapat hubungan antara *dividend* dengan *free cash flow* (Ilyas & Mohammad, 2014). Kebijakan utang tidak memengaruhi *free cash flow* (Wahyudin & Salsabila Khansa, 2019). Variabel *leverage* tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan (Prasetyorini, 2013).

Kebijakan dividen yang dimoderasi oleh risiko bisnis tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan (Alza, 2018). Perusahaan yang memilih untuk menahan laba usaha untuk kegiatan investasi, dan tidak menggunakan pinjaman *eksternal*, maka perusahaan dapat meningkatkan profitabilitas, karena perusahaan dapat meminimalkan biaya bunga pinjaman yang seharusnya dibayarkan, jika perusahaan menggunakan pinjaman pihak luar untuk menjalankan aktivitas investasi. Menurut *pecking order theory* dan *balancing theory* menunjukkan bahwa prioritas sumber pendanaan dimulai dari laba ditahan, utang, dan penerbitan saham (Alza, 2018).

Perbedaan hasil penelitian terdahulu ini dapat disebabkan oleh perbedaan sampel yang diambil atau adanya *agency problem* yang dilakukan manajer, salah satunya dapat melakukan pengeluaran biaya untuk kepentingan pemegang saham contohnya pembagian dividen dibandingkan pelaksanaan kegiatan investasi. Selain dari pada itu praktek penghindaran pajak dapat menjadi variabel moderasi diantara kebijakan keuangan dengan kinerja perusahaan.

Metodologi Penelitian

Penelitian ini merupakan penelitian kuantitatif, karena penelitian didasarkan pada *research gap* dan fenomena masalah, yang kemudian referensi teoritis dan penelitian sebelumnya digunakan untuk menjawab sementara. Analisis data sekunder laporan keuangan perusahaan akan dianalisis untuk menjawab rumusan permasalahan pada penelitian ini.

Penelitian ini menggunakan Teknik pengambilan sampel *purposive sampling*, yang memenuhi karakteristik sebagai berikut:

- 1) perusahaan manufaktur yang memiliki laporan keuangan tahun 2020 dan tahun 2019 yang dapat di akses pada Bursa Efek Indonesia;
- 2) perusahaan manufaktur yang tidak mengalami kerugian pada tahun 2020;
- 3) perusahaan-perusahaan yang tidak memiliki pendapatan penghapusan bunga atas restrukturisasi hutang lebih dari dua kali lipat dari pendapatan dari kegiatan usaha;
- 4) tidak memiliki pendapatn lain-lain yang lebih dari dua kali pendapatan usaha.

Terdapat sampel 96 perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia

(Idx.Co.Id, 2021) selama tahun 2020 yang telah memenuhi karakteristik pada penelitian ini. Metode analisis yang digunakan dalam penelitian ini ialah uji asumsi klasik, analisis regresi berganda dan *moderated regression annalysis* (MRA). MRA atau uji interaksi merupakan aplikasi khusus regresi berganda dimana dalam persamaan regresinya mengandung unsur interaksi (perkalian dua atau lebih variabel independen).

Hasil dan Pembahasan

Analisis yang digunakan dalam penelitian ini ialah uji asumsi klasik, analisis regresi berganda dan *moderated regression annalysis* (MRA). Yaitu dengan melihat pengaruh kebijakan membagikan dividen, *dividend payout ratio* (DPR), *debt to equity ratio* (DER), *Property, plant, and equipment/book value assets* (PPE/BVA) terhadap *net profit margin* dengan *effective tax rate* sebagai variabel moderassi pada perusahaan-perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2020.

Hasil Pengujian Hipotesis

Tabel 1. Hasil Pengujian Hipotesis Model 2 (dengan Variabel Moderasi)

Model	Koefisien B	t	Sig.	Keterangan
1 (Constant)	1.687	8.192	.000	
Kebijakan Dividen	.570	2.264	.026	Tidak Signifikan
DER	-.004	-3.745	.001	Signifikan***
PPE/BVA	.003	1.695	.094	Signifikan*
KD*ETR	-.018	-.899	.371	Tidak Signifikan
DER*ETR	.001	2.693	.008	Signifikan***
PPE/BVA*ETR	-.001	-2.833	.006	Signifikan***
R Square				.418
Adj R Square				.378
Nilai Sig				.001
Nilai F				10.632
Jumlah Observasi				96

a. Dependent Variable: NPM (Y)  
\*\*\*, \*\*, \* berturut-turut mengindikasikan signifikansi pada tingkat 1%, 5%, dan 10%  
Definisi dan pengukuran variabel disajikan dalam bab III definisi operasional variabel.

$$Y = 1.687 + 0.570 \text{ Kebijakan Dividen} - 0.004 \text{ DER} + 0.001 \text{ PPE/BVA} - 0.18 \text{ KD*ETR} + 0.001 \text{ DER*ETR} - 0.001 \text{ PPE/BVA*ETR} + e$$

### Pengaruh Perusahaan yang Membagikan Dividen terhadap NPM

Hasil penelitian menunjukkan bahwa perusahaan-perusahaan yang membagikan dividen kas memiliki *net profit margin* yang lebih tinggi dari perusahaan yang tidak membagikan dividen kas. Selisih NPM nya adalah 2.637 kali lebih besar perusahaan yang membagikan dividen dibandingkan perusahaan yang tidak membagikan dividen. Hasil penelitian ini sesuai dengan hipotesis pertama yang menyatakan bahwa perusahaan-perusahaan yang membagikan dividen memiliki *net profit margin* yang lebih tinggi dibandingkan perusahaan yang tidak membagikan dividen. Selain dari pada itu, penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Senata tahun 2016, Manajemen mempunyai dua alternatif perlakuan terhadap penghasilan bersih sesudah pajak penghasilan yaitu dibagi kepada para pemegang saham perusahaan dalam bentuk dividen atau diinvestasikan kembali ke perusahaan dalam bentuk laba ditahan. Kebijakan dividen perusahaan mengambilkan kebijakan tidak membagi dividen dan menggunakan laba perusahaan untuk melakukan investasi, hal ini dilakukan perusahaan untuk meningkatkan profitabilitas perusahaan (Senata, 2016).

Berdasarkan *pecking order theory* yang dikembangkan oleh Myers and Mailuf (1984) menyatakan bahwa perusahaan akan tetap membagikan dividen tetapi akan berusaha menyesuaikan rasio pembagian dividen yang ditargetkan. Pada kondisi penurunan penjualan, perusahaan-perusahaan tetap dapat membagikan dividen pada batasan tingkat tertentu. Perusahaan-perusahaan yang membagikan dividen akan berusaha menyesuaikan rasio pembagian dividen yang ditargetkan sehingga *net profit margin* tetap dapat ditingkatkan. Penyesuaian rasio pembagian dividen ini sejalan dengan *pecking order theory*.

### Pengaruh DER terhadap NPM

Hasil penelitian menunjukkan bahwa *debt to equity ratio* (DER) berpengaruh signifikan terhadap *net profit margin* (NPM). Semakin

rendah tingkat *debt to equity ratio* maka dapat meningkatkan tingkat *net profit Margin*. Hasil penelitian ini sejalan dengan hipotesis kedua yang menyatakan bahwa perusahaan akan mengutamakan *internal financing* untuk memenuhi kegiatan operasional dan investasi perusahaan. perusahaan akan cenderung meminimalkan biaya bunga untuk meningkatkan *net profit Margin*. Menurut *pecking order theory* yang dikembangkan oleh Myers and Mailuf (1984) menyatakan bahwa perusahaan lebih cenderung menggunakan *internal financing*. Sejalan dengan penelitian terdahulu yang menyatakan bahwa kebijakan pendanaan ditujukan untuk menambah investasi. Penentuan sumber pendanaan harus dipilih dengan tepat dan memprioritaskan *internal financing*. Menurut *pecking order theory* dan *balancing theory* menunjukkan bahwa prioritas sumber pendanaan dimulai dari laba ditahan, utang, dan penerbitan saham (Alza, 2018).

Selain dari pada itu, semakin tinggi jumlah utang yang dimiliki perusahaan akan mengakibatkan semakin besarnya biaya atas hutang, yang berpotensi mengakibatkan biaya hutang lebih tinggi dari tingkat pengembalian yang diterima oleh perusahaan (Cahyaningdyah & Dian, 2012). Sehingga perusahaan harus menentukan sumber pendanaan yang paling efektif dalam meningkatkan profitabilitas perusahaan dan memiliki biaya yang paling minimal.

Semakin tinggi *debt to equity ratio*, maka semakin tinggi jumlah hutang atau kewajiban perusahaan untuk melunasi hutang yang harus dibayar. *Debt to equity ratio* yang tinggi akan menyebabkan profitabilitas perusahaan semakin turun, karena perusahaan harus membiayai bunga pinjaman. Perusahaan-perusahaan manufaktur pada tahun 2020 harus menentukan sumber pendanaan yang paling efektif dalam meningkatkan profitabilitas perusahaan dengan meminimalkan biaya pinjaman yang akan dibayarkan. Hal ini sejalan dengan *pecking order theory* yang menyatakan bahwa perusahaan akan memaksimalkan *internal financing* untuk meningkatkan profitabilitas.

### Pengaruh PPE/BVA terhadap NPM

Hasil penelitian pada model 1 menunjukkan bahwa *property, plant, and equipment/ book value*



*assets* (PPE/BVA) tidak berpengaruh signifikan terhadap *net profit margin* (NPM). Bertolakbelakang dengan hasil penelitian model 1, Hasil penelitian pada model 2 menunjukkan bahwa *property, plant, and equipment/ book value assets* (PPE/BVA) berpengaruh signifikan terhadap *net profit margin* (NPM). Semakin tinggi tingkat *property, plant, and equipment/ book value assets* (PPE/BVA) maka dapat meningkatkan tingkat *net profit margin*.

Hasil penelitian ini sejalan dengan hipotesis ketiga yang menyatakan bahwa perusahaan akan tetap melakukan investasi guna meningkatkan *net profit margin* dengan investasi yang memiliki harapan tingkat pengembalian investasi yang tinggi. Hasil penelitian ini mendukung *pecking order theory* yang dikembangkan oleh Myers and Mailuf (1984) menyatakan bahwa perusahaan melakukan kegiatan investasi dari internal financing. Selain dari pada itu, hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian terdahulu yang menyatakan bahwa kebijakan investasi merupakan kebijakan yang diambil perusahaan, apakah perusahaan menggunakan laba tahun berjalan untuk melakukan investasi pada asset tetap perusahaan atau tidak, keputusan investasi berdampak pada kinerja yang optimal sehingga mendongkrak profitabilitas perusahaan (Alza, 2018). Nilai *property, plant, and equipment*, yang tinggi menunjukkan perusahaan memiliki sumber daya yang besar untuk digunakan dalam menghasilkan laba. Perusahaan dapat meningkatkan *net profit margin* dengan investasi yang memiliki harapan tingkat pengembalian investasi yang tinggi.

### **Pengaruh Perusahaan yang Membagikan Dividen terhadap NPM dengan Variabel ETR sebagai Variabel Moderasi**

Hasil penelitian menunjukkan bahwa penurunan tarif PPh badan yang diukur dengan ETR yang tinggi, tidak mampu memoderasi pengaruh pembagian dividen terhadap *net profit margin*. Hasil penelitian ini tidak sejalan dengan hipotesis keempat yang menyatakan bahwa keadaan penurunan tarif Pajak Penghasilan yang diprosikan dengan ETR mampu memoderasi hubungan kebijakan pembagian dividen terhadap *net profit margin*. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian

terdahulu yang menyatakan bahwa beban pajak tidak berpengaruh signifikan terhadap pembayaran dividen (Syafitri & Yanti, 2021).

### **Pengaruh DER Terhadap NPM dengan ETR sebagai variabel moderasi**

Hasil penelitian menunjukkan bahwa penurunan tarif PPh badan yang diukur dengan ETR yang tinggi dapat memperkuat hubungan *debt to equity ratio* (DER) terhadap *net profit margin* (NPM). Penurunan tingkat *debt to equity ratio* (DER) akan meningkatkan *net profit margin* (NPM). Hasil penelitian ini sejalan dengan hipotesis kelima yang menyatakan bahwa penurunan tarif PPh badan yang diukur dengan ETR yang tinggi dapat memperkuat hubungan *debt to equity ratio* (DER) terhadap *net profit margin* (NPM). Perusahaan-perusahaan tetap mengoptimalkan *internal financing* dalam keadaan penurunan tarif Pajak Penghasilan yang diprosikan dengan ETR. Hasil penelitian ini mendukung *pecking order theory* yang menyatakan bahwa perusahaan akan mengoptimalkan *internal financing* dalam kegiatan operasional maupun investasi. Kebijakan pendanaan merupakan kebijakan mengatur apakah dana yang dibutuhkan dalam kegiatan usaha dapat diperoleh dari laba tahun berjalan atau melakukan pinjaman. Kebijakan Pendanaan ditujukan untuk menambah investasi yang dilakukan oleh perusahaan. Menurut *pecking older theory* dan *balancing theory* menunjukkan bahwa prioritas sumber pendanaan dimulai dari laba ditahan, utang, dan penerbitan saham (Alza, 2018).

Jika tarif pajak penghasilan menurun dari 25% menjadi 22%, maka manfaat pengurangan pajak yang diperoleh dari pembiayaan bunga pinjaman akan berkurang sebesar 3%. Oleh karena itu, perusahaan akan terus mengoptimalkan *internal financing*, dengan cara mengurangi perolehan dana dari pinjaman, sehingga laba yang dimiliki dapat ditahan untuk operasional perusahaan. Hal ini dapat mengurangi pinjaman yang menimbulkan beban bunga pinjaman.

### **PPE/BVA terhadap NPM dengan ETR sebagai variabel moderasi**

Hasil penelitian menunjukkan bahwa penurunan tarif PPh badan yang diukur dengan

ETR dapat memperlemah hubungan *property, plant, and equipment/book value assets ratio* (PPA/BVA) terhadap *net profit margin* (NPM). Hasil penelitian ini sejalan dengan hipotesis keenam yang menyatakan bahwa keadaan penurunan tarif Pajak Penghasilan yang diproksikan dengan ETR yang tinggi akan menyebabkan perusahaan-perusahaan membatasi pada investasi yang memiliki tingkat pengembalian dan kepastian yang tinggi.

*Trade off theory* oleh Jensen dan Meckling (1976) menyatakan bahwa terdapat struktur modal yang optimal dan struktur modal suatu perusahaan dapat ditentukan dengan menciptakan keseimbangan antara pengaruh pajak, biaya agensi, biaya kebangkrutan dan lain sebagainya. Teori ini mengansumsikan bahwa keuntungan pajak dari pengurangan biaya penyusutan dalam penentuan laba fiskal akan lebih besar dibandingkan dengan biaya perolehan asset dalam kegiatan investasi. Kebijakan investasi berkaitan dengan ekspektasi keuntungan yang diperoleh di masa depan (Fama, 1987), keputusan ini umumnya berdimensi jangka Panjang, artinya keputusan investasi membawa dampak kedepan (Alza, 2018).

Kebijakan ini harus mempertimbangkan keputusan mana yang akan memberikan manfaat lebih besar dalam meningkatkan profitabilitas perusahaan. Jika perusahaan menggunakan laba tahun berjalan untuk melakukan investasi pada aktiva perusahaan, maka perusahaan akan memperoleh modal perusahaan dari utang. Kebijakan investasi ini juga berhubungan dengan beban depresiasi yang dapat menjadi pengurang laba untuk tujuan perpajakan. Untuk menghindari tarif pajak yang tinggi, perusahaan cenderung melakukan perolehan asset yang tinggi. Perusahaan melakukan *trade off* untuk memperoleh manfaat pajak atas biaya penyusutan yang dapat dibiayakan secara fiskal lebih besar dibandingkan biaya perolehan asset investasi yang dibayarkan. Namun ketika tarif Pajak Penghasilan badan yang rendah, yang diproksikan dengan ETR yang tinggi, manfaat *trade off* pajak penghasilan dengan biaya penyusutan akan lebih kecil dibandingkan biaya perolehan asset investasi, sehingga perusahaan

akan meningkatkan perimbangan investasi yang akan dilakukan. Kebijakan investasi yang dilakukan harus yang memiliki tingkat pengembalian dan kepastian yang tinggi. Dengan pembatasan investasi akan meningkatkan *internal financing* sehingga dapat mengurangi bunga pinjaman yang dapat meningkatkan *net profit margin*.

Jika tarif pajak penghasilan menurun dari 25% menjadi 22%, maka manfaat pengurangan pajak yang diperoleh dari pembiayaan bunga pinjaman akan berkurang sebesar 3%. Oleh karena itu, perusahaan akan mengoptimalkan *internal financing*, dengan cara mengurangi perolehan dana dari pinjaman untuk kegiatan investasi dengan tingkat pengembalian dan kepastian yang tinggi, sehingga laba yang dimiliki dapat ditahan untuk operasional perusahaan.

## Kesimpulan dan Saran

Penelitian ini menguji apakah kebijakan dividen, kebijakan pendanaan, dan investasi memiliki pengaruh terhadap profitabilitas perusahaan manufaktur pada tahun 2020. Selain itu penelitian ini juga menguji apakah kebijakan dividen, kebijakan pendanaan, dan investasi memiliki pengaruh terhadap profitabilitas perusahaan manufaktur pada tahun 2020 dengan variabel penurunan tarif pajak penghasilan badan sebagai variabel moderasi. Berdasarkan hasil analisis data dan pembahasan yang telah dikemukakan dalam bab empat, maka kesimpulan yang dapat diambil dari penelitian ini yaitu kebijakan dividen pembagian dividen, nilai pembagian dividen yang diproksikan dengan *dividend payout ratio*, kebijakan pendanaan yang diproksikan dengan *debt to equity ratio*, dan kebijakan investasi yang diproksikan dengan PPE/BVA secara bersama-sama atau simultan mampu mempengaruhi profitabilitas yang diproksikan dengan *net profit margin* sebesar 46.1%, sisanya sebesar 53.9% dijelaskan oleh variabel atau faktor lainnya. Terdapat perbedaan *net profit margin* yang signifikan, antara perusahaan yang bagi dividen dan perusahaan yang tidak bagi dividen. Dari 96 perusahaan sampel, Terdapat 52 perusahaan yang membagikan dividen. Dalam menghadapi

kondisi penjualan menurun, perusahaan-perusahaan manufaktur pada tahun 2020 yang membagikan dividen memiliki *net profit margin* yang lebih besar dibandingkan perusahaan yang tidak membagikan dividen. Terdapat pengaruh negatif kebijakan pendanaan yang diproksikan dengan *debt to equity ratio* terhadap profitabilitas yang diproksikan dengan *net profit margin*. Hasil ini menunjukkan bahwasanya semakin tingginya jumlah utang yang dimiliki perusahaan akan mengakibatkan semakin besarnya biaya atas hutang, yang berpotensi mengakibatkan biaya bunga utang lebih tinggi daripada pada tingkat manfaat penggunaan hutang untuk meningkatkan profitabilitas yang diproksikan dengan *net profit margin*. Terdapat pengaruh positif kebijakan investasi yang diproksikan dengan PPE/BVA terhadap profitabilitas yang diproksikan dengan *net profit margin*. Jika perusahaan menghadapi kesempatan investasi yang menguntungkan, lebih baik perusahaan mengalokasikan laba untuk kegiatan investasi dan operasional. Penurunan tarif PPh badan yang diproksikan dengan *effective tax rate* tidak mampu memperkuat atau memperlemah hubungan kebijakan dividen terhadap *net profit margin*. *Effective tax rate* signifikan memperkuat pengaruh *debt to equity ratio* terhadap *net profit margin*. *Effective tax rate* mampu memperlemah hubungan *property, plant, and equipment/book value assets* terhadap *net profit margin*. Selain dari pada itu, terdapat pengujian tambahan dimana variabel *dummy* pembagian dividen digantikan dengan variabel *dividend payout ratio*. Hasil dari pengujian tambahan mengungkapkan bahwa tidak terdapat pengaruh *dividend payout ratio* terhadap *net profit margin*, dan *effective tax rate* tidak mampu memperkuat atau memperlemah hubungan *dividend payout ratio* terhadap *net profit margin*. Hasil ini dikarenakan besar kecilnya nilai dividen yang dibagikan tidak memengaruhi *net profit margin*. Pada saat terjadinya penurunan penjualan akibat *pandemic* Covid-19 dan terdapatnya kebijakan pemerintah berupa penurunan tarif pajak penghasilan Badan, perusahaan-perusahaan manufaktur tetap membagikan dividen, mengoptimalkan *internal financing*, dan tetap melakukan investasi namun hanya pada investasi yang memiliki tingkat kepastian pengembalian yang besar.

## Keterbatasan

- 1) Terdapat variabel atau faktor lain yang belum dianalisa peneliti dalam penelitian ini yang memengaruhi profitabilitas sebesar 58.2%.
- 2) Sampel yang digunakan dalam penelitian ini hanya perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI, sehingga tidak dapat diketahui bagaimana pengaruh variabel independen dengan variabel dependen pada perusahaan manufaktur yang tidak terdaftar di BEI.
- 3) Jurnal referensi terkait penurunan tarif pajak penghasilan masih sedikit, penurunan tarif pph badan baru hanya terjadi pada tahun 2008 dan 2020.

## Implikasi

- 1) Implikasi bagi perusahaan-perusahaan manufaktur, terdapat manajemen keuangan yang dapat dilakukan untuk meningkatkan *net profit margin*;
- 2) Implikasi bagi kebijakan fiskal, pemerintah perlu mengetahui evaluasi keberhasilan dari kebijakan penurunan tarif pajak penghasilan badan dalam rangka perbaikan ekonomi nasional.

## Saran

Penelitian ini memiliki keterbatasan yang dapat dijadikan saran dalam penelitian selanjutnya, yaitu:

- 1) Pada masa *pandemic* Covid-19 dimana penjualan perusahaan sampel mengalami penurunan, namun masih tetap mampu meningkatkan profitabilitas. Bagi perusahaan-perusahaan pada sektor lain dapat menggunakan hasil penelitian ini sebagai salah satu referensi dalam mengambil kebijakan keuangan. Perusahaan-perusahaan yang mengalami penurunan penjualan, dapat tetap membagikan dividen, mengoptimalkan *internal financing*, dan membatasi investasi pada investasi jangka pendek.
- 2) Penurunan tarif pajak penghasilan badan mampu memperkuat pengaruh kebijakan pendanaan terhadap profitabilitas yang menyebabkan *net profit margin* meningkat meskipun penjualan menurun. Sehingga kebijakan penurunan tarif PPh badan ini berhasil dalam menstimulus perbaikan

ekonomi nasional dari sisi perusahaan. Bagi pemerintah, penelitian ini dapat menjadi bahan referensi untuk menurunkan lagi tarif PPh badan, namun tetap memperhatikan dampak pada penerimaan negara.

- 3) Terdapat variabel atau faktor lain selain variabel independen pada penelitian ini yang memengaruhi profitabilitas sebesar 58.2%. Peneliti berikutnya dapat menganalisis dan mencari variabel independen lain yang dapat memengaruhi profitabilitas.

## Daftar Pustaka

- Alza, R. Z. (2018). Pengaruh Kebijakan Pendanaan, Kebijakan Investasi, dan Kebijakan Dividen terhadap Nilai Perusahaan dengan Risiko Bisnis Sebagai variabel Pemoderasi. *Jurnal Riset Akuntansi Dan Bisnis Airlangga*, 3(1), 396–415.
- Cahyaningdyah, D., & Dian, R. Y. (2012). Pengaruh Kebijakan Manajemen Keuangan Terhadap Nilai perusahaan. *Jurnal Dinamika Manajemen*, 3(1), 20–28.
- Chosiah, C., Purwanto, B., & Ermawati, W. J. (2019). Dividend policy, investment opportunity set, free cash flow, and company performance: Indonesian's agricultural sector. *Jurnal Keuangan Dan Perbankan*, 23(3), 403–417.
- Desiari, K. D., & Jati, I. K. (2012). Analisis Efisiensi Sebelum dan Sesudah Berlakunya Perubahan Tarif PPh Badan Tahun 2009 dan 2010. *Jurnal Akuntansi Dan Bisnis*, 7(2), 228–242.
- Dewi, I. A. M. C., Sari, M. M. R., Budiasih, I. G. A. N., & Suprasto, H. B. (2019). Free cash flow effect towards firm value. *International Research Journal of Management, IT and Social Sciences*, 6(3), 108–116.
- Fahmi, I. (2014). *Analisis Kinerja Keuangan* (3rd ed., Vol. 3). CV Alfabeta, Bandung.
- Ghozali, I. (2012). *Aplikasi Analisis Multivariate Dengan Program SPSS*. Badan Penerbit Universitas Diponegoro, Semarang.
- Harmono. (2018). *Manajemen Keuangan Berbasis Balanced Scorecard Pendekatan Teori, Kasus, dan Riset Bisnis* (7th ed.). Bumi Aksara, Bandung.
- Ilyas, M., & Mohammad, S. (2014). Relationship between free cash flow and dividend: Moderating role of firm size. *Research Journal of Finance and Accounting*, 5(5), 16–23.
- Kadioglu, E., Kilic, S., & Yilmaz, E. A. (2017). Testing the Relationship between Free Cash Flow and Company Performance in Borsa Istanbul. *International Business Research*, 10(5), 148–158.
- Kementerian Keuangan Republik Indonesia. (2021). *Undang-Undang Nomor 7 Tahun 1983 tentang Pajak Penghasilan sebagaimana telah beberapa kali diubah terakhir dengan Undang-Undang Nomor 7 Tahun 2021 tentang Harmonisasi Peraturan Perpajakan dan peraturan perundang-undangan perpajakan lainnya yang terkait* (1st ed., Vol. 1). Kementerian Keuangan Republik Indonesia, Jakarta.
- Khan, A. W., & Zain, U. (2019). Relationship Between Free Cash Flow And Dividend A Study Of The Cement Sector Of Pakistan. *Journal Of Management*, 5(2), 2–12.
- Laporan Keuangan dan Tahunan. (2019). Bursa Efek Indonesia. <https://www.idx.co.id/>. (11 Februari 2022)
- Lokollo, A., & Muchamad, S. (2013). Pengaruh Manajemen Modal Kerja dan Rasio Keuangan Terhadap profitabilitas pada Industri Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) Tahun 2011. *Jurnal Akuntansi Fakultas Ekonomika Dan Bisnis Universitas Diponegoro*, 2(2), 1–13.

- Oktaviane, R. (2019). Dampak Perubahan Tarif Pajak Badan Terhadap Tax Avoidance di Indonesia. *Jurnal Fairness*, 9(1), 1–20.
- Pertumbuhan Produksi Industri Manufaktur. (2020). Badan Pusat Statistik. <https://www.bps.go.id/>. (01 Desember 2021)
- Prasetyorini, B. F. (2013). Pengaruh Ukuran Perusahaan, Leverage, Princeton Earning Ratio dan Profitabilitas Terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Ilmu Manajemen*, 1(1), 183–196.
- Riduan. (2018). *Metode dan Teknik Menyusun Tesis* (Z. Akdon dan Arifin, Ed.; Vol. 1). CV Alfabeta, Bandung.
- Rochaety, E. (2013). *Metodologi Penelitian Bisnis Dengan Aplikasi SPSS* (Vol. 2). Mitra Wacana Media, Bogor.
- Rochmah, H. N., & Ardianto, A. (2020). Catering dividend: Dividend premium and free cash flow on dividend policy. *Cogent Business and Management*, 7(1), 1–16.
- Senata, M. (2016). Pengaruh Kebijakan Dividen terhadap Nilai Perusahaan yang Tercatat Pada Indeks LQ-45 Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Wira Ekonomi Mikroskil*, 6(1), 10–12.
- Shindu, M. I., & Jinnah, A. M. (2014). Relationship Between Free Cash Flow And Dividend: Moderating Role Of Firm Size. *Research Journal of Finance and Accounting*, 5(5), 16–23.
- Subramanyam, K. R., & Wild, J. (2012). *Analisis Laporan Keuangan* (Tim Salemba Empat, Ed.; 10th ed., Vol. 1). Mc Graw Hill Education, Jakarta.
- Sugiharti, & Winarni. (2012). *Analisis Laporan Keuangan*. CV Alfabeta, Bandung
- Sugiyono. (2018a). *Metode Penelitian Kuantitatif, Kualitatif*. CV Alfabeta, Bandung.
- Sugiyono. (2018b). *Metode Penelitian, Kuantitatif, Kualitatif, dan R&D* (28th ed.). CV Alfabeta, Bandung.
- Sukamulja, S. (2019). *Analisis Laporan Keuangan sebagai Dasar Pengambilan Kebijakan* (J. Deviyanti, Ed.). Penerbit Andi, Surabaya.
- Tijjani, B., & Sani, A. (2016a). An Empirical Analysis of Free Cash Flow and Dividend Policy in the Nigerian Oil and Gas Sector. *Research Journal of Finance and Accounting*, 7(12), 154–160.
- Wahyudin, A., & Salsabila Khansa. (2019). Firm Size Moderates the Effect of Free Cash Flow, Firm Growth, and Profitability on Debt Policy. *Jurnal Dinamika Akuntansi*, 11(1), 89–97.
- Widyanti, N., & Widyasari. (2019). Factors Affecting Free-Cash-Flow (FCF) with Dividend Policy as a Mediating Variabl. *Advances in Economics, Business and Management Research*, 145(1). 340-345.