

Pengaruh Debt to Equity Ratio, Free Cash Flow, dan Pertumbuhan Perusahaan terhadap Kebijakan Dividen (Studi pada Perusahaan yang Terdaftar di BEI Periode 2019-2024)

Jonathan Andrian¹, Layyinaturrobaniyah^{2*}

^{1,2}Manajemen, Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Padjadjaran, Jatinangor, Indonesia

Email: ¹jonathan22007@mail.unpad.ac.id, ²layyinaturrobaniyah@unpad.ac.id

Abstract

This study analyzes the determinants of dividend policy among 218 companies listed on the Indonesia Stock Exchange (IDX) for the period 2019–2024. Using the Dividend Payout Ratio (DPR) as a proxy, this research employs panel data regression with a Fixed Effect model and PCSE estimation to analyze 1,308 observations. The variables tested in this study include Free Cash Flow (FCF), corporate growth, and the Debt to Equity Ratio (DER). The results demonstrate that all three variables have a significant partial effect on the DPR. Specifically, Free Cash Flow has a positive and significant impact, indicating that the availability of excess cash encourages dividend distributions. Conversely, corporate growth and the Debt to Equity Ratio have a negative and significant influence, suggesting that expansion needs and debt obligations act as constraints on profit distribution. These findings emphasize that dividend decisions on the IDX are primarily determined by internal financial fundamentals, where companies prioritize the balance between liquidity, investment opportunities, and capital structure in determining their corporate strategies in Indonesia.

Keywords: Dividend Policy, Dividend Payout Ratio, Indonesia Stock Exchange.

Abstrak

Penelitian ini menganalisis determinan kebijakan dividen pada 218 perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode 2019-2024. Dengan menggunakan *Dividend Payout Ratio* (DPR) sebagai proksi, penelitian ini menerapkan regresi data panel dengan model *Fixed Effect* dan estimasi PCSE untuk menganalisis 1.308 observasi. Variabel yang diuji dalam penelitian ini meliputi *Free Cash Flow* (FCF), pertumbuhan perusahaan, dan *Debt to Equity Ratio* (DER). Hasil penelitian menunjukkan bahwa ketiga variabel tersebut secara parsial berpengaruh signifikan terhadap DPR. Secara spesifik, *Free Cash Flow* memiliki pengaruh positif dan signifikan, yang mengindikasikan bahwa ketersediaan kas berlebih mendorong pembagian dividen. Sebaliknya, pertumbuhan perusahaan dan *Debt to Equity Ratio* berpengaruh negatif dan signifikan, menunjukkan bahwa kebutuhan ekspansi dan beban kewajiban utang menjadi faktor penghambat dalam distribusi laba. Temuan ini menegaskan bahwa keputusan dividen di BEI utamanya ditentukan oleh fundamental keuangan internal, di mana perusahaan cenderung memprioritaskan keseimbangan antara likuiditas, peluang investasi, dan struktur modal dalam menentukan strategi korporatnya di Indonesia.

Kata Kunci: Kebijakan Dividen, *Dividend Payout Ratio*, Bursa Efek Indonesia.

1. PENDAHULUAN

Kebijakan dividen merupakan salah satu keputusan strategis perusahaan yang memiliki implikasi langsung terhadap persepsi investor dan dinamika harga saham. Perubahan besaran dividen kerap direspons pasar sebagai sinyal mengenai prospek kinerja perusahaan di masa mendatang [1], [2]. Dalam konteks pasar modal Indonesia, fenomena perubahan *Dividend Payout Ratio* (DPR) yang diikuti oleh fluktuasi harga saham menunjukkan bahwa keputusan dividen tidak

sekadar persoalan distribusi laba, tetapi juga terkait dengan informasi yang dihasilkan dari keputusan tersebut. Oleh karena itu, memahami faktor-faktor yang memengaruhi kebijakan dividen menjadi relevan, baik dari perspektif teoritis maupun praktis.

Sejumlah penelitian internasional menunjukkan bahwa determinan kebijakan dividen dapat berbeda antarnegara dan periode waktu. Penelitian di negara maju menemukan bahwa ukuran perusahaan dan peluang pertumbuhan berperan penting dalam menjelaskan kebijakan dividen [3]. Di kawasan GCC, dilaporkan pengaruh positif ukuran perusahaan, namun tidak menemukan signifikansi pada *free cash flow* dan *leverage* [4]. Sementara itu, di Thailand justru menunjukkan bahwa *free cash flow* dan *leverage* memiliki pengaruh signifikan terhadap *dividend payout ratio* [5]. Perbedaan hasil tersebut memperlihatkan bahwa karakteristik institusional dan struktur pasar berpotensi memengaruhi bagaimana teori-teori kebijakan dividen bekerja dalam praktik.

Pada konteks Indonesia, temuan empiris juga belum menunjukkan pola yang seragam. Lestari [6] menemukan bahwa *free cash flow* berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen, sedangkan penelitian lain melaporkan hasil yang berbeda, baik tidak signifikan maupun berpengaruh negatif [7], [8]. Variasi hasil juga terlihat pada struktur modal dan pertumbuhan perusahaan, dengan arah pengaruh yang tidak konsisten antarpelitian [9], [10], [11]. Kondisi ini menunjukkan bahwa hubungan antara variabel-variabel fundamental perusahaan dan kebijakan dividen masih memerlukan pendalaman, terutama dalam kerangka yang mempertimbangkan berbagai perspektif teoritis secara simultan.

Di sisi lain, dinamika ekonomi sepanjang periode 2019-2024 turut memberikan konteks yang berbeda dalam pengambilan keputusan dividen. Rentang tahun ini menjadi krusial karena mencakup fase sebelum, saat, hingga pemulihan pasca-pandemi yang menciptakan fluktuasi signifikan pada fundamental keuangan perusahaan di Indonesia. Pandemi Covid-19 menimbulkan tekanan signifikan terhadap arus kas dan prospek usaha di berbagai negara. Krieger [12] serta Ali [13] mencatat adanya peningkatan pemotongan dan penghapusan dividen selama periode krisis. Namun demikian, sebagian perusahaan tetap mempertahankan dividen sebagai bentuk stabilitas dan sinyal optimisme terhadap kinerja masa depan.

Lebih lanjut, urgensi periode 2019-2024 juga dipicu oleh konflik geopolitik atau perang di tingkat global yang memicu lonjakan harga komoditas dan inflasi tinggi. Hal ini memaksa bank sentral, termasuk Bank Indonesia, untuk menaikkan suku bunga acuan secara agresif guna menjaga stabilitas moneter. Kenaikan suku bunga ini berdampak langsung pada peningkatan biaya modal dan beban bunga pinjaman, yang sangat relevan dengan temuan dalam penelitian ini mengenai pengaruh negatif *Debt to Equity Ratio* (DER) terhadap dividen. Perusahaan dengan struktur utang tinggi dipaksa untuk memprioritaskan pembayaran bunga yang membengkak akibat meningkatnya suku bunga tersebut daripada mendistribusikan laba kepada pemegang saham.

Dalam situasi ketidakpastian tersebut, dividen juga dapat berfungsi sebagai mekanisme pengendalian masalah keagenan, sebagaimana diindikasikan oleh Attig [14] dalam konteks ketidakpastian kebijakan ekonomi. Berdasarkan *Agency Theory*, pembagian dividen dipandang sebagai alat untuk memitigasi konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham dengan cara mengurangi jumlah arus kas bebas yang tersedia bagi manajemen. Mengingat karakteristik pasar modal Indonesia yang memiliki konsentrasi kepemilikan tinggi, dividen menjadi instrumen penting bagi investor untuk memastikan bahwa kas residual perusahaan dikelola secara efisien dan tidak disalahgunakan untuk kepentingan pribadi manajer atau investasi yang tidak optimal di tengah risiko pasar yang tinggi [15]. Hal ini sejalan dengan temuan deskriptif dalam studi ini yang mencatat rata-rata ketersediaan kas bebas sebesar 4,95% dari total aset, di mana pendistribusian dana tersebut menjadi sinyal transparansi tata kelola perusahaan dalam memitigasi biaya keagenan.

Berdasarkan latar belakang tersebut, penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh *free cash flow*, *Debt to Equity Ratio*, dan pertumbuhan perusahaan terhadap kebijakan dividen perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2019-2024. Melalui pengujian ini, diharapkan diperoleh pemahaman yang lebih komprehensif mengenai faktor-faktor yang secara konsisten berperan dalam menentukan kebijakan dividen pada konteks pasar berkembang, dalam hal ini yaitu Indonesia.

2. METODE PENELITIAN

2.1. Jenis Penelitian

Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif karena bertujuan untuk mengukur dan menguji hubungan antarvariabel secara objektif berdasarkan data numerik. Pendekatan kuantitatif digunakan untuk menganalisis pengaruh faktor-faktor internal perusahaan terhadap kebijakan dividen yang diproksikan dengan *Dividend Payout Ratio* (DPR) secara empiris pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

Jenis penelitian yang digunakan adalah penelitian kausal, yang bertujuan untuk menganalisis hubungan sebab-akibat antara variabel independen berupa *Debt to Equity Ratio* (DER), *Free Cash Flow* (FCF), dan pertumbuhan perusahaan terhadap kebijakan dividen yang diproksikan dengan *Dividend Payout Ratio* (DPR). Penelitian ini difokuskan untuk menguji sejauh mana fluktuasi dalam struktur modal, ketersediaan kas bebas, dan tingkat ekspansi perusahaan memengaruhi keputusan distribusi laba kepada pemegang saham pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode pengamatan 2019-2024. Pendekatan ini dipilih untuk memberikan gambaran deterministik mengenai faktor-faktor internal yang secara signifikan menjadi landasan strategis perusahaan dalam menetapkan kebijakan dividennya.

Objek penelitian ini adalah seluruh perusahaan non-keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2019-2024 dan memenuhi kriteria *purposive sampling*. Kriteria tersebut meliputi perusahaan yang terdaftar secara berturut-turut selama periode pengamatan, menerbitkan laporan keuangan tahunan yang lengkap, serta memiliki data yang dibutuhkan untuk menghitung seluruh variabel penelitian. Perusahaan sektor keuangan tidak termasuk dalam sampel karena memiliki karakteristik regulasi dan struktur keuangan yang berbeda secara fundamental dibandingkan sektor lainnya. Seluruh perusahaan yang memenuhi kriteria selama periode observasi dipertahankan sebagai unit analisis untuk menangkap dinamika kebijakan dividen secara lebih komprehensif dan meminimalkan bias seleksi.

Berdasarkan kriteria tersebut, terpilih 218 perusahaan yang memenuhi kriteria dan akan dijadikan sampel penelitian. Dengan periode penelitian enam tahun (2019-2024), total data yang dianalisis berjumlah 1.308 observasi.

2.2. Operasionalisasi Variabel

Pengukuran variabel dalam penelitian ini dirancang untuk menangkap esensi dari berbagai teori keuangan yang melandasi kebijakan dividen, mulai dari aspek fundamental internal, mekanisme tata kelola, hingga indikator ekonomi makro. Penelitian ini terdiri dari satu variabel dependen, enam variabel independen, dan satu variabel kontrol. Penentuan indikator setiap variabel dilakukan secara sistematis guna memastikan konsistensi data selama periode pengamatan 2019-2024. Variabel penelitian dihitung menggunakan rasio keuangan yang bersumber dari laporan tahunan perusahaan, data pasar modal melalui Refinitiv Eikon, serta laporan statistik pertumbuhan ekonomi nasional.

Variabel utama dalam penelitian ini adalah kebijakan dividen yang diproksikan menggunakan *Dividend Payout Ratio* (DPR). DPR mencerminkan proporsi laba bersih yang dibagikan kepada pemegang saham dalam bentuk dividen tunai, sehingga secara langsung merepresentasikan keputusan manajerial terkait distribusi laba dibandingkan dengan laba yang ditahan. DPR pada penelitian ini merupakan variabel dependen dan dirumuskan sebagai berikut:

$$DPR_{it} = \frac{Dividen_{it}}{Laba Bersih_{it}}$$

Di mana DPR_{it} adalah *dividend payout ratio* perusahaan i pada tahun t , $Dividen_{it}$ adalah total dividen tunai yang dibayarkan, dan $Laba Bersih_{it}$ adalah laba bersih yang dihasilkan perusahaan pada periode yang sama.

Struktur modal perusahaan direpresentasikan oleh *Debt to Equity Ratio* (DER). DER menunjukkan tingkat penggunaan utang relatif terhadap ekuitas dan menggambarkan beban kewajiban finansial perusahaan. Tingkat *leverage* yang tinggi dapat memengaruhi fleksibilitas perusahaan dalam membagikan dividen karena adanya kewajiban pembayaran bunga dan pokok utang. DER dihitung sebagai:

$$DER_{it} = \frac{Total Liabilitas_{it}}{Total Ekuitas_{it}}$$

Ketersediaan dana internal perusahaan diukur menggunakan *Free Cash Flow* (FCF). Variabel ini mencerminkan kas yang tersisa setelah perusahaan memenuhi kebutuhan operasional dan belanja modal. FCF menggambarkan kapasitas riil perusahaan dalam mendistribusikan dividen tanpa mengganggu kegiatan operasional maupun investasi. Perhitungan FCF dirumuskan sebagai:

$$FCF_{it} = \frac{Arus\ Kas\ Operasi_{it} + Perubahan\ Aset\ Tetap_{it} + Perubahan\ Modal\ Kerja_{it}}{Total\ Aset_{it}}$$

Penelitian ini juga mempertimbangkan dinamika ekspansi perusahaan melalui variabel pertumbuhan perusahaan (GROW). Pertumbuhan diproksikan menggunakan pertumbuhan total pendapatan tahunan. Perusahaan dengan pertumbuhan tinggi umumnya memiliki kecenderungan yang lebih besar untuk melakukan reinvestasi, sehingga berpotensi menahan laba lebih besar dibandingkan membagikannya sebagai dividen. GROW dihitung sebagai:

$$GROW_{it} = \frac{Pendapatan_{it} + Pendapatan_{it-1}}{Pendapatan_{it-1}}$$

2.3. Model Penelitian

Penelitian ini menganalisis determinan kebijakan dividen perusahaan melalui pengujian terhadap struktur permodalan, kapasitas kas internal, serta laju pertumbuhan perusahaan. Kebijakan dividen dalam penelitian ini diproksikan dengan *Dividend Payout Ratio* (DPR). Hubungan kausalitas antarvariabel tersebut diestimasi menggunakan model regresi data panel sebagai berikut:

$$DPR = \alpha - \beta_2 DER_{it} + \beta_3 FCF_{it} - \beta_5 GROW_{it} + \varepsilon_{it}$$

Model ini diestimasi menggunakan regresi data panel untuk menangkap variasi antarperusahaan (*cross-section*) dan antarwaktu (*time-series*) secara simultan. Penentuan model estimasi terbaik dilakukan melalui prosedur pengujian formal, yaitu: Uji Chow untuk memilih antara *Common Effect Model* (CEM) dan *Fixed Effect Model* (FEM), serta Uji Hausman untuk menentukan antara *Fixed Effect Model* (FEM) dan *Random Effect Model* (REM). Seluruh pengujian hipotesis dilakukan pada tingkat signifikansi 5%.

Pemilihan *Fixed Effect Model* (FEM) dengan estimasi *Panel Corrected Standard Errors* (PCSE) dilakukan sebagai solusi untuk memastikan validitas hasil di tengah dinamika pasar modal Indonesia periode 2019-2024. Penggunaan PCSE dalam studi ini dianggap lebih tepat karena secara spesifik mampu mengoreksi gejala heteroskedastisitas pada variabel pertumbuhan serta autokorelasi negatif yang ditemukan dalam pengujian asumsi klasik. Hal ini menjamin bahwa koefisien estimasi tetap konsisten dan efisien untuk menjelaskan pengaruh fundamental keuangan terhadap kebijakan dividen tanpa risiko bias instrumen yang umumnya muncul pada penggunaan model dinamis dalam rentang periode waktu yang terbatas. Sebagai bentuk *robustness check*, penggunaan estimasi PCSE ini secara inheren telah memberikan hasil yang tangguh terhadap varians data yang ekstrem selama periode pengamatan 2019-2024, sehingga hasil penelitian tetap konsisten [16], [17].

3. HASIL DAN PEMBAHASAN

3.1. Hasil Analisis Deskriptif

Analisis statistik deskriptif digunakan untuk memberikan gambaran umum mengenai distribusi data dari variabel-variabel yang diteliti, meliputi jumlah observasi, nilai rata-rata (*mean*), nilai tengah (*median*), nilai maksimum, nilai minimum, serta standar deviasi. Berdasarkan data olahan terhadap seluruh sampel perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2019-2024, diperoleh hasil sebagai berikut:

Tabel 1. Analisis Statistik Deskriptif

Variabel	Obs	Mean	Median	Maximum	Minimum	Std. Dev.
DPR	1308	0,3503	0,2538	2,8344	0,0000	0,4048
DER	1308	0,4872	0,3128	7,1117	0,0000	0,6129
FCF	1308	0,0495	0,0404	0,6624	-0,2883	0,0986
GROW	1308	0,0742	0,0513	1,6904	-0,745	0,2771

Sumber: Data diolah dengan *Eviews*

Berdasarkan hasil analisis statistik deskriptif pada Tabel 1. terhadap 1.308 observasi, variabel *Dividend Payout Ratio* (DPR) memiliki nilai minimum sebesar 0,0000 yang menunjukkan adanya perusahaan yang tidak membagikan dividen pada tahun tertentu, serta nilai maksimum sebesar 2,8344 dengan median 0,2538. Nilai rata-rata DPR sebesar 0,3503 atau 35,03% dengan standar deviasi 0,4048. Hal ini menunjukkan bahwa secara rata-rata perusahaan dalam sampel membagikan sekitar 35% laba bersihnya sebagai dividen, dengan tingkat variasi yang relatif tinggi antar perusahaan.

Pada variabel *Debt to Equity Ratio* (DER), nilai minimum tercatat sebesar 0,0000 dan nilai maksimum sebesar 7,1117 dengan median 0,3128. Nilai rata-rata DER sebesar 0,4872 dengan standar deviasi 0,6129, yang menunjukkan bahwa secara rata-rata total utang perusahaan dalam sampel setara dengan sekitar 48,72% dari total ekuitas. Nilai standar deviasi yang relatif tinggi mengindikasikan adanya variasi struktur modal yang cukup besar antar perusahaan.

Sementara itu, variabel *Free Cash Flow* (FCF) memiliki nilai minimum sebesar -0,2883 yang menunjukkan adanya perusahaan dengan defisit arus kas bebas, serta nilai maksimum sebesar 0,6624 dengan median 0,0404. Nilai rata-rata FCF tercatat sebesar 0,0495 dengan standar deviasi 0,0986, yang mengindikasikan bahwa secara rata-rata perusahaan memiliki arus kas bebas sekitar 4,95% dari total aset, dengan variasi kondisi likuiditas yang cukup beragam.

Selanjutnya, variabel Pertumbuhan Perusahaan (GROW) memiliki nilai minimum sebesar -0,7450 dan maksimum sebesar 1,6904. Nilai rata-rata sebesar 0,0742 atau 7,42% dengan standar deviasi 0,2771 menunjukkan bahwa secara rata-rata perusahaan dalam sampel mengalami pertumbuhan pendapatan sebesar 7,42% per tahun, namun dengan variasi pertumbuhan yang cukup tinggi antar perusahaan.

3.2. Hasil Uji Pemilihan Model Regresi Data Panel

Metode statistik yang digunakan untuk menguji hipotesis dalam penelitian ini adalah analisis regresi data panel. Dalam regresi data panel, terdapat tiga model yang dapat digunakan, yaitu *common effect*, *fixed effect*, dan *random effect*. Pemilihan model dilakukan melalui Uji Chow untuk menentukan pilihan antara *common effect* dan *fixed effect*, serta Uji Hausman untuk menentukan model terbaik antara *fixed effect* dan *random effect*. Berikut adalah hasil uji pemilihan model regresi data panel:

Tabel 2. Hasil Uji Pemilihan Model Regresi Data Panel

Keterangan	Uji Chow	Uji Hausman
Nilai Prob.	0,000	0,000
Keputusan Model Regresi	<i>fixed effect</i>	<i>fixed effect</i>

Sumber: Data diolah dengan *Eviews*

Berdasarkan hasil pengujian pada Tabel 2, model yang terpilih untuk analisis data panel adalah *Fixed Effect Model* (FEM). Keputusan ini didasarkan pada hasil Uji Chow yang menunjukkan nilai probabilitas sebesar 0,000 ($< 0,05$), sehingga *Fixed Effect* lebih baik dibandingkan *Common Effect*. Selanjutnya, hasil Uji Hausman juga menunjukkan nilai probabilitas sebesar 0,000 ($< 0,05$), yang mengonfirmasi bahwa *Fixed Effect Model* tetap menjadi model yang paling tepat dan konsisten dibandingkan dengan *Random Effect Model* untuk digunakan dalam penelitian ini.

3.3. Hasil Uji Asumsi Klasik

Uji asumsi klasik bertujuan untuk memastikan bahwa model regresi yang dihasilkan memenuhi kriteria sehingga hasil estimasi bersifat valid, tidak bias, dan dapat diandalkan. Serangkaian pengujian yang dilakukan meliputi uji normalitas, uji multikolinearitas, uji heteroskedastisitas, dan uji autokorelasi.

3.3.1. Uji Normalitas

Uji normalitas bertujuan untuk mengetahui apakah residual dalam model regresi berdistribusi normal. Dalam penelitian ini, uji normalitas dilakukan menggunakan uji *Jarque-Bera*. Berikut adalah hasil uji normalitas:

Tabel 3. Hasil Uji Normalitas

Statistik	Nilai
<i>Observations</i>	1308
<i>Skewness</i>	2,190908
<i>Kurtosis</i>	14,12160
<i>Jarque-Bera</i>	7787,520
<i>Probability</i>	0,0000

Sumber: Data diolah dengan *Eviews*

Berdasarkan hasil pengujian pada Tabel 3., nilai *Jarque-Bera* sebesar 7787,520 dengan nilai probabilitas sebesar 0,0000. Karena nilai probabilitas $< 0,05$, maka H_0 ditolak, yang menunjukkan bahwa residual dalam model penelitian ini tidak terdistribusi secara normal. Namun, mengingat jumlah observasi dalam penelitian ini cukup besar yaitu sebanyak 1.308 observasi, maka berlaku asumsi *Central Limit Theorem* [18].

Berdasarkan *Central Limit Theorem*, apabila sampel yang digunakan berukuran besar, maka distribusi sampling dari statistik uji akan mendekati distribusi normal terlepas dari bentuk distribusi populasi aslinya. Oleh karena itu, pelanggaran asumsi normalitas pada sampel besar tidak menjadi kendala yang serius dalam analisis statistik dan model regresi tetap dianggap valid serta dapat digunakan untuk pengujian hipotesis selanjutnya.

3.3.2. Uji Multikolinearitas

Uji multikolinearitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi ditemukan adanya korelasi yang tinggi antar variabel independen. Model regresi yang baik seharusnya tidak memiliki korelasi yang signifikan di antara variabel independennya.

Tabel 4. Hasil Uji Multikolinearitas

Variabel Penelitian	VIF
DER	1,032753
FCF	1,048282
GROW	1,016559

Sumber: Data diolah dengan *Eviews*

Berdasarkan hasil pengujian pada Tabel 4., dapat diketahui bahwa seluruh variabel penelitian memiliki nilai VIF yang jauh lebih kecil dari 10. Variabel FCF memiliki nilai VIF tertinggi sebesar 1,048282, sedangkan variabel GROW memiliki nilai VIF terendah sebesar 1,016559. Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat masalah multikolinearitas antar variabel independen dalam model regresi ini, sehingga model layak digunakan untuk analisis lebih lanjut.

3.3.3. Uji Heteroskedastisitas

Uji heteroskedastisitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan varians dari residual satu pengamatan ke pengamatan lain. Model regresi yang baik adalah yang memiliki varians residual yang tetap atau disebut homoskedastisitas. Pengujian dilakukan dengan meregresikan nilai absolut residual terhadap variabel independen. Kriteria pengambil keputusan adalah jika nilai probabilitas $> 0,05$, maka tidak terjadi heteroskedastisitas.

Tabel 5. Hasil Uji Heteroskedastisitas

Variabel Penelitian	Prob.	Keterangan
DER	0,6457	Homoskedastisitas
FCF	0,0707	Homoskedastisitas
GROW	0,0000	Heteroskedastisitas

Sumber: Data diolah dengan *Eviews*

Berdasarkan hasil uji Glejser pada Tabel 5., mayoritas variabel independen memiliki nilai probabilitas di atas 0,05. Namun, variabel GROW memiliki nilai probabilitas sebesar 0,0000 ($< 0,05$), yang menunjukkan adanya indikasi gejala heteroskedastisitas pada variabel tersebut. Meskipun demikian, adanya gejala heteroskedastisitas ini telah diantisipasi dengan menggunakan metode estimasi *Panel Corrected Standard Errors* (PCSE). Metode PCSE digunakan untuk menangani data panel yang memiliki masalah heteroskedastisitas dan korelasi antar unit. Dengan penggunaan PCSE, standar error yang dihasilkan telah dikoreksi sehingga hasil uji t dan uji F tetap valid, konsisten, dan tidak bias meskipun asumsi homoskedastisitas tidak terpenuhi sepenuhnya [16], [17].

3.3.4. Uji Autokorelasi

Uji autokorelasi berfungsi untuk mengevaluasi keberadaan hubungan ketergantungan antara nilai residual pada periode saat ini (t) dan nilai sisaan pada periode sebelumnya (t-1) di dalam model regresi. Model regresi yang ideal tidak seharusnya mengandung autokorelasi, sebab kehadirannya mengindikasikan bahwa error memiliki suatu pola yang sistematis dan bukan bersifat acak. Dalam penelitian ini, deteksi autokorelasi dilakukan dengan menggunakan metode Durbin-Watson (DW).

Tabel 6. Hasil Uji Autokorelasi

Statistik	Nilai	dU	4 - dU
Durbin-Watson Stat	2,351962	1,7990	2,2010

Sumber: Data diolah dengan *Eviews*

Berdasarkan hasil pengujian pada tabel di atas, diperoleh nilai *Durbin-Watson stat* sebesar 2,351962. Dengan menggunakan batas kritis dU sebesar 1,7990, diperoleh nilai ambang atas 4 - dU sebesar 2,2010. Karena nilai DW stat sebesar 2,351962 lebih besar dari nilai 4 - dU sebesar 2,2010, maka model penelitian ini berada pada autokorelasi negatif.

Meskipun terdapat indikasi autokorelasi, hal ini tidak menghambat validitas model regresi penelitian. Oleh karena itu, penelitian ini akan menerapkan estimasi *Panel Corrected Standard Errors* (PCSE) sebagai solusi prosedural. Metode PCSE dirancang khusus untuk menghasilkan standar error yang tangguh yang mampu mengoreksi gangguan autokorelasi serta heteroskedastisitas pada data panel [16]. Dengan demikian, hasil estimasi parameter tetap bersifat konsisten dan efisien, sehingga pengujian hipotesis pada tahap selanjutnya tetap dapat diandalkan secara statistik.

3.4. Hasil Uji Hipotesis

Pada bagian ini, akan dibahas hasil dari pengujian hipotesis yang dilakukan untuk menganalisis pengaruh variabel-variabel independen terhadap *Dividend Payout Ratio* (DPR) di Indonesia pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia

Tabel 7. Hasil Uji Model Regresi

Variable	Coefficient	t-Statistic	Prob.
C	0,395290	17,29160	0,0000
DER	-0,106542	-2,649787	0,0082***
FCF	0,287495	2,164376	0,0307***
GROW	-0,098933	-2,910112	0,0037***
Number of Obs	1308		
R-squared	0,512496		
Adjusted R-squared	0,413829		
Prob(F-statistic)	0,0000		

*** $p < 0,01$, ** $p < 0,05$, * $p < 0,1$

Sumber: Data diolah dengan *Eviews*

Berdasarkan hasil pengujian pada Tabel 7., diperoleh nilai Prob(F-statistic) sebesar 0,0000. Karena nilai probabilitas tersebut lebih kecil dari 0,05, maka model penelitian ini dinyatakan layak atau fit untuk digunakan. Hal ini menunjukkan bahwa variabel *Debt to Equity Ratio* (DER), *Free Cash Flow* (FCF), dan Pertumbuhan Perusahaan (GROW) secara simultan memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *Dividend Payout Ratio* (DPR).

Selain itu, hasil pengolahan data menunjukkan nilai *Adjusted R-squared* sebesar 0,413829. Nilai ini mengindikasikan bahwa sebesar 41,38% variasi kebijakan dividen dapat dijelaskan oleh variabel-variabel independen yang digunakan dalam model penelitian. Sementara itu, 58,62% sisanya dijelaskan oleh faktor lain di luar model penelitian yang tidak dimasukkan dalam analisis.

Secara parsial, hasil uji t menunjukkan bahwa terdapat beberapa variabel memiliki pengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen. Variabel *Debt to Equity Ratio* (DER) memiliki nilai probabilitas sebesar 0,0082 ($< 0,05$) dengan koefisien negatif. Hasil ini menunjukkan bahwa semakin tinggi tingkat utang perusahaan, semakin terbatas kemampuan perusahaan dalam membagikan dividen. Temuan ini sejalan dengan hipotesis awal yang memprediksi adanya pengaruh negatif antara DER dan kebijakan dividen.

Variabel *Free Cash Flow* (FCF) memiliki nilai probabilitas sebesar 0,0307 ($< 0,05$) dengan koefisien positif. Hal ini menunjukkan bahwa semakin besar ketersediaan arus kas bebas yang dimiliki perusahaan, semakin besar pula kemampuan perusahaan untuk membagikan dividen kepada pemegang saham. Hasil ini mendukung hipotesis penelitian yang menyatakan bahwa FCF berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen.

Selanjutnya, variabel Pertumbuhan Perusahaan (GROW) memiliki nilai probabilitas sebesar 0,0037 ($< 0,05$) dengan koefisien negatif. Hasil ini mendukung hipotesis yang menunjukkan bahwa perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi cenderung menahan laba untuk digunakan sebagai sumber pendanaan internal dalam kegiatan investasi, dibandingkan membagikannya sebagai dividen.

3.5. Pembahasan

Berdasarkan hasil pengujian hipotesis, penelitian ini menunjukkan bahwa tidak seluruh variabel independen memiliki pengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen perusahaan. Variabel *Debt to Equity Ratio* (DER), *Free Cash Flow* (FCF), dan pertumbuhan perusahaan terbukti berpengaruh signifikan terhadap *Dividend Payout Ratio* (DPR). Hasil ini mengindikasikan bahwa kebijakan dividen perusahaan di Bursa Efek Indonesia periode 2019-2024 dipengaruhi oleh kondisi fundamental perusahaan. Pembahasan berikut akan menguraikan lebih lanjut pengaruh masing-masing variabel dengan mengaitkannya pada teori serta temuan penelitian terdahulu.

Struktur modal dalam penelitian ini diukur menggunakan *Debt to Equity Ratio* (DER) yang mencerminkan perbandingan antara total utang dan ekuitas. Berdasarkan *Pecking Order Theory*, perusahaan cenderung memprioritaskan pendanaan internal sebelum menggunakan pendanaan eksternal seperti utang [19]. Hasil penelitian menunjukkan bahwa DER berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan dividen. Hal ini menunjukkan bahwa semakin tinggi tingkat leverage perusahaan, semakin rendah kecenderungan perusahaan untuk membagikan dividen karena sebagian laba harus dialokasikan untuk memenuhi kewajiban kepada kreditor. Temuan ini konsisten dengan penelitian Al-Kuwari [4], Lestari [6], Pattiruhu & Paais [20], serta Santoso & Handayani [11] yang menemukan bahwa perusahaan dengan tingkat *leverage* tinggi cenderung memiliki *dividend payout ratio* yang lebih rendah.

Pengaruh negatif *Debt to Equity Ratio* (DER) terhadap kebijakan dividen ini dapat dianalisis lebih dalam melalui keberadaan *debt covenants* atau batasan kontrak utang pada perusahaan-perusahaan di Indonesia. Kreditor sering kali menetapkan persyaratan yang membatasi jumlah laba yang boleh dibagikan sebagai dividen untuk memastikan bahwa perusahaan memiliki likuiditas yang cukup guna melunasi kewajiban bunga dan pokok utang. Hal ini menjadi semakin relevan selama periode 2019-2024, di mana kenaikan suku bunga global meningkatkan beban biaya utang dan memaksa perusahaan untuk mematuhi rasio solvabilitas tertentu agar tidak mengalami gagal bayar. Dengan demikian, pembayaran dividen bukan hanya keputusan manajerial, tetapi juga merupakan hasil dari kendala kontrak yang harus diprioritaskan perusahaan di atas kepentingan pemegang saham [21], [22].

Menurut *Residual Dividend Theory*, dividen dibayarkan setelah perusahaan memenuhi seluruh kebutuhan investasi yang menguntungkan [2], [21]. Dalam konteks ini, *Free Cash Flow* (FCF) mencerminkan dana residual yang tersedia bagi perusahaan setelah kebutuhan operasional dan investasi terpenuhi [23]. Hasil penelitian menunjukkan bahwa FCF berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen. Artinya, semakin besar arus kas bebas yang dimiliki perusahaan, semakin besar pula kemampuan perusahaan untuk membagikan dividen kepada pemegang saham. Temuan ini sejalan dengan penelitian Lestari [6], Ibrahim [24], Thanatawee [5], serta Putri & Widyasti [25] yang menemukan bahwa FCF merupakan determinan penting dalam menjelaskan *dividend payout ratio*. Hal ini menunjukkan bahwa keputusan dividen pada perusahaan di Indonesia sangat dipengaruhi oleh ketersediaan kas aktual.

Pertumbuhan perusahaan mencerminkan peningkatan aktivitas operasional yang biasanya diikuti oleh kebutuhan investasi yang lebih besar. Oleh karena itu, perusahaan dengan tingkat pertumbuhan tinggi cenderung menahan laba untuk membiayai ekspansi dibandingkan membagikannya sebagai dividen. Hasil penelitian menunjukkan bahwa pertumbuhan perusahaan berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan dividen. Temuan ini dapat dijelaskan melalui *Life Cycle Theory of Dividend*, yang menyatakan bahwa perusahaan pada tahap pertumbuhan cenderung menahan laba untuk membiayai investasi, sedangkan perusahaan yang telah matang lebih cenderung membagikan dividen [3]. Berdasarkan data deskriptif yang menunjukkan rata-rata pertumbuhan pendapatan sebesar 7,42%, mayoritas sampel dalam penelitian ini dapat diidentifikasi sebagai perusahaan yang masih berada dalam tahap pertumbuhan. Perusahaan pada fase ini cenderung memiliki banyak peluang investasi yang menguntungkan dan membutuhkan pendanaan internal yang besar, sehingga mereka memilih untuk menahan laba guna membiayai ekspansi daripada mendistribusikannya sebagai dividen. Hal ini mengonfirmasi bahwa perusahaan di BEI lebih mengutamakan pertumbuhan jangka panjang daripada pemberian imbal hasil jangka pendek kepada investor selama periode pengamatan. Selain itu, dalam perspektif *Catering Theory*, perusahaan pada fase ekspansi juga cenderung menyesuaikan kebijakan dividen dengan preferensi investor yang lebih menghargai potensi *capital gain* dibandingkan dividen [26]. Temuan ini konsisten dengan penelitian Lestari [6] yang menunjukkan adanya hubungan antara pertumbuhan perusahaan dan kebijakan dividen.

Tabel 8 Perbandingan Dividend Payout Ratio Berdasarkan Sektor

Sektor	Keseluruhan
Barang Baku	0,2482
Barang Konsumen Non-Primer	0,2920
Barang Konsumen Primer	0,4502
Energi	0,4481
Infrastruktur	0,3535
Kesehatan	0,4387
Perindustrian	0,4076
Properti dan Real Estat	0,2443
Teknologi	0,4313
Transportasi & Logistik	0,1254
Keseluruhan Data	0,3503

Sumber: Data diolah Penulis

Rata-rata DPR keseluruhan sampel sebesar 0,3503 (35,03%) menunjukkan kebijakan distribusi laba yang moderat di Indonesia. Sektor Barang Konsumen Primer (45,02%) dan Energi (44,81%) tercatat sebagai sektor dengan distribusi dividen tertinggi, yang mengindikasikan bahwa perusahaan di sektor ini cenderung sudah *mature* dengan arus kas stabil. Sebaliknya, sektor Transportasi & Logistik (12,54%) serta Properti (24,43%) memiliki nilai di bawah rata-rata industri. Hal ini sejalan dengan hasil penelitian bahwa tingginya beban utang (DER) dan kebutuhan ekspansi (GROW) pada sektor-sektor padat modal tersebut memaksa perusahaan untuk lebih konservatif dalam membagikan dividen. Variasi sektoral ini menegaskan bahwa selain fundamental internal, karakteristik industri memainkan peran krusial dalam menentukan strategi distribusi laba di Bursa Efek Indonesia.

4. KESIMPULAN

Penelitian ini menyimpulkan bahwa kebijakan dividen perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dipengaruhi secara signifikan oleh faktor fundamental internal perusahaan. Hasil analisis empiris menunjukkan bahwa ketersediaan *Free Cash Flow* (FCF) berpengaruh positif dan signifikan terhadap pembayaran dividen. Hal ini mengindikasikan bahwa perusahaan di Indonesia cenderung menerapkan kebijakan dividen yang berbasis pada kapasitas kas aktual yang tersedia.

Sebaliknya, tingkat *leverage* yang diukur melalui *Debt to Equity Ratio* (DER) serta pertumbuhan perusahaan (GROW) terbukti berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan dividen. Temuan ini mengisyaratkan bahwa perusahaan cenderung memprioritaskan pelunasan kewajiban utang dan kebutuhan pendanaan ekspansi dibandingkan pembagian laba kepada pemegang saham. Oleh karena itu, investor disarankan untuk lebih memfokuskan analisis pada kondisi likuiditas dan profil risiko pendanaan perusahaan.

Meskipun model ini memiliki nilai signifikansi yang kuat (Prob F-statistic 0,0000), nilai *Adjusted R-squared* sebesar 0,413829 menunjukkan bahwa variabel independen dalam model hanya mampu menjelaskan sekitar 41,38% variasi kebijakan dividen. Masih terdapat sekitar 58,62% variasi lainnya yang dijelaskan oleh faktor di luar model ini. Oleh karena itu, penelitian selanjutnya disarankan untuk memasukkan variabel relevan lainnya, seperti kepemilikan institusional, profitabilitas (ROA/ROE), atau mekanisme tata kelola perusahaan (*corporate governance*) guna memperkaya pemahaman terhadap dinamika kebijakan dividen di pasar modal Indonesia.

Bagi manajemen perusahaan, menjaga stabilitas arus kas serta mengelola struktur modal secara optimal tetap menjadi strategi utama dalam mempertahankan kepercayaan investor, dengan tetap menjaga keseimbangan antara kebutuhan pertumbuhan jangka panjang dan pemberian imbal hasil kepada pemegang saham.

REFERENCES

- [1] S. Bhattacharya, "Imperfect Information, Dividend Policy, and 'The Bird in the Hand' Fallacy," 1979. doi: <https://doi.org/10.2307/3003330>.
- [2] M. H. Miller dan K. Rock, "American Finance Association Dividend Policy under Asymmetric Information," 1985. doi: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1985.tb02362.xDi>.
- [3] D. J. Denis dan I. Osobov, "Why do firms pay dividends? International evidence on the determinants of dividend policy," *J. financ. econ.*, vol. 89, no. 1, hlm. 62–82, Jul 2008, doi: 10.1016/j.jfineco.2007.06.006.

- [4] D. Al-Kuwari, "Determinants of the Dividend Policy in Emerging Stock Exchanges: The Case of GCC Countries," 2009. [Daring]. Tersedia pada: <http://ssrn.com/abstract=1793150>
- [5] Y. Thanatawee, "Life-Cycle Theory and Free Cash Flow Hypothesis: Evidence from Dividend Policy in Thailand," 2011. doi: 10.5430/ijfr.v2n2p52.
- [6] H. S. Lestari, "Determinants of corporate dividend policy in Indonesia," dalam *IOP Conference Series: Earth and Environmental Science*, Institute of Physics Publishing, Jan 2018. doi: 10.1088/1755-1315/106/1/012046.
- [7] P. Bashir Tijjani dan A. Sani, "An Empirical Analysis of Free Cash Flow and Dividend Policy in the Nigerian Oil and Gas Sector," Online, 2016. [Daring]. Tersedia pada: <https://ssrn.com/abstract=2903494>
- [8] A. I. F. Issa, "The Determinants of Dividend Policy: Evidence from Malaysian Firms," Online, 2015. doi: <https://doi.org/10.1017/CBO9781107415324.004>.
- [9] R. A. Akob, "Dividen Policy in Manufacturing Company in Indonesia Stock Exchange Year," 2012.
- [10] A. E. Irawati dan E. F. Komariyah, "The Role of Capital Structure on The Effect of Dividend Policy and Business Risk on Firm Value (Evidence from Indonesian Manufacturing Company)," *The Indonesian Journal of Accounting Research*, vol. 22, no. 02, Mei 2019, doi: 10.33312/ijar.463.
- [11] R. A. Santoso dan A. Handayani, "PENGARUH DEBT TO EQUITY RATIO TERHADAP DIVIDEND PAYOUT RATIO MELALUI RETURN ON ASSET," *MANAJERIAL*, vol. 6, no. 2, hlm. 53, Sep 2019, doi: 10.30587/manajerial.v6i2.1013.
- [12] K. Krieger, N. Mauck, dan S. W. Pruitt, "The impact of the COVID-19 pandemic on dividends," *Financ. Res. Lett.*, vol. 42, Okt 2021, doi: 10.1016/j.frl.2020.101910.
- [13] H. Ali, "Corporate dividend policy in the time of COVID-19: Evidence from the G-12 countries," *Financ. Res. Lett.*, vol. 46, Mei 2022, doi: 10.1016/j.frl.2021.102493.
- [14] N. Attig, S. El Ghouli, O. Guedhami, dan X. Zheng, "Dividends and economic policy uncertainty: International evidence," *Journal of Corporate Finance*, vol. 66, Feb 2021, doi: 10.1016/j.jcorpfin.2020.101785.
- [15] B. Alshabibi dan R. Gengatharan, "An Empirical Study on the Determinants of Dividend Policy in the UK," 2011. [Daring]. Tersedia pada: <http://www.internationalresearchjournaloffinanceandconomics.com>
- [16] N. Beck dan J. N. Katz, "What to do (and not to do) with Time-Series Cross-Section Data," 1995.
- [17] M. Zidi dan H. Hamdi, "A Panel-corrected Standard Error (PCSE) Framework to Estimate Capital Structure and Banking Performance within the Tunisian Context," *International Journal of Economics and Financial Issues*, vol. 14, no. 2, hlm. 196–202, Mar 2024, doi: 10.32479/ijefi.15793.
- [18] M. Oktasia, A. Azazi, Y. Fahrana, dan A. Jaya, "Does dividend policy mediate liquidity and profitability on firm value?," 2023. doi: <https://doi.org/10.35335/ijafibs.v11i3.182>.
- [19] S. C. Myers dan N. S. Majluf, "Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have," *J. financ. econ.*, vol. 13, no. 2, hlm. 187–221, Jun 1984, doi: 10.1016/0304-405X(84)90023-0.
- [20] J. R. Pattiruhu dan M. Paais, "Effect of Liquidity, Profitability, Leverage, and Firm Size on Dividend Policy," *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, vol. 7, no. 10, hlm. 35–42, 2020, doi: 10.13106/jafeb.2020.vol7.no10.035.
- [21] D. G. Wirama, K. A. Krisnadewi, L. G. S. Artini, dan P. A. Ardiana, "Dividend policy and residual dividend theory: evidence from Indonesia," *Asian Journal of Accounting Research*, vol. 9, no. 3, hlm. 201–216, Jul 2024, doi: 10.1108/AJAR-10-2023-0347.
- [22] E. Henry dan A. Yahaya, "Management Science and Strategic Decision-Making Board Composition and Dividend Policy Decisions," 2024, doi: 10.26934/mssd.v11i1.2024.
- [23] C. J. Zutter dan S. B. Smart, "Principles of Managerial Finance FIFTEENTH EDITION." [Daring]. Tersedia pada: www.pearson.com/mylab/finance

- [24] R. A. N. Ibrahim dan M. N. Amin, "Pengaruh Free Cash Flow, Struktur Modal dan Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan," *EBID:Ekonomi Bisnis Digital*, vol. 1, no. 2, hlm. 103–110, Des 2023, doi: 10.37365/ebid.v1i2.183.
- [25] I. G. A. M. A. D. Putri dan I. G. A. V. Widyasti, "The Effect of Profitability, Liquidity, Leverage, Free Cash Flow," 2021.
- [26] M. Baker *dkk.*, "A Catering Theory of Dividends," 2004.