

BAB IV

HASIL DAN PEMBAHASAN

4.1 Deskripsi Data

4.1.1 Deskripsi Objek Penelitian

Objek Penelitian yang digunakan dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI pada periode 2017-2020. Pemilihan sampel dalam penelitian ini ditentukan dengan menggunakan metode *Purposive Sampling* dengan beberapa kriteria. Penelitian ini menggunakan 36 perusahaan sebagai sampel. Berikut adalah profil dari perusahaan-perusahaan yang menjadi sampel dalam penelitian:

1. PT Astra *International* Tbk (ASII)

PT Astra *International* Tbk (ASII) didirikan pada tanggal 20 Februari 1957 dengan nama PT Astra *International Incorporated*. Kantor pusat Astra berada di Jl. Motor gaya Raya No. 8, Sunder II, Jakarta 14330 - Indonesia Pemegang saham terbesar Astra *International* Tbk adalah *Jardine Cycle & Carriage Ltd* yang terdaftar di Singapura (50,11%). *Jardine Cycle & Carriage Ltd* adalah anak perusahaan dari *Jardine Matheson Holdings Ltd*, sebuah perusahaan yang terdaftar di Bermuda. Sesuai dengan Anggaran Dasar, ASII bergerak dalam perdagangan umum, industri, pertambangan, transportasi, pertanian, konstruksi dan jasa konsultasi. Bisnis inti Astra dan anak perusahaannya meliputi perakitan dan distribusi mobil (Toyota, Daihatsu, Isuzu, UD *Trucks*, *Peugeot* dan BMW), sepeda motor (Honda) dan suku cadang, penjualan dan penyewaan alat berat, pertambangan dan jasa terkait, dan perkebunan. Pembangunan, Jasa keuangan, infrastruktur dan teknologi informasi. Astra memiliki anak usaha yang juga tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI), antara lain: Astra Agro Lestari Tbk (AALI), Astra *Graphia* Tbk (ASGR), Astra *Otoparts* Tbk (AUTO) dan *United Tractors* Tbk (UNTR). Selain itu, Astra juga memiliki satu perusahaan asosiasi yang juga tercatat di BEI, yaitu bank permata Tbk (BNLI). Pada tahun 1990, ASII memperoleh pernyataan efektif BAPEPAMLK untuk melakukan Penawaran Umum Perdana Saham ASII (IPO) kepada masyarakat

sebanyak 30.000.000 saham dengan nominal Rp1.000, per saham, dengan Harga Penawaran Perdana Rp14.850, per saham. Saham saham tersebut dicatatkan pada Bursa Efek Indonesia (BEI) pada tanggal 04 April 1990.

2. PT. Wilmar Cahaya Indonesia Tbk (sebelumnya Cahaya Kalbar Tbk) (CEKA)

Wilmar Cahaya Indonesia Tbk (sebelumnya Cahaya Kalbar Tbk) (CEKA) didirikan 03 Februari 1968 dengan nama CV Tjahaja Kalbar dan mulai beroperasi secara komersial pada tahun 1971. Kantor pusat CEKA terletak di Kawasan Industri Jababeka II, Jl. Industri Selatan 3 Blok GG No.1, Cikarang, Bekasi 17550, Jawa Barat – Indonesia, sedangkan lokasi pabrik terletak di Kawasan Industri Jababeka, Cikarang, Jawa Barat dan Pontianak, Kalimantan Barat. Wilmar Cahaya Indonesia Tbk merupakan perusahaan dibawah Grup *Wilmar International Limited*. *Wilmar International Limited* adalah sebuah perusahaan yang mencatatkan sahamnya di Bursa Efek Singapura. Ruang lingkup kegiatan CEKA meliputi bidang industri makanan berupa industri minyak nabati (minyak kelapa sawit beserta produk-produk turunannya), biji tengkawang, minyak tengkawang dan minyak nabati spesialitas untuk industri makanan & minuman; bidang perdagangan lokal, ekspor, impor, dan berdagang hasil bumi, hasil hutan, berdagang barang-barang keperluan sehari-hari. Saat ini produk utama yang dihasilkan CEKA adalah *Crude Palm Oil* (CPO) dan *Palm Kernel* serta turunannya.

3. PT. Delta Djakarta Tbk (DLTA)

Delta Djakarta Tbk (DLTA) didirikan tanggal 15 Juni 1970 dan memulai kegiatan usaha komersialnya pada tahun 1933. Kantor pusat DLTA dan pabriknya berlokasi di Jalan Inspeksi Tarum Barat, Bekasi Timur – Jawa Barat. Pabrik “*Anker Bir*” didirikan pada tahun 1932 dengan nama Archipel Brouwerij. Dalam perkembangannya, kepemilikan dari pabrik ini telah mengalami beberapa kali perubahan hingga berbentuk PT Delta Djakarta pada tahun 1970. DLTA merupakan salah satu anggota dari *San Miguel Group*, Filipina. Induk usaha DLTA adalah *San*

Miguel Malaysia (L) *Private Limited*, Malaysia. Sedangkan Induk usaha utama DLTA adalah *Top Frontier Investment Holdings, Inc*, berkedudukan di Filipina. Ruang lingkup kegiatan DLTA yaitu terutama untuk memproduksi dan menjual bir pilsener dan bir hitam dengan merek “*Anker*”, “*Carlsberg*”, “*San Miguel*”, “*San Mig Light*” dan “Kuda Putih”. DLTA juga memproduksi dan menjual produk minuman non-alkohol dengan merek “Sodaku”.

4. PT. Indofood CBP Sukses Makmur Tbk (ICBP)

CBP Sukses Makmur Tbk (ICBP) didirikan 02 September 2009 dan mulai beroperasi secara komersial pada tahun 1 Oktober 2009. ICBP merupakan hasil pengalihan kegiatan usaha Divisi Mi Instan dan Divisi Penyedap Indofood Sukses Makmur Tbk (INDF), pemegang saham pengendali. Kantor pusat Indofood CBP berlokasi di Sudirman Plaza, Indofood Tower, Lantai 23, Jl. Jend. Sudirman, Kav. 76-78, Jakarta 12910, Indonesia, sedangkan pabrik perusahaan dan anak usaha berlokasi di pulau Jawa, Sumatera, Kalimantan, Sulawesi dan Malaysia.

5. PT. Indofood Sukses Makmur Tbk (INDF)

PT Indofood Sukses Makmur Tbk didirikan di Republik Indonesia pada tanggal 14 Agustus 1990 dengan nama PT Panganjaya Intikusuma, berdasarkan akta notaris Benny Kristianto, S.H., No. 228. Ruang lingkup kegiatan perusahaan terdiri dari, antara lain, pembuatan mie, penggilingan tepung terigu, kemasan, jasa manajemen, serta penelitian dan pengembangan. Saat ini, perusahaan terutama bergerak di bidang pembuatan mie dan penggilingan tepung terigu. Kantor pusat perusahaan berlokasi di Sudirman Plaza, Indofood Tower, Lantai 27, Jl. Jend. Sudirman, Kav. 76 - 78, Jakarta, Indonesia, sedangkan pabriknya berlokasi di berbagai tempat di pulau Jawa, Sumatera, Kalimantan dan Sulawesi. Perusahaan mulai beroperasi secara komersial pada tahun 1990.

6. Profil PT Indospring Tbk (INDS)

Indospring Tbk (INDS) didirikan tanggal 05 Mei 1978 dan memulai kegiatan usaha komersialnya pada tahun 1979. Kantor pusat INDS terletak di Jalan Mayjend

Sungkono No. 10, Segoromadu, Gresik 61123, Jawa Timur – Indonesia. Pemegang saham yang memiliki 5% atau lebih saham Indospring Tbk adalah PT Indoprima Gemilang (induk usaha) (88,11%), yang didirikan di Surabaya – Indonesia dengan nama PT Indokalmo berlokasi pada Jl. Gardu Induk PLN No. 5, Tandes, Surabaya, Jawa Timur. Induk usaha utama Indospring adalah PT Indoprima Investama yang juga berlokasi sama dengan PT Indoprima Gemilang. Berdasarkan Anggaran Dasar Perusahaan, ruang lingkup kegiatan INDS bergerak dalam bidang industri spare parts kendaraan bermotor khususnya pegas, yang berupa *leaf spring* (pegas daun), *coil spring* (pegas spiral) memiliki 2 produk turunan yaitu *hot coil spring* dan *cold coil spring*, *valve spring* (pegas katup) dan *wire ring*. Pada tanggal 26 Juni 1990, INDS memperoleh pernyataan efektif dari Bapepam-LK untuk melakukan Penawaran Umum Perdana Saham INDS (IPO) kepada masyarakat sebanyak 3.000.000 dengan nilai nominal Rp1.000,- per saham dengan harga penawaran Rp9.000,- per saham. Saham-saham tersebut dicatatkan pada Bursa Efek Indonesia (BEI) pada tanggal 10 Agustus 1990.

7. PT. Mayora Indah Tbk (MYOR)

Mayora Indah Tbk (MYOR) didirikan 17 Februari 1977 dan mulai beroperasi secara komersial pada bulan Mei 1978. Kantor pusat Mayora berlokasi di Gedung Mayora, Jl. Tomang Raya No. 21-23, Jakarta 11440 – Indonesia, dan pabrik terletak di Tangerang dan Bekasi. Ruang lingkup kegiatan Mayora adalah menjalankan usaha dalam bidang industri, perdagangan serta agen/perwakilan. Saat ini, Mayora menjalankan bidang usaha industri biskuit (Roma, Danisa, Royal Choice, Better, Muuch Better, Slai O Lai, Sari Gandum, Sari Gandum Sandwich, Coffeejoy, Chees'kress.), kembang gula (Kopiko, KIS, Tamarin dan Juizy Milk), wafer (beng beng, Astor, Roma), coklat (Choki-choki), kopi (Torabika dan Kopiko) dan makanan kesehatan (Energen) serta menjual produknya di pasar lokal dan luar negeri.

8. PT. Nippon Indosari Corpindo Tbk (ROTI)

Nippon Indosari Corpindo Tbk (ROTI) (Sari Roti) didirikan 08 Maret 1995 dengan nama PT Nippon Indosari Corporation dan mulai beroperasi komersial pada tahun 1996. Kantor pusat dan salah satu pabrik ROTI berkedudukan di Kawasan Industri MM 2100 Jl. Selayar blok A9, Desa Mekarwangi, Cikarang Barat, Bekasi 17530 – Jawa Barat, dan pabrik lainnya berlokasi di Kawasan Industri Jababeka Cikarang blok U dan W – Bekasi, Pasuruan, Semarang, Makassar, Purwakarta, Palembang, Cikande dan Medan. Ruang lingkup usaha utama ROTI bergerak di bidang pabrikasi, penjualan dan distribusi roti (roti tawar, roti manis, roti berlapis, *cake* dan *bread crumb*) dengan merek "Sari Roti". Pendapatan utama ROTI berasal dari penjualan roti tawar dan roti manis.

9. PT. Sekar Laut Tbk (SKLT)

Sekar Laut Tbk (SKLT) didirikan 19 Juli 1976 dan mulai beroperasi secara komersial pada tahun 1976. Kantor pusat SKLT berlokasi di Wisma Nugra Santana, Lt. 7, Suite 707, Jln. Jend. Sudirman Kav. 7-8, Jakarta 10220 dan Kantor cabang berlokasi di Jalan Raya Darmo No. 23-25, Surabaya, serta Pabrik berlokasi di Jalan Jenggolo II/17 Sidoarjo. Ruang lingkup kegiatan SKLT meliputi bidang industri pembuatan kerupuk, saos tomat, sambal, bumbu masak dan makan ringan serta menjual produknya di dalam negeri maupun di luar negeri. Produk-produknya dipasarkan dengan merek FINNA.

10. PT Selamat Sempurna Tbk (SMSM)

Selamat Sempurna Tbk (SMSM) didirikan di Indonesia pada tanggal 19 Januari 1976 dan memulai kegiatan operasi komersialnya sejak tahun 1980. Kantor pusat SMSM berlokasi di Wisma ADR, Jalan Pluit Raya I No. 1, Jakarta Utara 14440 – Indonesia, sedangkan pabriknya berlokasi di Jakarta dan Tangerang. Pemegang saham yang memiliki 5% atau lebih saham Selamat Sempurna Tbk adalah PT Adrindo Inti Perkasa, dengan persentase kepemilikan sebesar 58,13%. Berdasarkan Anggaran Dasar Perusahaan, ruang lingkup kegiatan SMSM terutama adalah bergerak dalam bidang industri alat-alat perlengkapan (suku cadang) dari berbagai

macam alat-alat mesin pabrik dan kendaraan, dan yang sejenisnya. Merek produk dari Selamat Sempurna Tbk, antara lain: merek Sakura untuk produk S/F dan Filtration; dan merek ADR untuk produk radiator, *dump hoist*, *coolant* dan *brake parts*. Pada tanggal 13 Agustus 1996, SMSM memperoleh pernyataan efektif dari BAPEPAM-LK untuk melakukan penawaran umum perdana Saham SMSM (IPO) kepada masyarakat sebanyak 34.400.000 saham dengan nilai nominal Rp500,- per saham dan harga penawaran Rp1.700,- per saham. Saham-saham tersebut dicatatkan pada Bursa Efek Indonesia (BEI) pada tanggal 09 September 1996. Sehubungan dengan transaksi penggabungan usaha (*Merger*) SMSM dengan *Andhi Chandra Automotive Products Tbk* (anak usaha), yang berlaku efektif pada tanggal 28 Desember 2006, SMSM menerbitkan saham baru sejumlah 141.000.060 saham dengan nilai nominal Rp100,- per saham. Saham-saham tersebut.

11. PT. Ultrajaya Milk Industry & Trading Company Tbk (ULTJ)

Ultrajaya Milk Industry & Trading Company Tbk (ULTJ) didirikan tanggal 2 Nopember 1971 dan mulai beroperasi secara komersial pada awal tahun 1974. Kantor pusat dan pabrik Ultrajaya berlokasi di Jl. Raya Cimareme 131 Padalarang – 40552, Kab. Bandung Barat. ruang lingkup kegiatan Ultrajaya bergerak dalam bidang industri makanan dan minuman, dan bidang perdagangan. Di bidang minuman Ultrajaya memproduksi rupa-rupa jenis minuman seperti susu cair, sari buah, teh, minuman tradisional dan minuman kesehatan, yang diolah dengan teknologi UHT (*Ultra High Temperature*) dan dikemas dalam kemasan karton aseptik. Di bidang makanan Ultrajaya memproduksi susu kental manis, susu bubuk, dan konsentrat buah-buahan tropis. Ultrajaya memasarkan hasil produksinya dengan cara penjualan langsung (*direct selling*), melalui pasar modern (*modern trade*).

Penjualan langsung dilakukan ke toko-toko, P&D, kios-kios, dan pasar tradisional lain dengan menggunakan armada milik sendiri. Penjualan tidak langsung dilakukan melalui agen/distributor yang tersebar di seluruh wilayah kepulauan Indonesia. Perusahaan juga melakukan penjualan ekspor ke beberapa negara.

Merek utama dari produk-produk Ultrajaya, antara lain: susu cair (*Ultra Milk*, *Ultra Mimi*, *Susu Sehat*, *Low Fat Hi Cal*), teh (Teh Kotak dan Teh Bunga), minuman kesehatan dan lainnya (*Sari Asam*, *Sari Kacang Ijo* dan *Coco Pandan Drink*), susu bubuk (*Morinaga*, diproduksi untuk PT Sanghiang Perkasa yang merupakan anak usaha dari Kalbe Farma Tbk (KLBF)), susu kental manis (*Cap Sapi*) dan konsentrat buah-buahan (*Ultra*).

4.1.2 Deskripsi Variabel Penelitian

Dalam penelitian ini terdapat empat variabel independen (variabel bebas) yaitu variabel *Free cash flow* (FCF) sebagai X1, kebijakan hutang (DER) sebagai X2, Likuiditas (CR) sebagai X3, Kepemilikan manajerial (KM) sebagai X4 dan satu variabel dependen (variabel terikat) yaitu kebijakan dividen (DPR) sebagai Y. Berikut adalah data hasil perhitungan dari masing-masing variabel:

4.1.2.1 Variabel Dependen

1. Kebijakan Dividen (Y)

Kebijakan dividen adalah persentase keuntungan yang dibayarkan kepada pemegang saham dalam bentuk dividen tunai, pemeliharaan stabilitas dividen dari waktu ke waktu, pembagian dividen saham, dan pembelian kembali saham. Rasio pembayaran dividen juga menentukan jumlah laba ditahan perusahaan dan harus dievaluasi dalam rangka tujuan memaksimalkan kekayaan pemegang saham. Dalam penelitian ini, kebijakan dividen diproksikan dengan menggunakan *dividend payout ratio*. *Dividen payout ratio* mengukur proporsi laba bersih dari satu lembar saham biasa yang dibayarkan dalam bentuk dividen.

$$\text{Dividend payout ratio} = \frac{\text{dividen per share (DPS)}}{\text{earning per share (EPS)}}$$

Tabel 4.1 Hasil Perhitungan kebijakan dividen

| NO | KODE | DPR | | | | RATA-RATA |
|----|------|-------|-------|-------|-------|-----------|
| | | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | |
| 1 | INTP | 1,839 | 2,249 | 1,103 | 1,478 | 0,705 |

| | | | | | | |
|----|------|-------|-------|-------|--------|-------|
| 2 | SMBR | 0,442 | 0,482 | 0,631 | 0,561 | 0,678 |
| 3 | SMGR | 1,106 | 0,027 | 0,525 | 0,095 | 0,682 |
| 4 | WTON | 0,240 | 0,208 | 0,286 | 1,040 | 0,690 |
| 5 | ARNA | 0,302 | 0,559 | 0,541 | 0,496 | 0,697 |
| 6 | INAI | 0,451 | 0,470 | 0,566 | 3,968 | 0,705 |
| 7 | BUDI | 0,246 | 0,357 | 0,351 | 0,402 | 0,683 |
| 8 | DPNS | 0,333 | 0,106 | 0,505 | 0,414 | 0,694 |
| 9 | EKAD | 0,147 | 0,170 | 0,271 | 0,255 | 0,707 |
| 10 | IGAR | 0,054 | 0,109 | 0,109 | 0,109 | 0,726 |
| 11 | IMPC | 0,454 | 0,413 | 0,835 | 0,460 | 0,750 |
| 12 | CPIN | 0,367 | 0,202 | 0,531 | 0,345 | 0,758 |
| 13 | JPFA | 0,594 | 0,535 | 0,356 | 0,211 | 0,775 |
| 14 | FASW | 0,757 | 0,286 | 0,588 | 1,290 | 0,790 |
| 15 | ASII | 0,371 | 0,373 | 0,422 | 0,507 | 0,793 |
| 16 | INDS | 0,289 | 0,593 | 0,647 | 1,117 | 0,810 |
| 17 | SMSM | 0,567 | 5,196 | 0,573 | 0,696 | 0,818 |
| 18 | KBLM | 0,127 | 0,275 | 0,290 | 1,706 | 0,768 |
| 19 | SCCO | 0,229 | 0,284 | 0,238 | 0,432 | 0,778 |
| 20 | CEKA | 0,831 | 0,289 | 0,276 | 0,327 | 0,806 |
| 21 | DLTA | 0,515 | 0,616 | 1,204 | 2,529 | 0,830 |
| 22 | ICBP | 0,548 | 0,577 | 0,314 | 0,393 | 0,804 |
| 23 | INDF | 0,537 | 0,702 | 0,334 | 0,385 | 0,829 |
| 24 | MYOR | 0,295 | 0,350 | 0,323 | 0,326 | 0,855 |
| 25 | ROTI | 0,513 | 0,283 | 0,253 | 0,887 | 0,899 |
| 26 | SKLT | 0,135 | 0,136 | 0,124 | 0,219 | 0,937 |
| 27 | ULTJ | 0,117 | 0,002 | 0,145 | 0,123 | 1,015 |
| 28 | HMSP | 0,989 | 0,922 | 0,994 | 1,624 | 1,117 |
| 29 | DVLA | 0,688 | 0,595 | 0,539 | 0,739 | 1,115 |
| 30 | KAEF | 0,161 | 0,244 | 5,236 | 1,582 | 1,183 |
| 31 | KLBF | 0,794 | 0,477 | 0,494 | 0,447 | 1,079 |
| 32 | SIDO | 0,725 | 0,986 | 0,792 | 0,829 | 1,184 |
| 33 | TSPC | 0,404 | 0,333 | 0,302 | 0,270 | 1,272 |
| 34 | KINO | 0,326 | 0,257 | 0,158 | 1,295 | 1,587 |
| 35 | UNVR | 0,948 | 0,766 | 1,243 | 1,033 | 2,126 |
| 36 | CINT | 0,189 | 0,647 | 0,536 | 11,643 | 3,254 |

Sumber : Data diolah oleh peneliti (2022)

Berdasarkan tabel 4.1 diketahui bahwa nilai rata-rata *dividend payout ratio* (DPR) tertinggi sebesar 3,255 yang diperoleh perusahaan *Chitose International TBK* (CINT) dan nilai terendah sebesar 0,095 pada perusahaan *Ultra Jaya Milk Industry and Trading Company Tbk (ULTJ)*.

4.1.2.2 Variabel Independen

1. *Free Cash Flow* (X1)

Menurut Subramanyam & Wild (2017) menyatakan *Free Cash Flow* atau arus kas bebas merupakan aktivitas operasi dikurangi pengeluaran modal neto yang digunakan guna mempertahankan kapasitas produktif dan dividen saham preferen dan saham biasa dengan penilaian dalam kebijakan pembayaran. Definisi lainnya adalah laba operasi neto setelah pajak dikurangi kenaikan pada aset operasi neto, kenaikan aset operasi neto merupakan perubahan modal kerja untuk arus kas neto dari operasi dan kenaikan aset operasi jangka panjang.

$$FCF = \frac{\text{Arur Kas Operasi} - \text{Arus Kas Investasi}}{\text{Total Aset}}$$

Tabel 4.2 Hasil Perhitungan *Free Cash Flow*

| NO | KODE | FCF | | | | RATA-RATA |
|----|------|-------|-------|--------|--------|-----------|
| | | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | |
| 1 | INTP | 0,123 | 0,090 | 0,165 | 0,154 | 0,165 |
| 2 | SMBR | 0,116 | 0,071 | 0,074 | 0,090 | 0,166 |
| 3 | SMGR | 0,127 | 0,122 | 0,285 | 0,121 | 0,169 |
| 4 | WTON | 0,154 | 0,132 | 0,158 | 0,127 | 0,169 |
| 5 | ARNA | 0,199 | 0,270 | 0,229 | 0,256 | 0,169 |
| 6 | INAI | 0,043 | 0,181 | -0,121 | -0,010 | 0,167 |
| 7 | BUDI | 0,065 | 0,060 | 0,104 | 0,087 | 0,172 |
| 8 | DPNS | 0,058 | 0,023 | -0,029 | 0,069 | 0,175 |
| 9 | EKAD | 0,100 | 0,121 | 0,150 | 0,224 | 0,180 |
| 10 | IGAR | 0,243 | 0,064 | 0,226 | 0,127 | 0,182 |
| 11 | IMPC | 0,063 | 0,050 | 0,113 | 0,127 | 0,182 |
| 12 | CPIN | 0,105 | 0,240 | 0,215 | 0,213 | 0,186 |

| | | | | | | |
|----|------|--------|--------|--------|-------|-------|
| 13 | JPFA | 0,107 | 0,176 | 0,189 | 0,234 | 0,186 |
| 14 | FASW | 0,155 | 0,252 | 0,179 | 0,106 | 0,186 |
| 15 | ASII | 0,129 | 0,167 | 0,095 | 0,073 | 0,187 |
| 16 | INDS | 0,140 | 0,088 | 0,125 | 0,121 | 0,190 |
| 17 | SMSM | 0,224 | 0,264 | 0,254 | 0,303 | 0,194 |
| 18 | KBLM | -0,002 | 0,057 | -0,048 | 0,075 | 0,190 |
| 19 | SCCO | -0,001 | -0,024 | 0,041 | 0,335 | 0,200 |
| 20 | CEKA | 0,191 | 0,255 | 0,338 | 0,133 | 0,206 |
| 21 | DLTA | 0,264 | 0,236 | 0,200 | 0,269 | 0,205 |
| 22 | ICBP | 0,257 | 0,273 | 0,253 | 0,428 | 0,202 |
| 23 | INDF | 0,142 | 0,178 | 0,145 | 0,316 | 0,195 |
| 24 | MYOR | 0,121 | 0,094 | 0,270 | 0,244 | 0,195 |
| 25 | ROTI | 0,162 | 0,151 | 0,213 | 0,208 | 0,196 |
| 26 | SKLT | 0,037 | 0,062 | 0,115 | 0,141 | 0,197 |
| 27 | ULTJ | 0,284 | 0,300 | 0,206 | 0,440 | 0,208 |
| 28 | HMSP | 0,365 | 0,426 | 0,338 | 0,258 | 0,197 |
| 29 | DVLA | 0,166 | 0,051 | 0,217 | 0,084 | 0,178 |
| 30 | KAEF | 0,134 | 0,147 | 0,015 | 0,089 | 0,185 |
| 31 | KLBF | 0,188 | 0,224 | 0,217 | 0,229 | 0,200 |
| 32 | SIDO | 0,314 | 0,340 | 0,276 | 0,294 | 0,197 |
| 33 | TSPC | 0,110 | 0,105 | 0,150 | 0,151 | 0,170 |
| 34 | KINO | 0,086 | 0,088 | 0,074 | 0,060 | 0,184 |
| 35 | UNVR | 0,458 | 0,306 | 0,490 | 0,441 | 0,237 |
| 36 | CINT | 0,136 | 0,014 | 0,026 | 0,026 | 0,050 |

Sumber : Data diolah oleh peneliti (2022)

Bedasarkan tabel 4.2 diketahui bahwa nilai rata-rata *Free Cash Flow* (FCF) tertinggi sebesar 0,425 yang diperoleh perusahaan Unilever Indonesia Tbk (UNVR) dan nilai terendah sebesar 0,023 pada perusahaan *Indal Aluminium Industry Tbk* (INAI) dan perusahaan Kabelindo Murni Tbk (KBLM).

2. Kebijakan Hutang (X2).

Kebijakan hutang adalah kebijakan yang digunakan perusahaan guna melakukan pembiayaan melalui utang. Kebijakan hutang berfungsi sebagai alat monitoring terhadap tindakan manajemen dalam pengambilan keputusan pendanaan dalam

mengelola perusahaan. Menurut Kresna & Ardini (2020) menyatakan keputusan pendanaan secara sederhana dapat diartikan sebagai keputusan manajemen dalam menentukan sumber pendanaan dari modal internal berupa modal ditahan, modal sendiri, dan melalui hutang.

$$DER = \frac{\text{Total Debt}}{\text{Total Equity}}$$

Tabel 4.3 Hasil Perhitungan Kebijakan Hutang

| NO | KODE | DER | | | | RATA-RATA |
|----|------|-------|-------|-------|-------|-----------|
| | | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | |
| 1 | INTP | 0,175 | 0,197 | 0,200 | 0,233 | 0,748 |
| 2 | SMBR | 0,483 | 0,594 | 0,600 | 0,683 | 0,764 |
| 3 | SMGR | 0,633 | 0,563 | 1,296 | 1,138 | 0,769 |
| 4 | WTON | 1,572 | 1,831 | 1,947 | 1,510 | 0,765 |
| 5 | ARNA | 0,556 | 0,507 | 0,529 | 0,510 | 0,735 |
| 6 | INAI | 3,376 | 3,609 | 2,799 | 3,343 | 0,742 |
| 7 | BUDI | 1,460 | 1,766 | 1,334 | 1,241 | 0,657 |
| 8 | DPNS | 0,152 | 0,160 | 0,128 | 0,114 | 0,630 |
| 9 | EKAD | 0,202 | 0,178 | 0,136 | 0,136 | 0,647 |
| 10 | IGAR | 0,161 | 0,181 | 0,150 | 0,122 | 0,665 |
| 11 | IMPC | 0,780 | 0,727 | 0,776 | 0,840 | 0,685 |
| 12 | CPIN | 0,562 | 0,426 | 0,393 | 0,334 | 0,681 |
| 13 | JPFA | 1,304 | 1,255 | 1,240 | 1,274 | 0,692 |
| 14 | FASW | 1,849 | 1,557 | 1,291 | 1,512 | 0,667 |
| 15 | ASII | 0,890 | 0,977 | 0,885 | 0,730 | 0,626 |
| 16 | INDS | 0,135 | 0,131 | 0,102 | 0,102 | 0,615 |
| 17 | SMSM | 0,336 | 0,303 | 0,272 | 0,275 | 0,640 |
| 18 | KBLM | 0,561 | 0,581 | 0,514 | 0,220 | 0,658 |
| 19 | SCCO | 0,471 | 0,431 | 0,401 | 0,143 | 0,668 |
| 20 | CEKA | 0,542 | 0,197 | 0,231 | 0,243 | 0,686 |
| 21 | DLTA | 0,171 | 0,186 | 0,175 | 0,202 | 0,710 |
| 22 | ICBP | 0,556 | 0,513 | 0,451 | 1,059 | 0,745 |
| 23 | INDF | 0,877 | 0,934 | 0,775 | 1,061 | 0,752 |
| 24 | MYOR | 1,028 | 1,059 | 0,921 | 0,755 | 0,740 |

| | | | | | | |
|----|------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 25 | ROTI | 0,617 | 0,506 | 0,514 | 0,379 | 0,723 |
| 26 | SKLT | 1,069 | 1,203 | 1,079 | 0,902 | 0,743 |
| 27 | ULTJ | 0,233 | 0,164 | 0,169 | 0,831 | 0,711 |
| 28 | HMSP | 0,265 | 0,318 | 0,427 | 0,643 | 0,752 |
| 29 | DVLA | 0,470 | 0,402 | 0,401 | 0,498 | 0,794 |
| 30 | KAEF | 1,370 | 1,819 | 1,476 | 1,472 | 0,844 |
| 31 | KLBF | 0,196 | 0,186 | 0,213 | 0,235 | 0,729 |
| 32 | SIDO | 0,091 | 0,150 | 0,015 | 0,195 | 0,834 |
| 33 | TSPC | 0,463 | 0,449 | 0,446 | 0,428 | 1,014 |
| 34 | KINO | 0,575 | 0,643 | 0,737 | 1,039 | 1,203 |
| 35 | UNVR | 2,655 | 1,576 | 2,909 | 3,159 | 1,430 |
| 36 | CINT | 0,247 | 0,264 | 0,338 | 0,292 | 0,285 |

Sumber : Data diolah oleh peneliti (2022)

Bedasarkan tabel 4.3 diketahui bahwa nilai rata-rata Kebijakan Hutang (DER) tertinggi sebesar 3,282 yang diperoleh perusahaan *Indal Aluminium Industry Tbk* (INAI) dan nilai terendah sebesar 0,113 pada perusahaan *Industri Jamu dan Farmasi Sido Tbk* (SIDO).

3. Likuiditas (X3)

Menurut Subramanyam & Wild (2017) likuiditas mengarah pada ketersediaan sumber daya perusahaan guna memenuhi kebutuhan kas jangka pendek. Risiko likuiditas jangka pendek pada perusahaan dipengaruhi adanya penentuan waktu arus kas masuk dan arus kas keluar bersamaan dengan prospek untuk kinerja masa depan. Aktivitas operasi perusahaan serta kemampuan untuk menghasilkan laba dari penjualan produk dan jasa mapun kebutuhan pada ukuran modal kerja merupakan analisis dari likuiditas.

$$CR = \frac{\text{Aktiva lancar}}{\text{Utang lancar}}$$

Tabel 4.4 Hasil Perhitungan Likuiditas

| NO | KODE | CR |
|----|------|----|
|----|------|----|

| | | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | RATA-RATA |
|----|------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------------|
| 1 | INTP | 3,703 | 3,137 | 3,283 | 2,917 | 4,509 |
| 2 | SMBR | 1,680 | 2,134 | 2,288 | 1,330 | 4,545 |
| 3 | SMGR | 1,568 | 1,951 | 1,361 | 1,353 | 4,624 |
| 4 | WTON | 1,032 | 1,119 | 1,157 | 1,115 | 4,717 |
| 5 | ARNA | 1,626 | 1,736 | 1,736 | 1,964 | 4,830 |
| 6 | INAI | 0,993 | 1,023 | 1,078 | 1,112 | 4,928 |
| 7 | BUDI | 1,007 | 1,003 | 1,006 | 1,144 | 5,058 |
| 8 | DPNS | 9,621 | 7,736 | 21,705 | 208,445 | 5,196 |
| 9 | EKAD | 4,519 | 5,091 | 6,917 | 8,105 | 3,172 |
| 10 | IGAR | 6,502 | 5,763 | 7,719 | 10,480 | 3,061 |
| 11 | IMPC | 3,606 | 3,564 | 2,452 | 2,074 | 2,886 |
| 12 | CPIN | 2,317 | 2,979 | 2,538 | 2,526 | 2,885 |
| 13 | JPFA | 2,346 | 1,798 | 1,663 | 1,955 | 2,897 |
| 14 | FASW | 0,742 | 1,173 | 0,704 | 0,809 | 2,938 |
| 15 | ASII | 1,229 | 1,126 | 1,291 | 1,543 | 3,033 |
| 16 | INDS | 5,125 | 5,211 | 5,828 | 6,167 | 3,116 |
| 17 | SMSM | 3,739 | 3,943 | 4,637 | 5,761 | 2,992 |
| 18 | KBLM | 1,263 | 1,304 | 1,364 | 1,907 | 2,912 |
| 19 | SCCO | 1,742 | 1,908 | 2,095 | 4,400 | 2,993 |
| 20 | CEKA | 2,224 | 5,113 | 4,800 | 4,663 | 3,019 |
| 21 | DLTA | 8,638 | 7,198 | 8,050 | 7,498 | 2,946 |
| 22 | ICBP | 2,428 | 1,952 | 2,536 | 2,258 | 2,619 |
| 23 | INDF | 1,503 | 1,066 | 1,272 | 1,373 | 2,642 |
| 24 | MYOR | 2,386 | 2,655 | 3,440 | 3,694 | 2,745 |
| 25 | ROTI | 2,259 | 3,571 | 1,693 | 3,830 | 2,720 |
| 26 | SKLT | 1,263 | 1,224 | 1,290 | 1,537 | 2,710 |
| 27 | ULTJ | 4,192 | 4,398 | 4,444 | 2,403 | 2,848 |
| 28 | HMSP | 5,272 | 4,302 | 3,276 | 2,454 | 2,735 |
| 29 | DVLA | 2,662 | 2,889 | 2,913 | 2,519 | 2,599 |
| 30 | KAEF | 1,546 | 1,423 | 0,994 | 0,898 | 2,578 |
| 31 | KLBF | 4,509 | 4,658 | 4,355 | 4,116 | 2,805 |
| 32 | SIDO | 7,812 | 4,201 | 4,198 | 3,664 | 2,484 |
| 33 | TSPC | 2,521 | 2,516 | 2,781 | 2,959 | 1,863 |
| 34 | KINO | 1,654 | 1,501 | 1,347 | 1,194 | 1,586 |
| 35 | UNVR | 0,563 | 0,711 | 0,664 | 0,626 | 1,667 |

| | | | | | | |
|----|------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 36 | CINT | 3,190 | 2,708 | 2,377 | 2,494 | 2,692 |
|----|------|-------|-------|-------|-------|-------|

Sumber : Data diolah oleh peneliti (2022)

Bedasarkan tabel 4.4 diketahui bahwa nilai rata-rata Likuiditas (CR) tertinggi sebesar 61,877 yang diperoleh perusahaan Duta Pertiwi Nusantara TBK (DPNS) dan nilai terendah sebesar 0,641 pada perusahaan Unilever Indonesia TBK (UNVR).

4. Kepemilikan Manajerial (X4)

Kepemilikan manajerial ini diukur dengan proporsi saham yang dimiliki pihak manajemen perusahaan pada akhir tahun yang dinyatakan dalam persentase (Widyastuti, 2018). kepemilikan manajerial yaitu kepemilikan manajerial dalam kaitannya dengan kebijakan dividen mempunyai peranan penting yaitu mengendalikan kebijakan keuangan perusahaan agar sesuai dengan keinginan pemegang saham dan kebijakan dividen dapat mengurangi konflik antara pemegang saham dan agen. Keinginan pemegang saham dan agen dapat tercapai bila hasil yang diperoleh sesuai dengan yang diharapkan. Pemilik saham sekaligus pemilik saham juga tentu menginginkan adanya pencapaian atas kinerja perusahaan yang baik dengan begitu perusahaan mampu membagikan dividen dengan yang sesuai diharapkan.

$$\text{Kepemilikan Manajerial} = \frac{\text{Jumlah saham yang dimiliki manajerial}}{\text{jumlah saham yang beredar}} \times 100$$

Tabel 4.5 Hasil Perhitungan Kepemilikan Manajerial

| NO | KODE | KM | | | | RATA-RATA |
|----|------|--------|--------|--------|--------|-----------|
| | | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | |
| 1 | INTP | 0,000 | 0,000 | 0,000 | 0,000 | 4,776 |
| 2 | SMBR | 0,000 | 0,000 | 0,000 | 0,000 | 4,913 |
| 3 | SMGR | 0,000 | 0,000 | 0,000 | 0,000 | 5,057 |
| 4 | WTON | 0,000 | 0,191 | 0,038 | 0,856 | 5,210 |
| 5 | ARNA | 37,322 | 37,322 | 37,322 | 37,322 | 5,365 |
| 6 | INAI | 10,659 | 10,659 | 10,659 | 10,619 | 4,334 |
| 7 | BUDI | 0,000 | 0,000 | 0,000 | 0,000 | 4,123 |

| | | | | | | |
|----|------|--------|--------|--------|--------|-------|
| 8 | DPNS | 34,226 | 27,420 | 5,906 | 5,904 | 4,266 |
| 9 | EKAD | 0,000 | 0,000 | 0,000 | 0,000 | 3,762 |
| 10 | IGAR | 0,000 | 0,000 | 0,000 | 0,000 | 3,901 |
| 11 | IMPC | 1,686 | 1,686 | 1,686 | 1,686 | 4,052 |
| 12 | CPIN | 0,003 | 0,000 | 0,000 | 0,000 | 4,146 |
| 13 | JPFA | 0,000 | 0,000 | 0,000 | 0,000 | 4,319 |
| 14 | FASW | 8,450 | 8,450 | 0,000 | 0,000 | 4,507 |
| 15 | ASII | 0,040 | 0,050 | 0,061 | 0,058 | 4,519 |
| 16 | INDS | 0,435 | 0,435 | 0,409 | 0,409 | 4,732 |
| 17 | SMSM | 7,985 | 7,985 | 7,980 | 7,980 | 4,948 |
| 18 | KBLM | 8,929 | 8,929 | 8,929 | 33,929 | 4,788 |
| 19 | SCCO | 0,000 | 0,000 | 0,000 | 0,000 | 4,211 |
| 20 | CEKA | 0,756 | 0,756 | 0,000 | 0,000 | 4,458 |
| 21 | DLTA | 0,000 | 0,000 | 0,000 | 0,000 | 4,713 |
| 22 | ICBP | 0,000 | 0,000 | 0,000 | 0,000 | 5,028 |
| 23 | INDF | 0,016 | 0,017 | 0,016 | 0,016 | 5,387 |
| 24 | MYOR | 25,220 | 25,220 | 25,220 | 25,220 | 5,800 |
| 25 | ROTI | 0,000 | 0,000 | 0,000 | 0,000 | 4,182 |
| 26 | SKLT | 0,666 | 0,823 | 0,823 | 0,823 | 4,562 |
| 27 | ULTJ | 33,844 | 34,344 | 36,014 | 48,173 | 4,940 |
| 28 | HMSP | 0,000 | 0,000 | 0,000 | 0,000 | 1,256 |
| 29 | DVLA | 0,000 | 0,000 | 0,000 | 0,000 | 1,413 |
| 30 | KAEF | 0,001 | 0,001 | 0,000 | 0,000 | 1,614 |
| 31 | KLBF | 0,000 | 0,000 | 0,000 | 0,000 | 1,883 |
| 32 | SIDO | 0,000 | 0,000 | 0,000 | 0,000 | 2,260 |
| 33 | TSPC | 0,000 | 0,000 | 0,000 | 0,000 | 2,825 |
| 34 | KINO | 10,581 | 10,754 | 9,978 | 12,491 | 3,767 |
| 35 | UNVR | 0,000 | 0,000 | 0,000 | 0,000 | 0,175 |
| 36 | CINT | 0,350 | 0,350 | 0,350 | 0,350 | 0,350 |

Sumber : Data diolah oleh peneliti (2022)

Bedasarkan tabel 4.5 diketahui bahwa nilai rata-rata Kepemilikan Manajerial (KM) tertinggi sebesar 38,094 yang diperoleh perusahaan *Ultra Jaya Milk Industry and Trading Company Tbk (ULTJ)* dan nilai terendah sebesar 0,000 pada perusahaan *Indocement Tunggal Prakasa Tbk (INTP)*, *Semen Baturaja Tbk (SMBR)*, *Semen*

Indonesia (Persero) Tbk (SMGR), Budi *Starch and Sweetener* Tbk (BUDI), *Ekadharna International* Tbk (EKAD), *Champion Pacific Indonesia* Tbk (IGAR), *Japfa Comfeed Indonesia* Tbk (JPFA), *Supreme Cable Manufacturing Corporation* Tbk (SCCO), Delta Djakarta Tbk (DLTA), Indofood CBP Sukses Makmur Tbk (ICBP), Nippon Indosari Corpindo Tbk (ROTI), Hanjaya Mandala Sampoerna Tbk (HMSP), Darya Varia Laboratoria Tbk (DVLA), Kabel Farma Tbk (KLBF), Industri Jamu dan Farmasi Sido Tbk (SIDO), *Tempo Scan Pacific* Tbk (TSPC), Unilever Indonesia TBK (UNVR).

4.2 Teknik Analisis Data

4.2.1 Hasil Pengujian Statistik Deskriptif

Pengujian statistik yang pertama adalah dengan melakukan pengujian statistik deskriptif. Statistik deskriptif digunakan untuk memberi gambaran atau mendeskripsikan tentang sampel yang di uji, dimana gambaran tentang sampel tersebut dapat di lihat dengan jumlah sampel yang digunakan, nilai sampel yang di uji baik nilai rata rata (*mean*) pada sampel yang di uji, untuk melihat lebih jelas tentang pengujian yang di lakukan maka dapat dilihat pada tabel pengujian statistik deskriptif dengan menggunakan alat pengujian *E-Views 9* sebagai berikut :

Tabel 4.6 Hasil Pengujian Statistik Deskriptif

| Variabel | Min | Max | Mean | Std Deviasi | N |
|----------|---------|---------|---------|-------------|-----|
| DPR | 0,00178 | 11,643 | 0,70539 | 1,1815 | 144 |
| FCF | -0,1211 | 0,48987 | 0,16528 | 0,10939 | 144 |
| DER | 0,01517 | 3,60927 | 0,74825 | 0,71478 | 144 |
| CR | 0,56333 | 208,445 | 4,50908 | 17,3065 | 144 |
| KM | 0 | 48,1726 | 4,77629 | 10,4139 | 144 |

Sumber: Data diolah dengan *Eviews 9* (2022)

Pada tabel 4.6 nilai minimum dari Size sebesar 26,94842 yang dimiliki oleh PT. Alfa Energi Investama, Tbk (FIRE) tahun 2020, Nilai maksimum sebesar 31,66656

yang dimiliki oleh PT. Elnusa, Tbk (ELSA) tahun 2018. Nilai rata – rata (mean) sebesar 28,94331 dan nilai standar deviasinya sebesar 1,467523.

Untuk nilai nilai minimum dari LEV sebesar -6,475390 yang dimiliki oleh PT. Ratu Prabu Energi, Tbk (ARTI) tahun 2020. Nilai maksimum sebesar 2,872140 yang dimiliki oleh PT. Timah, Tbk (TINS) tahun 2019. Nilai rata – rata (mean) sebesar 0,909289 dan nilai standar deviasinya sebesar 1,479735.

Untuk nilai nilai minimum dari UKD sebesar 2,000000 yang dimiliki oleh PT. Ratu Prabu Energi, Tbk (ARTI) tahun 2020, Nilai maksimum sebesar 6,000000 yang dimiliki oleh PT. Bukit Asam, Tbk (PTBA) tahun 2018. Nilai rata – rata (mean) sebesar 3,848485 dan nilai standar deviasinya sebesar 1,372070.

Untuk nilai nilai minimum dari RA sebesar 0,000000 yang dimiliki oleh PT. Ratu Prabu Energi, Tbk (ARTI) tahun 2020, Nilai maksimum sebesar 1,000000 yang dimiliki oleh PT. Bukit Asam, Tbk (PTBA) tahun 2018 . Nilai rata – rata (mean) sebesar 0,363636 dan nilai standar deviasinya sebesar 0,488504.

4.3 Metode Analisis Data

4.3.1 Pemilihan Model Data Panel

Untuk mengestimasi parameter model dengan data panel, terdapat beberapa teknik yang ditawarkan, yaitu *Common Effect*, *Fixed Effect*, *Random Effect* (Singagerda, 2018). Dari ketiga model yang telah di estimasi akan dipilih model mana yang paling tepat atau sesuai dengan tujuan penelitian. Berdasarkan karakteristik data dalam penelitian ini yang dilakukan pada jendela model yaitu : *F Test (Chow Test)*, *Hausman Test* dan *Langrangge Multiplier (LM) Test*.

4.3.2 Hasil Chow Test

Dilakukan untuk membandingkan atau memilih model mana yang terbaik antara *common effect* dan *fixed effect*. Hasil Uji *Chow* dalam penelitian ini dapat dilihat pada tabel 4.7 sebagai berikut :

Tabel 4.7 Hasil Chow Test

| Prob – F | Keputusan | Model Regresi |
|----------|-------------|---------------------|
| 0,0001 | H0 diterima | <i>Fixed Effect</i> |

Sumber: Data diolah peneliti,2022

Berdasarkan tabel 4.7 dalam pengujian *Chow Test* dasar pengambilan keputusannya adalah jika nilai Prob. *Cross-Section F* $< 0,05$ maka kita akan memilih *fixed effect*. Dan sebaliknya apabila nilai Prob. *Cross-Section F* $> 0,05$ maka kita akan memilih *common effect*. Berdasarkan hasil pengujian diatas diperoleh nilai Prob. *Cross-Section F* sebesar $0,0001 < 0,05$. Maka dari itu merupakan model *fixed effect* yang lebih baik dari *common effect*.

4.3.3 Hasil Hausman Test

Pengujian *Hausman Test* dilakukan untuk membandingkan atau memilih model mana yang terbaik antara *Fixed Effect* dan *Random Effect*.

Tabel 4.8 Hasil Hausman Test

| Prob – F | Keputusan | Model Regresi |
|----------|------------|---------------------|
| 0,7108 | H0 ditolak | <i>Fixed Effect</i> |

Sumber: Data diolah peneliti,2022

Berdasarkan tabel 4.8 dalam pengujian *Hausman Test* dasar pengambilan keputusannya adalah Jika *Hausman Test* menerima H1 atau Prob. *Cross-section random* $< 0,05$ maka metode yang kita pilih adalah *fixed effect*. Sebaliknya Jika *Hausman Test* menerima H1 atau Prob. *Cross-section random* $> 0,05$ maka metode yang kita pilih adalah *random effect*. Berdasarkan hasil pengujian diatas diperoleh

nilai H1 atau Prob. *Cross-section random* sebesar $0,7108 < 0,05$. Maka dari itu *fixed effect* merupakan model yang lebih baik dari *random effect*.

Dari dua uji pemilihan model dapat disimpulkan bahwa model *fixed effect* lebih baik daripada model *random effect* dan *common effect*, tanpa harus dilakukan uji selanjutnya (*LM Test*) (Pranyoto, 2019).

4.3.4 Uji Asumsi Klasik

4.3.4.1. Hasil Uji Normalitas

Uji normalitas digunakan untuk menguji apakah terdapat variabel pengganggu atau residual berdistribusi normal dalam model regresi. Uji t mengasumsikan bahwa residual mengikuti dsitribusi normal. Hasil uji normalitas dalam penelitian ini pada Tabel 4.9 yaitu sebagai berikut:

Tabel 4.9 Uji Normalitas

| Jarque-Bera | Probability | Kesimpulan |
|-------------|-------------|----------------------|
| 5,276203 | 0,071497 | Berdistribusi Normal |

Sumber: Data diolah peneliti,2022

Berdasarkan Tabel 4.9 nilai *jarque-bera* sebesar 5,276203 dan nilai Prob. sebesar $0,071497 > 0,05$ sehingga dapat disimpulkan bahwa data dalam penelitian ini terdistribusi dengan normal.

4.3.4.2. Hasil Uji Multikolinieritas

Uji multikolinieritas ini dilakukan bertujuan untuk menguji apakah model regresi memiliki hubungan linier antar variabel independen. Widarjono (2013), model regresi yang baik adalah model yang tidak memiliki hubungan linier antar variabel independen. Hasil uji multikolinieritas dapat dilihat pada tabel 4.10 sebagai berikut:

Tabel 4.10 Uji Multikolinieritas

| | DPR | FCF | DER | CR | KM |
|-----|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| DPR | 1,000000 | - 0,289132 | 0,299236 | - 0,360898 | -0,591992 |
| FCF | - 0,289132 | 1,000000 | 0,358549 | - 0,104558 | 0,432731 |
| DER | 0,299236 | 0,358549 | 1,000000 | - 0,310212 | -0,314609 |
| CR | - 0,360898 | - 0,104558 | - 0,310212 | 1,000000 | 0,225545 |
| KM | - 0,591992 | 0,432731 | - 0,314609 | 0,225545 | 1,000000 |

Sumber: Data diolah peneliti,2022

Berdasarkan tabel 4.10 Multikolinieritas dapat di deteksi dengan melihat nilai kolerasi parsial antar variabel independen jika, nilai korelasi parsial lebih kecil dari atau sama dengan 0,85 maka tidak terjadi masalah multikolinieritas, sebaliknya jika nilai korelasi parsial lebih besar dari 0,85 maka terjadi masalah multikolinieritas. Berdasarkan hasil uji multikolinieritas pada Tabel 4.10 diperoleh hasil berupa nilai korelasi masing-masing variabel $< 0,85$ menunjukkan tidak menolak H_0 atau tidak terjadi multikolinieritas. Berdasarkan dapat, disimpulkan bahwa data yang digunakan dalam penelitian ini tidak mengalami masalah multikolinieritas.

4.3.4.3. Hasil Uji Heteroskedastisitas

Heteroskedastisitas merupakan penyebaran titik data populasi yang berbeda pada regresi, situasi heteroskedastisitas ini yang akan menyebabkan penaksiran koefisien regresi menjadi bias, pengujian ini dilakukan untuk menguji apakah kesalahan pengganggu variabel mempunyai varian yang sama atau tidak untuk semua nilai variabel bebas model regresi yang baik adalah homogenitas atau tidak terjadi heteroskedastisitas. Pada penelitian ini memakai uji *white*, menurut (Ghozali, 2017) pengambilan keputusan uji *white* sebagai berikut :

1. Jika nilai Prob. *Chi-square* < 0.05 maka H_0 diterima, maka terdapat heterokedastisitas

2. Jika nilai Prob. *Chi-square* > 0.05 maka H0 ditolak, maka tidak terdapat heterokedastisitas

Tabel 4.11 Uji Heteroskedastisitas

| Prob. <i>Chi square</i> | Kesimpulan |
|--------------------------------|------------------------------------|
| 0,9681 | Tidak Terdapat Heteroskedastisitas |

Sumber: Data diolah peneliti, 2022

Berdasarkan Tabel 4.11 hasil pengujian heteroskedastisitas, diperoleh hasil berupa nilai probabilitas *chi square* sebesar 0,9739. Nilai ini lebih besar dari taraf signifikansi ($0,9681 > 0,05$), artinya H0 diterima atau tidak terdapat masalah heteroskedastisitas.

4.4 Hasil Analisis Data

4.4.1 Model Estimasi Regresi Data Panel

Analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah menggunakan analisis regresi data panel. Data panel adalah gabungan antara data runtut waktu (*time series*) dan data silang (*cross section*) (Singagerda, 2018). Penelitian ini dengan menggunakan RE (*Random Effect*) karena jumlah perusahaan lebih banyak dari pada jumlah variabel bebas. Persamaan data panel yang digunakan RE untuk mengetahui pengaruh *Free Cash Flow*, Kebijakan Hutang, Likuiditas dan Kepemilikan Manajerial terhadap Kebijakan Dividen adalah uji regresi data seperti berikut:

Tabel 4.12 Hasil Uji Regresi Data Panel

| Variabel | <i>Coefficient</i> | <i>t-Statistic</i> |
|-----------------|---------------------------|---------------------------|
| C | 1.426842 | 3.158610 |
| FCF | 0.045482 | 1.170081 |
| DER | -0.141960 | -0.413524 |
| CR | 0.019281 | 0.684605 |

| | | |
|---------------------------|----------|----------|
| KM | 0.030400 | 0.238595 |
| <i>R-squared</i> | 0.471205 | |
| <i>Adjusted R-squared</i> | 0.272907 | |
| <i>F-statistic</i> | 2.376247 | |
| <i>Prob.F-statistic</i> | 0.000265 | |

Sumber: Data diolah peneliti, 2022

Model estimasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah hasil estimasi *Fixed Effect Model*. Berdasarkan tabel 4.12 persamaan maka dapat diekspresikan dalam persamaan sebagai berikut:

$$DPR_{it} = \alpha + \beta_1 FCF_{it} + \beta_2 DER_{it} + \beta_3 CR_{it} + \beta_4 KM_{it} + e_{it}$$

$$DPR_{it} = 1.426842 + 0,045482FCF_{it} + (0.141960)DER_{it} + 0.019281CR_{it} + 0.030400KM_{it} + e$$

Dari persamaan diatas dapat disimpulkan beberapa hal, diantaranya :

1. Konstantan sebesar 1,426842, artinya walaupun variabel independen bernilai 0, kebijakan dividen tetap yaitu sebesar 1,426842.
2. Koefisien *free cash flow* positif, yaitu sebesar 0,045482 artinya jika *free cash flow* mengalami kenaikan sebesar 1 poin, maka kebijakan dividen akan naik sebesar 0,045482.
3. Koefisien kebijakan hutang negatif, yaitu sebesar -0.141960 artinya jika kebijakan hutang mengalami kenaikan sebesar 1 poin, maka kebijakan dividen akan turun sebesar -0.141960.
4. Koefisien likuiditas positif, yaitu sebesar 0.019281 artinya jika likuiditas mengalami kenaikan 1 poin, maka kebijakan dividen akan naik sebesar 0.019281.

5. Koefisien kepemilikan manajerial positif, yaitu sebesar 0.030400 artinya jika kepemilikan manajerial mengalami kenaikan 1 poin, maka kebijakan dividen akan naik sebesar 0.030400.

4.4.2 Uji Koefisien Determinasi (R^2)

Menurut Sujarweni (2019) adalah koefisien determinasi (R^2) digunakan untuk mengukur seberapa jauh kemampuan variabel-variabel dependen. Nilai determinasi (R^2) yaitu antara nol dan satu, jika nilai R^2 kecil maka kemampuan variabel independen dalam menjelaskan variabel dependen sangat terbatas. Jika nilainya sama dengan nol, maka variabel independen tidak berpengaruh terhadap variabel dependen. Jika nilainya mendekati angka 1 maka variabel independen berpengaruh sempurna terhadap variabel dependen. Koefisien Determinasi (R^2) dilakukan untuk menguji pengaruh variabel independen, yaitu *free cash flow*, kebijakan hutang, likuiditas, dan kepemilikan manajerial terhadap variabel dependen yaitu kebijakan dividen. Semakin tinggi nilai koefisien determinasi (R^2), maka semakin besar pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen. Pada tabel 4.12 menunjukkan besaran *adjusted R²* sebesar 0.471205 artinya variabel *Free Cash Flow*, Kebijakan Hutang, Likuiditas dan Kepemilikan Manajerial dapat menjelaskan variabel Kebijakan Dividen sebesar 47,12%.

4.4.3 Hasil Pengujian Hipotesis

Berdasarkan tabel 4.12 hasil regresi *fixed effect* menunjukkan bahwa besarnya tingkat signifikansi *free cash flow* sebesar 0,0454. Pada tingkat signifikansi $\alpha = 5\%$; maka koefisien regresi tersebut signifikan karena signifikansi $0,0454 < 0,05$ sehingga dapat disimpulkan bahwa *free cash flow* berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen sehingga H_1 diterima dan H_0 ditolak yang bermakna bahwa *free cash flow* memiliki beta koefisien positif sebesar 0,0454 terhadap kebijakan dividen, sehingga apabila *free cash flow* naik sebesar satu satuan, maka kebijakan dividen akan naik sebesar 0,0454 satuan.

Berdasarkan tabel 4.12 hasil regresi *fixed effect* menunjukkan bahwa besarnya tingkat signifikansi kebijakan hutang sebesar -0,1419. Pada tingkat signifikansi $\alpha = 5\%$; maka koefisien regresi tersebut signifikan karena signifikansi $-0,1419 > 0,05$ sehingga dapat disimpulkan bahwa kebijakan hutang tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen sehingga H1 ditolak dan H0 diterima yang bermakna bahwa kebijakan hutang memiliki beta koefisien negatif sebesar -0,1419 terhadap kebijakan dividen, sehingga apabila kebijakan hutang naik sebesar satu satuan, maka kebijakan dividen juga akan naik sebesar -0,1419 satuan.

Berdasarkan tabel 4.12 hasil regresi *fixed effect* menunjukkan bahwa besarnya tingkat signifikansi likuiditas sebesar 0,0192. Pada tingkat signifikansi $\alpha = 5\%$; maka koefisien regresi tersebut signifikan karena signifikansi $0,0192 > 0,05$ sehingga dapat disimpulkan bahwa likuiditas berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen sehingga H1 diterima dan H0 ditolak yang bermakna likuiditas memiliki beta koefisien positif sebesar 0,0192 terhadap kebijakan dividen, sehingga apabila likuiditas naik sebesar satu satuan, maka kebijakan dividen juga akan naik sebesar 0,0192 satuan.

Berdasarkan tabel 4.12 hasil regresi *fixed effect* menunjukkan bahwa besarnya tingkat signifikansi kepemilikan manajerial sebesar 0,0304. Pada tingkat signifikansi $\alpha = 5\%$; maka koefisien regresi tersebut signifikan karena signifikansi $0,0304 > 0,05$ sehingga dapat disimpulkan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan sehingga H1 diterima dan H0 ditolak yang bermakna bahwa kepemilikan manajerial memiliki beta koefisien sebesar 0,0304 terhadap nilai perusahaan, sehingga apabila kepemilikan manajerial naik sebesar satu satuan, maka kebijakan dividen turun sebesar 0,0304 satuan.

4.5 Pembahasan

4.5.1 Pengaruh Pengaruh *free cash flow* terhadap kebijakan dividen

Berdasarkan tabel 4.12 hasil regresi *fixed effect* menunjukkan bahwa besarnya tingkat signifikansi *free cash flow* sebesar 0,0454. Pada tingkat signifikansi $\alpha = 5\%$;

maka koefisien regresi tersebut signifikan karena signifikansi $0,0454 < 0,05$ sehingga dapat disimpulkan bahwa *free cash flow* berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen sehingga H1 diterima dan H0 ditolak yang bermakna bahwa *free cash flow* memiliki beta koefisien positif sebesar 0,0454 terhadap kebijakan dividen, sehingga apabila *free cash flow* naik sebesar satu satuan, maka kebijakan dividen akan naik sebesar 0,0454 satuan.

Menurut teori sinyal, *free cash flow* dapat menjadi indikator yang sangat berguna untuk melihat profitabilitas perusahaan karena *free cash flow* menunjukkan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan kas dari kegiatan usahanya. Profitabilitas yang tinggi merupakan sinyal berupa berita positif karena menambah keyakinan investor bahwa perusahaan mampu memberikan *return* tinggi dalam bentuk dividen. Apabila terjadi peningkatan dividen akan dianggap sebagai sinyal berupa berita positif karena perusahaan mempunyai prospek yang baik, sebab perusahaan memiliki kas bebas yang tersedia untuk menunjukkan bahwa perusahaan dalam kondisi yang sehat. Hal tersebut dapat menarik minat investor untuk menanamkan sahamnya pada perusahaan tersebut (Kresna & Ardini, 2020). Penelitian Tjhoa (2020) menunjukkan bahwa *free cash flow* yang positif berarti terdapat sisa kas yang tersedia dan bebas digunakan oleh manajemen karena kebutuhan investasi perusahaan telah terpenuhi, diantaranya dapat digunakan untuk membagikan dividen kepada investor. Dengan kata lain semakin tinggi *free cash flow*, maka fleksibilitas dan potensi manajemen untuk membagikan dividen semakin tinggi. Pradnyavita & Suryanawa (2020) mengatakan bahwa *free cash flow* berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen.

4.5.2 Pengaruh Pengaruh kebijakan hutang terhadap kebijakan dividen

Berdasarkan tabel 4.12 hasil regresi *fixed effect* menunjukkan bahwa besarnya tingkat signifikansi kebijakan hutang sebesar -0,1419. Pada tingkat signifikansi $\alpha = 5\%$; maka koefisien regresi tersebut signifikan karena signifikansi $-0,1419 > 0,05$ sehingga dapat disimpulkan bahwa kebijakan hutang tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen sehingga H1 ditolak dan H0 diterima yang bermakna

bahwa kebijakan hutang memiliki beta koefisien negatif sebesar -0,1419 terhadap kebijakan dividen, sehingga apabila kebijakan hutang naik sebesar satu satuan, maka kebijakan dividen juga akan naik sebesar -0,1419 satuan.

Kebijakan hutang memberikan sinyal berupa berita negatif kepada investor karena melibatkan pendanaan dari luar yang akan memperbesar tingkat risiko yang akan dihadapi oleh perusahaan. Tingginya tingkat hutang dapat menyebabkan penurunan kemampuan perusahaan dalam membayarkan dividen kepada para pemegang saham, hal tersebut disebabkan karena sebagian besar laba akan dialokasikan untuk cadangan dana pelunasan hutang. Jadi, hal tersebut akan membawa dampak bagi calon investor untuk menilai kinerja perusahaan karena perusahaan yang mempunyai banyak hutang menyebabkan sinyal yang negatif bagi pandangan para investor dan calon investor. Perusahaan dengan tingkat hutang yang rendah akan memprioritaskan kemakmuran para pemegang sahamnya dengan melakukan pembagian dividen. Sebaliknya, perusahaan dengan tingkat hutang yang tinggi akan lebih fokus pada pelunasan kewajiban dibandingkan membagi dividen kepada para pemegang saham untuk menghindari terjadinya kebangkrutan (Anggraeni & Ridwan, 2020).

Menurut penelitian Purba et al. (2020) menyatakan kebijakan hutang berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang. Hasil penelitian Sejati et al. (2020) variabel kebijakan hutang berpengaruh negatif terhadap variabel kebijakan dividen. Apabila perusahaan memiliki tingkat hutang yang tinggi perusahaan akan lebih cenderung membagikan dividen yang rendah kepada pemegang saham.

4.5.3 Pengaruh Pengaruh likuiditas terhadap kebijakan dividen

Berdasarkan tabel 4.12 hasil regresi *fixed effect* menunjukkan bahwa besarnya tingkat signifikansi likuiditas sebesar 0,0192. Pada tingkat signifikansi $\alpha = 5\%$; maka koefisien regresi tersebut signifikan karena signifikansi $0,0192 > 0,05$ sehingga dapat disimpulkan bahwa likuiditas berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen sehingga H1 diterima dan H0 ditolak yang bermakna likuiditas

memiliki beta koefisien positif sebesar 0,0192 terhadap kebijakan dividen, sehingga apabila likuiditas naik sebesar satu satuan, maka kebijakan dividen juga akan naik sebesar 0,0192 satuan.

Menurut Ginting (2018) likuiditas dari suatu perusahaan merupakan faktor yang penting yang perlu dipertimbangkan sebelum mengambil keputusan untuk menetapkan besarnya dividen yang akan dibayarkan kepada pemegang saham. Semakin kuatnya posisi likuiditas suatu perusahaan maka akan semakin besar kemampuannya untuk membayar dividen. Hal tersebut bisa digunakan sebagai sinyal berupa berita positif untuk investor terhadap kemampuan perusahaan dalam membayar dividen yang dijanjikan. Jika perusahaan mampu membayar hutangnya secara tepat waktu, maka perusahaan tersebut berada dikondisi yang likuid yang berarti memiliki aset lancar yang jumlahnya lebih besar dari pada hutang lancarnya dan perusahaan tersebut akan lebih cepat menetapkan kebijakan dividen dalam investasinya tanpa ada kendala mengenai masalah pendanaan. Penelitian dari Eni Puji Estuti et al. (2020) menyatakan likuiditas berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Hal tersebut sejalan dengan penelitian Aryani & Fitria (2020) menyatakan likuiditas berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen.

4.5.4 Pengaruh kepemilikan manajerial terhadap kebijakan dividen

Berdasarkan tabel 4.12 hasil regresi *fixed effect* menunjukkan bahwa besarnya tingkat signifikansi kepemilikan manajerial sebesar 0,0304. Pada tingkat signifikansi $\alpha = 5\%$; maka koefisien regresi tersebut signifikan karena signifikansi $0,0304 > 0,05$ sehingga dapat disimpulkan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan sehingga H1 diterima dan H0 ditolak yang bermakna bahwa kepemilikan manajerial memiliki beta koefisien sebesar 0,0304 terhadap nilai perusahaan, sehingga apabila kepemilikan manajerial naik sebesar satu satuan, maka kebijakan dividen turun sebesar 0,0304 satuan.

Kepemilikan manajerial ini diukur dengan proporsi saham yang dimiliki pihak manajemen perusahaan pada akhir tahun yang dinyatakan dalam persentase

(Widyastuti, 2018). Dengan adanya kepemilikan manajerial pada suatu perusahaan berarti manajer mendapat kesempatan untuk terlibat dalam kepemilikan saham. Hal tersebut diharapkan akan menghasilkan kinerja yang baik bagi perusahaan. Apabila manajer telah bertindak dengan hati-hati dan maksimal maka akan menghasilkan laba yang maksimal juga terhadap perusahaan. Jika laba perusahaan besar maka dividen yang dibagikan juga cenderung besar. Hal ini disebabkan karena semakin besar proporsi kepemilikan manajemen dalam perusahaan maka manajemen akan berusaha lebih giat untuk kepentingan pemegang saham yang notabene adalah mereka sendiri. Sehingga semakin besar kepemilikan manajerial suatu perusahaan maka perusahaan tersebut akan cenderung membagikan dividen yang besar.

Teori agensi yang berkaitan dengan kepemilikan manajerial yaitu kepemilikan manajerial dalam kaitannya dengan kebijakan dividen mempunyai peranan penting yaitu mengendalikan kebijakan keuangan perusahaan agar sesuai dengan keinginan pemegang saham dan kebijakan dividen dapat mengurangi konflik antara pemegang saham dan agen. Keinginan pemegang saham dan agen dapat tercapai bila hasil yang diperoleh sesuai dengan yang diharapkan. Pemilik saham sekaligus pemilik saham juga tentu menginginkan adanya pencapaian atas kinerja perusahaan yang baik dengan begitu perusahaan mampu membagikan dividen dengan yang sesuai diharapkan. Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Moin et al. (2019) didapatkan hasil bahwa semakin besar persentase saham yang dimiliki pihak manajer, maka dividen yang dibagikan juga akan semakin besar. Hasil serupa juga ditemukan dalam penelitian yang dilakukan oleh Mardani et al. (2018), Pebrianti (2018), Balamuralikrishnan & Gnanasekar (2019), Badejo & Hamza (2019) yang menyatakan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen.