

**JAFM:**
**Journal of Accounting and
Finance Management**

E-ISSN: 2721-3013
P-ISSN: 2721-3005

<https://dinastires.org/JAFM> dinasti.info@gmail.com +62 811 7404 455

DOI: <https://doi.org/10.38035/jafm.v7i3>
<https://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>

Analisis Pengaruh *Free Cash Flow*, *Leverage* dan *Firm Size* Terhadap Kebijakan Dividen Pada Sektor *Consumer Noncyclicals* Periode 2022-2024

Sandra Ameliawan¹, Fera Damayanti², Khristina Yunita³

¹Universitas Tanjungpura, Indonesia, b1031231017@student.untan.ac.id

²Universitas Tanjungpura, Indonesia, fera.damayanti@ekonomi.untan.ac.id

³Universitas Tanjungpura, Indonesia, khristina.yunita@ekonomi.untan.ac.id

Corresponding Author: b1031231017@student.untan.ac.id¹

Abstract: *Dividend policy does not always align with earnings performance, suggesting that internal financial factors such as free cash flow, leverage, and firm size may be more determinant. This study aims to examine the effect of these three variables on dividend policy in consumer non-cyclicals sector companies listed on the Indonesia Stock Exchange for the period 2022–2024. Secondary data from 38 companies were analyzed using panel data regression with the Fixed Effect Model across 114 observations. The results show that simultaneously all three variables significantly affect dividend policy. Partially, free cash flow has no significant effect, leverage has a significant positive effect as the most dominant variable, while firm size has no significant effect. This study concludes that dividend decisions in the consumer non-cyclicals sector are driven more by debt structure and internal reinvestment preferences than by firm scale.*

Keywords: *Dividend Policy, Free Cash Flow, Leverage, Consumer Non-Cyclicals*

Abstrak: Kebijakan dividen perusahaan tidak selalu linear dengan kinerja laba, sehingga faktor keuangan internal seperti *free cash flow*, *leverage*, dan *firm size* diduga berperan lebih determinan. Penelitian ini bertujuan menguji pengaruh ketiga variabel tersebut terhadap kebijakan dividen pada perusahaan sektor *consumer non-cyclicals* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2022–2024. Data sekunder dari 38 perusahaan dianalisis menggunakan regresi data panel *Fixed Effect Model* dengan 114 observasi. Hasil menunjukkan bahwa secara simultan ketiga variabel berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen. Secara parsial, *free cash flow* tidak berpengaruh signifikan, *leverage* berpengaruh positif signifikan sebagai variabel paling dominan, sedangkan *firm size* tidak berpengaruh signifikan. Penelitian ini menyimpulkan bahwa keputusan dividen pada sektor *consumer non-cyclicals* lebih ditentukan oleh struktur utang dan preferensi reinvestasi internal daripada skala perusahaan.

Kata Kunci: Kebijakan Dividen, Arus Kas Bebas, *Leverage*, *Consumer Non-Cyclicals*

PENDAHULUAN

Mengapa perusahaan dengan laba yang menurun tetap membagikan dividen hampir seluruhnya, sementara perusahaan lain dengan pertumbuhan laba tinggi justru menerapkan

kebijakan dividen secara konservatif? Pertanyaan inilah yang menjadi titik berangkat penelitian ini. Kebijakan dividen merupakan keputusan perusahaan apakah laba akan dibagikan kepada pemegang saham atau ditahan sebagai sumber pembiayaan investasi (Mayasari et al., 2023). Bagi investor, kebijakan dividen lazim dipandang sebagai sinyal kondisi keuangan dan prospek perusahaan. Namun dalam praktiknya, keputusan ini tidak selalu linear dengan kinerja laba. Fenomena tersebut tergambar jelas pada sektor consumer non-cyclicals di Indonesia: PT Unilever Indonesia Tbk (UNVR) tetap membagikan dividen sebesar Rp3,36 triliun dengan dividend payout ratio mencapai 99,7% pada tahun buku 2024, meskipun laba bersih turun dari Rp4,8 triliun menjadi Rp3,37 triliun (Aprilia, 2025; Sufa, 2025). Kondisi ini dimungkinkan oleh ketersediaan arus kas operasional yang masih memadai meskipun laba tertekan. Di sisi lain, PT Mayora Indah Tbk (MYOR) memilih respons moderat dengan DPR sekitar 40% seiring penurunan laba 6% (Heriyanto, 2025), sementara PT Indofood CBP Sukses Makmur Tbk (ICBP) menerapkan kebijakan konservatif meski laba bersih tumbuh 52% (Usman, 2025). Pola ini menunjukkan bahwa keputusan pembagian dividen tidak hanya dipengaruhi oleh laba, tetapi juga oleh faktor keuangan internal lainnya, terutama free cash flow, leverage, dan firm size.

Fenomena tersebut dapat dijelaskan melalui *Agency Theory* dan *Signalling Theory*. *Agency Theory* menjelaskan hubungan antara pemegang saham sebagai *principal* dan manajemen sebagai *agent*, di mana perbedaan kepentingan dan asimetri informasi dapat menimbulkan konflik keagenan (M. C. & Jensen & Meckling, 1976). Dalam konteks kebijakan dividen, pembagian dividen dapat berfungsi sebagai mekanisme pengendalian untuk membatasi penggunaan kas perusahaan oleh manajemen sehingga kepentingan pemegang saham dapat lebih terlindungi (Handhany et al., 2025). Selain itu, *free cash flow* yang tinggi berpotensi meningkatkan peluang terjadinya perilaku oportunistik manajemen sehingga kebijakan dividen menjadi salah satu instrumen yang dapat digunakan untuk mengurangi konflik keagenan (M. Jensen, 1986). Sementara itu, *Signalling Theory* menjelaskan bahwa manajemen dapat menyampaikan informasi mengenai kondisi dan prospek perusahaan kepada investor melalui kebijakan yang diambil perusahaan, termasuk kebijakan dividen (Spence, 1973). Tingkat dividen yang dibagikan sering dipersepsikan sebagai sinyal mengenai kemampuan perusahaan menghasilkan laba dan arus kas di masa mendatang, sehingga keputusan dividen menjadi salah satu pertimbangan penting bagi investor dalam menilai prospek perusahaan (Ningrum et al., 2024; Rizki & Ramadhan, 2026)).

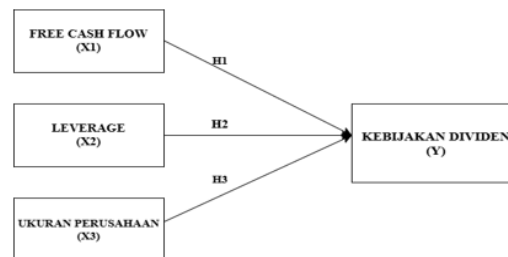
Dalam penelitian ini, *free cash flow* dipandang sebagai sisa kas yang tersedia setelah kebutuhan operasional dan investasi perusahaan terpenuhi, sehingga dapat dimanfaatkan untuk membayar dividen, melunasi utang, maupun mendukung ekspansi usaha (Kinasih et al., 2022). Semakin besar *free cash flow* yang dimiliki perusahaan, semakin besar pula kemampuan perusahaan untuk mendistribusikan dividen kepada pemegang saham (Prastya & Jalil, 2020). Di sisi lain, *leverage* menggambarkan tingkat penggunaan utang dalam struktur pendanaan perusahaan. Tingkat utang yang tinggi dapat menyebabkan laba perusahaan lebih diprioritaskan untuk memenuhi kewajiban kepada kreditur sehingga kemampuan perusahaan dalam membagikan dividen menjadi lebih terbatas (Lasiman et al., 2022). Adapun *firm size* mencerminkan besarnya perusahaan yang umumnya diukur melalui total aset. Perusahaan yang berukuran besar cenderung memiliki akses pendanaan yang lebih luas, kondisi keuangan yang lebih stabil, dan kemampuan yang lebih baik dalam membagikan dividen secara berkelanjutan (Nuraini et al., 2021).

Hasil penelitian terdahulu mengenai ketiga variabel tersebut masih menunjukkan inkonsistensi. Pada *free cash flow*, (Kinasih et al., 2022) menemukan pengaruh positif signifikan, sementara (Prastya & Jalil, 2020; D. A. Putri et al., 2024) tidak menemukan pengaruh signifikan. Pada *leverage*, (Anandita Arimbi et al., 2024; Jao et al., 2022) menemukan pengaruh negatif, namun (Erfandi et al., 2024; Nuraini et al., 2021) menunjukkan hasil sebaliknya. Pada *firm size* (Ghose et al., 2025; Prastya & Jalil, 2020) membuktikan pengaruh positif signifikan, sedangkan (Nuraini et al., 2021) memperoleh hasil yang bertolak belakang. Inkonsistensi ini diduga berakar pada perbedaan sektor, periode, dan karakteristik

sampel, sehingga diperlukan pengujian yang lebih terfokus pada sektor spesifik, dalam hal ini *consumer non-cyclicals* periode 2022–2024 guna menghasilkan bukti empiris yang lebih kontekstual. Kajian yang secara eksplisit menguji pengaruh *free cash flow*, *leverage*, dan *firm size* terhadap kebijakan dividen pada sektor *consumer non-cyclicals* di Indonesia masih sangat terbatas, padahal sektor ini memiliki kekhasan stabilitas permintaan yang tidak dapat digeneralisasi dari sektor lain. Penelitian ini hadir untuk mengisi celah tersebut dengan memberikan bukti empiris yang lebih kontekstual dan relevan bagi investor maupun manajemen perusahaan dalam sektor *consumer non-cyclicals*.

Berdasarkan fenomena, landasan teoritis, dan kesenjangan penelitian yang telah diuraikan, penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh *free cash flow*, *leverage*, dan *firm size* terhadap kebijakan dividen pada perusahaan sektor *consumer non-cyclicals* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2022–2024. Dengan demikian, penelitian ini berupaya menjawab pertanyaan apakah *free cash flow*, *leverage*, dan *firm size* berpengaruh terhadap kebijakan dividen pada perusahaan sektor *consumer non-cyclicals* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2022–2024.

Berdasarkan uraian di atas, hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini adalah: 1) (H1) *free cash flow* berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen; 2) (H2) *leverage* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan dividen; 3) (H3) *firm size* berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen.



Sumber: Hasil Riset

Gambar 1. Kerangka Konseptual

METODE

Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif dengan memanfaatkan data sekunder yang berasal dari laporan keuangan tahunan perusahaan sektor *consumer non-cyclicals* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). Data diperoleh melalui situs resmi Bursa Efek Indonesia (www.idx.co.id) serta laporan tahunan masing-masing perusahaan. Periode pengamatan dilakukan selama tahun 2022–2024. Data yang digunakan merupakan data panel, yaitu kombinasi data lintas perusahaan (*cross-section*) dan runtut waktu (*time series*), sehingga memungkinkan analisis yang lebih komprehensif terhadap hubungan antarvariabel penelitian.

Objek penelitian adalah perusahaan sektor *consumer non-cyclicals* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2022–2024. Populasi penelitian mencakup 132 perusahaan. Sampel penelitian ditentukan menggunakan teknik *purposive sampling* dengan kriteria: (1) perusahaan terdaftar secara berturut-turut di Bursa Efek Indonesia selama periode 2022–2024; (2) perusahaan membagikan dividen selama periode penelitian; (3) perusahaan menyajikan laporan keuangan dalam mata uang Rupiah; dan (4) perusahaan memiliki laporan keuangan yang lengkap sesuai kebutuhan penelitian. Berdasarkan kriteria tersebut, diperoleh 38 perusahaan dengan total 114 observasi (38 perusahaan × 3 tahun).

Pengukuran kebijakan dividen dalam penelitian ini menggunakan *Dividend Payout Ratio* (DPR), yaitu rasio yang menunjukkan proporsi laba yang dibagikan perusahaan kepada pemegang saham dalam bentuk dividen (Brigham & Houston, 2019). Semakin tinggi nilai DPR, semakin besar proporsi laba yang didistribusikan kepada pemegang saham. Pengukuran DPR menggunakan rumus sebagai berikut:

$$\text{DPR} = (\text{Dividen per Saham} / \text{Laba per Saham}) \times 100\%$$

Pengukuran *free cash flow* (FCF) dilakukan dengan menghitung selisih antara arus kas operasi dan *capital expenditure* yang kemudian dibagi dengan total aset perusahaan. Pengukuran ini mencerminkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan kas yang tersedia untuk dibagikan kepada pemegang saham setelah kebutuhan investasi terpenuhi (Toto, 2012). Rumus yang digunakan adalah sebagai berikut:

$$\text{FCF} = (\text{Arus Kas Operasi} - \text{Capital Expenditure}) / \text{Total Aset}$$

Pengukuran *leverage* menggunakan *Debt to Equity Ratio* (DER), yaitu rasio yang membandingkan total utang dengan total ekuitas perusahaan. Rasio ini digunakan untuk menggambarkan tingkat penggunaan utang dalam struktur pendanaan perusahaan (Kasmir, 2016). Perhitungan DER dilakukan dengan rumus sebagai berikut:

$$\text{DER} = \text{Total Utang} / \text{Total Ekuitas}$$

Pengukuran *firm size* menggunakan logaritma natural (*Ln*) total aset perusahaan. Penggunaan logaritma natural bertujuan untuk menyederhanakan nilai aset yang besar serta mengurangi penyimpangan data dalam analisis regresi. Total aset merupakan proksi representatif untuk ukuran perusahaan (Brigham & Houston, 2019). Rumus yang digunakan adalah sebagai berikut:

$$\text{SIZE} = \text{Ln} (\text{Total Aset})$$

Analisis data dalam penelitian ini menggunakan regresi data panel dengan bantuan perangkat lunak *EViews* 12. Untuk meningkatkan kestabilan varians data dan mengurangi pengaruh nilai ekstrem terhadap hasil estimasi model, transformasi logaritma natural diterapkan pada variabel kebijakan dividen (*Y*), *free cash flow* (*X1*), dan *firm size* (*X3*). Sementara itu, variabel *leverage* (*X2*) yang diproksikan menggunakan DER tidak ditransformasikan ke dalam bentuk logaritma natural karena terdapat beberapa nilai observasi yang mendekati nol sehingga transformasi logaritma tidak dapat diterapkan secara matematis dan berpotensi menghasilkan estimasi yang bias.

Model persamaan regresi data panel dirumuskan sebagai berikut:

$$Y_{it} = \alpha + \beta_1 X_{1it} + \beta_2 X_{2it} + \beta_3 X_{3it} + \varepsilon_{it}$$

Keterangan:

Y_{it}	= Kebijakan Dividen (ln DPR) perusahaan i pada periode t
α	= Konstanta
$\beta_1, \beta_2, \beta_3$	= Koefisien regresi masing-masing variabel independen
X_{1it}	= <i>Free cash flow</i> (ln FCF) perusahaan i pada periode t
X_{2it}	= <i>Leverage</i> /DER perusahaan i pada periode t
X_{3it}	= <i>Firm size</i> (ln Total Aset) perusahaan i pada periode t
ε_{it}	= Error term perusahaan i pada periode t

Estimasi model dilakukan menggunakan tiga pendekatan, yaitu *Common Effect Model* (CEM), *Fixed Effect Model* (FEM), dan *Random Effect Model* (REM). Pemilihan model terbaik dilakukan melalui uji Chow, uji Hausman, dan uji Lagrange Multiplier. Analisis data dilakukan dengan bantuan perangkat lunak *EViews* 12. Pengujian hipotesis dilakukan pada tingkat signifikansi 5% ($\alpha = 0,05$).

Untuk memastikan validitas model, dilakukan pengujian asumsi klasik yang meliputi uji multikolinearitas, heteroskedastisitas, dan autokorelasi. Selain itu, statistik deskriptif

digunakan untuk memberikan gambaran umum mengenai karakteristik data penelitian melalui nilai rata-rata (*mean*), nilai maksimum, nilai minimum, dan standar deviasi. Pengujian hipotesis dilakukan melalui uji parsial (*t-test*), uji simultan (*F-test*), dan koefisien determinasi (R^2).

HASIL DAN PEMBAHASAN

Statistik Deskriptif

Analisis statistik deskriptif dilakukan terhadap data panel 38 perusahaan selama periode 2022–2024, menghasilkan 114 observasi. Hasil selengkapnya disajikan pada Tabel berikut.

Tabel 1. Hasil Statistik Deskriptif

Variabel	Mean	Median	Maximum	Minimum	Std. Dev.
Kebijakan Dividen	-3.951642	-3.795416	-1.548115	-6.162508	0.987523
<i>Free cash flow</i>	-2.751540	-2.573519	-0.740754	-5.786821	0.906381
<i>Leverage</i>	0.918345	0.655869	6.465892	0.058386	1.071065
<i>Firm size</i>	29.58780	29.74571	32.93787	25.82367	1.597770

Sumber: Hasil olah data EViews, (2026)

Berdasarkan Tabel variabel kebijakan dividen (Y) memiliki rata-rata $-3,9516$ dengan standar deviasi $0,9875$; nilai negatif merupakan artefak transformasi logaritma natural pada rasio lebih kecil dari 1, bukan DPR negatif secara riil. Variabel *free cash flow* (X1) memiliki kecenderungan nilai rata-rata sebesar $-2,7515$. Adapun besarnya standar deviasi mencerminkan seberapa jauh penyebaran data *free cash flow* pada perusahaan yang dijadikan sampel penelitian. $0,9064$, mencerminkan agresivitas investasi modal di sektor ini. Variabel leverage (X2) memiliki rata-rata DER $0,9183$ dengan standar deviasi $1,0711$; nilai *skewness* $2,9276$ dan kurtosis $12,7033$ mengindikasikan distribusi condong kanan dengan heterogenitas tingkat utang yang tinggi antarperusahaan. Variabel *firm size* (X3) memiliki rata-rata $29,5878$ dengan standar deviasi $1,5978$, mencerminkan keberagaman skala perusahaan dalam sampel. Heterogenitas antarperusahaan yang tinggi ini mengindikasikan perlunya pendekatan *Fixed Effect Model* dalam estimasi selanjutnya.

Pemilihan Model Regresi Data Panel

Hasil Uji Chow

Uji Chow dilakukan untuk memilih antara *Common Effect Model* (CEM) dan *Fixed effect model* (FEM). Hasil pengujian disajikan pada Tabel berikut.

Tabel 2. Hasil Uji Chow (Redundant Fixed Effects Test)

Effect Test	Statistic	d.f	Prob.
Cross Section F	22.425187	(37,73)	0,0000
Cross Section Chi-Square	286.706145	37	0,0000

Sumber: Hasil olah data EViews, (2026)

Berdasarkan hasil Uji Chow diperoleh nilai probabilitas Cross-section *F* dan *Cross-section Chi-square* masing-masing sebesar $0,0000$ atau lebih kecil dibandingkan tingkat signifikansi $0,05$. Temuan tersebut menunjukkan bahwa model *Fixed Effect Model* (FEM) lebih sesuai digunakan dibandingkan *Common Effect Model* (CEM), sehingga hipotesis nol (H_0) ditolak. Dengan demikian, tahap pengujian selanjutnya dilakukan menggunakan Uji Hausman untuk menentukan model terbaik antara *Fixed Effect Model* (FEM) dan *Random Effect Model* (REM).

Hasil Uji Hausman

Uji Hausman dilakukan untuk memilih antara *Fixed effect model* (FEM) dan *Random Effect Model* (REM). Hasil pengujian disajikan pada Tabel berikut.

Tabel 3. Hasil Uji Hausman

Test Summary	Chi sq Statistic	Chi Sq d.f	Prob.
Cross Section F	9.198989	3	0,0268

Sumber: Hasil olah data EViews, (2026)

Berdasarkan Tabel Uji Hausman menunjukkan nilai *Chi-square statistic* sebesar 9,198989 dengan probabilitas sebesar 0,0268, yang lebih kecil dari $\alpha = 0,05$. Dengan demikian, H_0 ditolak, yang berarti *Fixed effect model* (FEM) terbukti lebih baik dan konsisten dibandingkan *Random Effect Model* (REM). Oleh karena itu, *Fixed effect model* (FEM) dipilih sebagai model estimasi yang digunakan dalam penelitian ini untuk seluruh pengujian selanjutnya.

Uji Asumsi Klasik

Sebelum dilakukan analisis dan interpretasi hasil regresi, terlebih dahulu dilakukan uji asumsi klasik untuk memastikan model regresi memenuhi kriteria *Best Linear Unbiased Estimator* (BLUE). Pengujian tersebut meliputi uji multikolinearitas dan uji heteroskedastisitas guna mengetahui apakah model terbebas dari permasalahan yang dapat memengaruhi ketepatan serta keandalan hasil estimasi regresi.

Uji Multikolinearitas

Uji multikolinearitas dilakukan untuk mengidentifikasi ada atau tidaknya hubungan yang kuat antarvariabel independen dalam model penelitian. Korelasi yang terlalu tinggi antar variabel bebas berpotensi menurunkan ketepatan estimasi model karena dapat memperbesar *standard error* serta memengaruhi interpretasi koefisien regresi (Gujarati, Damodar N. Porter, 2009). Deteksi dilakukan melalui matriks korelasi; apabila koefisien korelasi di bawah 0,80, multikolinearitas dianggap tidak serius.

Tabel 4. Hasil Uji Multikolinearitas (Correlation Matrix)

Variable	X1	X2	X3
X1	1.0000000	0.166969	-0.087220
X2	0.166969	1.0000000	0.131062
X3	-0.087220	0.131062	1.0000000

Berdasarkan Hasil matriks korelasi menunjukkan bahwa hubungan antara *free cash flow* (X1) dan *leverage* (X2) berada pada angka 0,1670. Adapun korelasi antara *free cash flow* (X1) dengan *firm size* (X3) diperoleh sebesar -0,0872, serta korelasi antara X2 (DER) dan X3 (SIZE) sebesar 0,1311. Seluruh nilai korelasi tersebut berada jauh di bawah batas kritis 0,80, sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat masalah multikolinearitas yang serius dalam model penelitian ini (Gujarati, Damodar N. Porter, 2009). Dengan demikian, semua variabel independen dapat diikutsertakan dalam model regresi tanpa menyebabkan bias estimasi yang signifikan.

Uji Heteroskedastisitas

Uji heteroskedastisitas dilakukan untuk mendeteksi ada tidaknya ketidaksamaan *variance* dari residual model regresi. Pengujian dilakukan menggunakan uji *Breusch-Pagan-Godfrey*. Apabila nilai probabilitas seluruh variabel independen lebih besar dari $\alpha = 0,05$, maka residual dinyatakan homoskedastik dan model bebas dari masalah heteroskedastisitas. Hasil pengujian disajikan pada Tabel berikut.

Tabel 5. Hasil Uji Heteroskedastisitas

Variable	Coefficient	Std Error	t-Statistic	Prob.
C	-3.933691	12.20992	-0.322172	0.7482
X1	-0.73448	0.046743	-1.571299	0.1204
X2	-0.006547	0.116290	-0.056296	0.9553

X3	0.142542	0.412402	0.345638	0.7306
----	----------	----------	----------	--------

Berdasarkan Tabel seluruh variabel independen memiliki nilai probabilitas di atas $\alpha = 0,05$ X1 (FCF) sebesar 0,1204, X2 (DER) sebesar 0,9553, dan X3 (*SIZE*) sebesar 0,7306—sehingga disimpulkan tidak terdapat masalah heteroskedastisitas dan asumsi homokedastisitas terpenuhi. Adapun pengujian autokorelasi dilakukan melalui statistik Durbin-Watson yang tersedia pada output FEM *EViews*, dengan nilai yang diperoleh sebesar 2,1679. Kondisi ini wajar mengingat data panel bersifat *balanced* dengan periode pendek ($T = 3$ tahun), sehingga potensi korelasi residual antartahun lebih rendah dibandingkan data *time series* murni. Dengan demikian, seluruh asumsi klasik yang relevan telah terpenuhi dan estimator FEM memenuhi kriteria *Best Linear Unbiased Estimator (BLUE)*, sehingga layak digunakan untuk pengujian hipotesis.

Hasil Uji Hipotesis (*Fixed effect model*)

Setelah melalui tahapan pemilihan model dan pengujian asumsi klasik secara komprehensif. Dengan demikian, analisis regresi data panel dilakukan menggunakan *Fixed Effect Model (FEM)*.

Tabel 6. Hasil Uji Hipotesis

Variable	Coefficient	Std. Error	T-statistic	Prob.
C	-12.32397	7.107883	-1.733845	0.0872
X1	-0.027024	0.027211	-0.993141	0.3239
X2	0.445680	0.067697	6.583467	0.0000
X3	0.266819	0.240076	1.110564	0.2704
Keterangan	Nilai	Keterangan	Nilai	
R-squared	0.976431	Mean dependent var	-3.951642	
Adjusted r-squared	0.963517	S.d. Dependent var	0.987523	
S.e. Of regression	0.188823	Akaike info criterion	-0.224578	
Sum squared resid	2.597230	Schwarz criterion	0.759494	
Log likelihood	53.80092	Hannan-quinn criter.	0.174802	
F-statistic	75.60793	Durbin-watson stat	2.167878	
Prob(f-statistic)	0.000000			

Berdasarkan hasil estimasi pada persamaan regresi yang diperoleh adalah sebagai berikut:

$$Y_{it} = -12,324 - 0,027X1_{it} + 0,446X2_{it} + 0,267X3_{it} + \epsilon_{it}$$

Uji Signifikansi Simultan (Uji F)

Nilai *F-statistic* sebesar 75,60793 dengan probabilitas 0,000000 ($< \alpha = 0,05$) membuktikan bahwa *free cash flow*, *leverage*, dan *firm size* secara simultan berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen, sehingga model dinyatakan *fit*. Hasil ini sejalan dengan (Ghose et al., 2025) serta (Adang et al., 2025) yang menemukan pengaruh simultan serupa pada perusahaan di negara berkembang.

Uji Koefisien Determinasi (R^2)

Nilai *R-squared* sebesar 0,976431 (97,64%) dan hasil *Adjusted R-squared* sebesar 0,963517 (96,35%) menunjukkan kemampuan eksplanatori model yang tinggi. Namun perlu ditegaskan bahwa nilai R^2 yang tinggi ini sebagian besar merupakan kontribusi *dummy variables* yang menyerap heterogenitas antarperusahaan dalam FEM, bukan semata-mata kekuatan variabel independen secara individual (D. A. S. Putri & Warsitasari, 2024).

Uji Signifikansi Parsial (Uji T)

Hasil uji *t* menunjukkan bahwa variabel *free cash flow* (X1) memiliki koefisien sebesar -0,027 dengan nilai probabilitas 0,3239, sehingga tidak terbukti berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen. Variabel *leverage* (X2) memperoleh koefisien 0,446 dengan probabilitas 0,0000, yang menunjukkan adanya pengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen. Sementara itu, variabel *firm size* (X3) memiliki koefisien sebesar 0,267 dengan probabilitas 0,2704, sehingga juga tidak menunjukkan pengaruh yang signifikan. Oleh karena itu, dari seluruh variabel independen yang diuji, hanya *leverage* yang terbukti memberikan pengaruh signifikan secara parsial terhadap kebijakan dividen pada perusahaan sektor *consumer non-cyclicals* periode 2022–2024.

Pengaruh *Free Cash Flow* terhadap Kebijakan Dividen

Free cash flow tidak terbukti berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen ($\beta = -0,027$; $p = 0,323 > 0,05$), sehingga **H1 ditolak**. Temuan ini secara langsung bertentangan dengan *Free cash flow Hypothesis* yang menyatakan perusahaan dengan FCF besar cenderung mendistribusikannya sebagai dividen guna meredam konflik keagenan (M. Jensen, 1986). Namun, sektor *consumer non-cyclicals* menuntut belanja modal yang kontinu dan berulang perluasan distribusi, pembaruan lini produksi, pemeliharaan fasilitas sehingga FCF yang tersisa setelah capex tidak menjadi proksi akurat kemampuan bayar dividen. Volatilitas harga bahan baku yang tinggi turut mendorong manajemen mempertahankan cadangan kas sebagai buffer likuiditas operasional, bukan mendistribusikannya kepada pemegang saham.

(Wahyuni & Badera, 2020) menegaskan bahwa pengaruh positif FCF terhadap dividen hanya muncul ketika dimediasi ukuran perusahaan, mengindikasikan bahwa hubungan ini tidak bersifat universal. Keputusan dividen juga terbukti lebih sensitif terhadap laba bersih aktual daripada ketersediaan FCF semata. (D. A. Putri et al., 2024) menemukan bahwa *free cash flow* tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan dividen pada perusahaan sektor properti dan real estate yang tercatat di BEI. Hal ini mengindikasikan bahwa tinggi rendahnya arus kas bebas yang dimiliki perusahaan tidak serta-merta mendorong manajemen untuk meningkatkan pembayaran dividen kepada pemegang saham, kemungkinan karena arus kas bebas lebih diprioritaskan untuk kebutuhan operasional maupun ekspansi perusahaan. (Prastya & Jalil, 2020; D. A. Putri et al., 2024) mengonfirmasi bahwa pengaruh FCF terhadap dividen sangat bergantung pada konteks industri dan kebijakan manajemen internal. Senada dengan temuan tersebut, (Febryana et al., 2025) membuktikan bahwa *free cash flow* tidak secara langsung mendorong pembayaran dividen apabila perusahaan memiliki *investment opportunity set* yang tinggi; perusahaan cenderung mengalokasikan arus kas bebas untuk ekspansi investasi daripada membagikannya sebagai dividen, sejalan dengan karakter sektor *consumer non-cyclicals* yang terus berinovasi dan memperluas jaringan distribusi.

Pengaruh *Leverage* terhadap Kebijakan Dividen

Leverage (DER) berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen ($\beta = 0,446$; $p = 0,000$), namun arahnya berlawanan dengan hipotesis, sehingga **H2 ditolak**. Secara konvensional, Agency Theory memprediksi bahwa semakin tinggi *leverage*, semakin besar kewajiban bunga dan pokok utang yang menekan ketersediaan kas untuk dividen (M. C. & Jensen & Meckling, 1976). Namun asumsi ini dibangun di atas premis bahwa utang bersaing langsung dengan dividen dalam memperebutkan kas terbatas premis yang tidak berlaku pada industri dengan arus pendapatan stabil dan permintaan inelastis. Dalam konteks *consumer non-cyclicals* Indonesia, perusahaan ber*leverage* tinggi seperti UNVR dan ICBP justru merupakan dividend payer terbesar, karena mereka menggunakan utang untuk ekspansi skala bisnis sembari mempertahankan komitmen dividen sebagai sinyal positif kepada pasar (Spence, 1973).

Perusahaan besar dalam sektor ini juga memiliki kredibilitas kreditur yang kuat, memungkinkan akses pendanaan dengan biaya kompetitif tanpa harus mengorbankan distribusi dividen. (Jao et al., 2022) menemukan *leverage* berpengaruh positif dan signifikan terhadap

kebijakan dividen pada perusahaan manufaktur BEI, mengindikasikan bahwa komitmen dividen tetap terjaga ketika profitabilitas operasional terjaga. (Adang et al., 2025) mengonfirmasi bahwa dalam kondisi arus kas operasional yang stabil, tekanan kewajiban utang tidak serta-merta mengorbankan distribusi dividen. (Ghose et al., 2025) dalam studi lintas negara berkembang menemukan bahwa perusahaan berleverage tinggi pada sektor dengan permintaan stabil justru mempertahankan komitmen dividen lebih kuat sebagai mekanisme sinyal kepada investor minoritas konsisten dengan argumentasi bahwa di pasar modal yang belum matang seperti Indonesia, dividen berfungsi sebagai substitusi mekanisme tata kelola perusahaan.

Pengaruh *Firm Size* terhadap Kebijakan Dividen

Firm Size tidak terbukti berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen ($\beta = 0,267$; $p = 0,270 > 0,05$), sehingga **H3 ditolak**. Secara metodologis, Fixed effect model mengendalikan efek individu melalui *dummy variables*, sehingga variasi *firm size* yang bersifat time-invariant atau bergerak sangat lambat dalam tiga tahun (2022–2024) tidak cukup kuat untuk menjelaskan dinamika perubahan dividen antarperiode.

Secara substantif, dalam sektor yang homogen ini, kebijakan dividen lebih ditentukan oleh profitabilitas aktual dan kebutuhan reinvestasi periode berjalan daripada skala aset perusahaan kecil dan besar bisa sama-sama membayar atau menahan dividen tergantung kondisi operasional. (Nuraini et al., 2021) menunjukkan bahwa ketika perusahaan menghadapi tantangan investasi dan perubahan kebutuhan modal kerja, besaran dividen tidak terutama ditentukan oleh ukuran perusahaan. (Prastya & Jalil, 2020) menemukan hasil serupa, mengonfirmasi bahwa *firm size* bukan determinan universal kebijakan dividen. (Angela & Daryanti, 2023) mencatat bahwa pengaruh positif *firm size* terhadap dividen lebih dominan pada sampel multisektor, sedangkan pada satu sektor spesifik efek tersebut melemah secara substansial. Temuan ini didukung oleh penelitian (Natalia et al., 2025) yang menunjukkan bahwa ukuran perusahaan tidak selalu menjadi faktor dominan dalam menentukan keputusan keuangan perusahaan. Pengaruh *firm size* cenderung bersifat kontekstual dan dipengaruhi oleh kondisi internal serta lingkungan bisnis yang dihadapi perusahaan. Oleh karena itu, besar kecilnya total aset perusahaan belum tentu menjadi penentu utama dalam kebijakan dividen. Secara keseluruhan, temuan ini mengindikasikan bahwa *firm size* lebih berfungsi sebagai karakteristik struktural jangka panjang daripada determinan dinamis kebijakan dividen tahunan.

KESIMPULAN

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh *free cash flow*, *leverage*, dan *firm size* terhadap kebijakan dividen pada perusahaan sektor *consumer non-cyclicals* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2022–2024. Hasil penelitian menunjukkan bahwa secara simultan *free cash flow*, *leverage*, dan *firm size* berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen. Namun, secara parsial hanya *leverage* yang terbukti berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen, sedangkan *free cash flow* dan *firm size* tidak berpengaruh signifikan.

Temuan ini menunjukkan bahwa kebijakan dividen pada perusahaan sektor *consumer non-cyclicals* lebih dipengaruhi oleh struktur pendanaan perusahaan dibandingkan ketersediaan kas bebas maupun ukuran perusahaan. Dengan demikian, penelitian ini memberikan bukti empiris bahwa *leverage* merupakan faktor yang paling menentukan dalam kebijakan dividen perusahaan sektor *consumer non-cyclicals* selama periode penelitian.

REFERENSI

- Adang, F., Goodwin, B., Wijoyo, A., & Wirjaya, S. (2025). The Effect of Leverage, Profitability, Liquidity, Firm Size, and RETA on Dividend Policy. *Jurnal Ilmiah Multidisiplin Indonesia (JIM-ID)*, 4. <https://doi.org/10.58471/esaprom.v4i08>
- Anandita Arimbi, Anandita Arimbi, & Anandita Arimbi. (2024). Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Leverage, Dan Pertumbuhan Laba Terhadap Kebijakan Dividen

- Pada Perusahaan Sektor Consumer Non-Cyclicals. *SENTRI: Jurnal Riset Ilmiah*, Vol.3, No.(2), 885–900.
- Angela, M. G., & Daryanti, S. (2023). the Effect of Leverage, Liquidity, and Firm Size on Dividend Policy. *International Journal of Application on Economics and Business*, 1(2), 257–265. <https://doi.org/10.24912/ijaeb.v1i2.257-265>
- Aprilia, Z. (2025). *Daya Beli Melemah, Laba ICBP Malah Melonjak 56,5% di Semester I-2025*. CNBC Indonesia. <https://www.cnbcindonesia.com/market/20250801094139-17-654145/daya-beli-melemah-laba-icbp-malah-melonjak-565-di-semester-i-2025>
- Brigham, E. F., & Houston, J. F. (2019). *Fundamentals of Financial Management* (15th ed.). Cengage Learning.
- Erfandi, E., Murdianingsih, D., Indriani, Y. P., & Rosyadi, N. (2024). Likuiditas, Leverage dan Pertumbuhan Perusahaan Pada Kebijakan Dividen. *Solusi*, 22(3), 334–350. <https://doi.org/10.26623/slsi.v22i3.9465>
- Febryana, Jamaluddin, Usman, E., & Tenripada. (2025). *Dapatkah Free Cash Flow, Investment Opportunity Set, dan Debt Policymembentuk Dividen Policy?* 7. <https://doi.org/10.11594/untad.jan.7.2.25616>
- Ghose, B., Tyagi, P. K., Sharma, P., Gogoi, N., Singh, P. K., Ngima, Y., Vasudevan, A., & Gope, K. (2025). Exploring New Aspects of Corporate Dividend Policy: Case of an Emerging Nation. *Journal of Risk and Financial Management*, 18(5), 1–20. <https://doi.org/10.3390/jrfm18050232>
- Gujarati, Damodar N. Porter, D. C. (2009). *Basic Econometrics* (5th ed.). McGraw-Hill.
- Handhany, M. F., Safitri, M., Setyahuni, S. W., & Samasta, A. S. (2025). Jurnal Maneksi (Management Ekonomi Dan Akuntansi). *Jurnal Maneksi (Management Ekonomi Dan Akuntansi)*, 14(03), 1066–1076. <https://doi.org/10.31959/jm.v14ix.2983>
- Jao, R., Daromes, F. E., & Samparaya, R. (2022). Pengaruh Pengaruh Profitabilitas, Leverage dan Likuiditas Terhadap Kebijakan Dividen Venessa Fitria Marcelin * Mail Universitas Esa Unggul, Jakarta, Indonesia Rilla Gantino. *Jurnal Akuntansi Kompetif*, 5(23).
- Jensen, M. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *American Economic Review*, 76(2), 323–329. <https://doi.org/10.2307/1828618>
- Jensen, M. C. &, & Meckling, W. H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360. [https://doi.org/0.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/0.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Kasmir. (2016). *Analisis Laporan Keuangan* (9th ed.). Raja Grafindo Persada.
- Kinasih et al. (2022). 5 (3) (2022) 196-208. *Nexus Free Cash Flow Dan Kebijakan Dividen*, 15(3), 196–208.
- Lasiman, W. D. L., Lestari, A., & Yulianti, S. P. (2022). Analisis Kebijakan Dividen: Index CGPI sebagai Variable Moderasi. *Owner*, 6(1), 18–30. <https://doi.org/10.33395/owner.v6i1.509>
- Mayasari, D., Cahyadi, R. T., & Wijayanti, D. (2023). *DETERMINAN KEBIJAKAN DIVIDEN DENGAN RISIKO IDIOSINKRATIK SEBAGAI VARIABEL MODERASI*. 16(2), 130–153.
- Natalia, L., Astarani, J., & Rusmita, S. (2025). Analisis Pengaruh Kebijakan Dividen, Ukuran Perusahaan dan Keputusan Investasi terhadap Nilai Perusahaan pada Perusahaan Sektor Industri yang Terdaftar di BEI Periode 2020-2024. *AKUA: Jurnal Akuntansi Dan Keuangan*, 4(4), 837–845. <https://doi.org/10.54259/akua.v4i4.5719>
- Ningrum, N. P., Risnawati, H., & Kudus, U. M. (2024). *Faktor-Faktor Penentu Kebijakan Dividen dengan Intervening Profitabilitas*. 5(2), 139–159.
- Nuraini, M. W., Universitas Sektor, P., Di, A., & Tahun, B. E. I. (2021). 12795-Article Text-45204-1-10-20210630. 9, 412–425.
- Prastya, A. H., & Jalil, F. Y. (2020). Pengaruhfreecashflow,Leverage,Profitabilitas,Likuiditasdanukuranperusahaanterhadap kebijakandividen. *Jurnal Kajian Akuntansi Dan Bisnis Terkini*, 1(1), 132–149.
- Putri, D. A. S., & Warsitasari, W. D. (2024). Pengaruh Ukuran Perusahaan, Kebijakan Dividen,

- dan Kinerja Keuangan terhadap Nilai Perusahaan pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2017-2021. *El-Mal: Jurnal Kajian Ekonomi & Bisnis Islam*, 5(3), 1509–1524. <https://doi.org/10.47467/elmal.v5i3.758>
- Putri, D. A., Wiyanto Artini, & Gede, S. L. (2024). Pengaruh Free Cash Flow, Kepemilikan Manajerial, dan Kepemilikan Institusional Terhadap Kebijakan Dividen. *Journal of Business, Finance, and Economics (JBFE)*, 5(2), 415–427. <https://doi.org/10.32585/jbfe.v5i2.5764>
- Rizki, M. L., & Ramadhan, Y. (2026). *Pengaruh Profitabilitas , Likuiditas , Leverage , dan*. 19(1), 85–93.
- Spence, M. (1973). Job Market Signaling. *The Quarterly Journal of Economics*, 87(3), 355–374. <https://doi.org/10.2307/1882010>
- Sufa, I. G. (2025). *Indofood (INDF) milik Salim bagi dividen Rp280 per saham, catat jadwal cum date*. Katadata. <https://katadata.co.id/finansial/bursa/685b49b914028/indofood-indf-milik-salim-bagi-dividen-rp280-per-saham-catat-jadwal-cum-date>
- Toto, P. (2012). *Analisis Laporan Keuangan Lanjutan: Proyeksi dan Valuasi*. PPM.
- Usman, R. (2025). Emiten Grup Salim (INDF) dan (ICBP) Bagi Dividen, Cek Rekomendasi Sahamnya. *Kontan*. <https://investasi.kontan.co.id/news/emiten-grup-salim-indf-dan-icbp-bagi-dividen-cek-rekomendasi-sahamnya>
- Wahyuni, M. D., & Badera, D. N. I. (2020). *Ukuran Perusahaan Memoderasi Pengaruh Profitabilitas, Free Cash Flow, dan Likuiditas pada Kebijakan Dividen*. 1034–1048.