

PENGARUH PENGELOLAAN UTANG, ARUS KAS OPERASI DAN KEBIJAKAN DIVIDEN TERHADAP KINERJA KEUANGAN PERUSAHAAN MANUFAKTUR YANG TERDAFTAR DI BURSA EFEK INDONESIA

Friska Febrianty Siagian¹, Kornel Munthe²

^{1,2}Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Katolik Santo Thomas Medan
Email : friskafebriantisiagian@gmail.com¹, kornel_munthe@yahoo.com²

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk mengkaji dan menganalisis pengaruh manajemen utang, arus kas operasi, struktur modal, dan kebijakan dividen terhadap kinerja keuangan pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2022–2024. Teknik penarikan sampel yang digunakan adalah metode *purposive sampling*, yang menghasilkan sampel sebanyak 31 perusahaan dari total populasi 155 perusahaan. Teknik analisis data yang digunakan adalah regresi linear berganda data panel dengan pendekatan *Fixed Effect Model* (FEM). Pengujian dan penanganan asumsi klasik dilakukan menggunakan metode *Generalized Least Squares* (GLS). Hasil penelitian mengindikasikan bahwa secara parsial, variabel *Debt to Asset Ratio* (DAR) dan arus kas operasi berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap kinerja keuangan. Sebaliknya, *Debt to Equity Ratio* (DER) dan kebijakan dividen terbukti memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap kinerja keuangan. Pengujian secara simultan menunjukkan bahwa variabel *Debt to Asset Ratio*, *Debt to Equity Ratio*, arus kas operasi, dan kebijakan dividen secara bersama-sama memiliki pengaruh yang signifikan terhadap kinerja keuangan perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI periode 2022–2024. Nilai *Adjusted R²* sebesar 0,9229 mengimplikasikan bahwa 92,29% variasi kinerja keuangan dapat dijelaskan oleh variasi variabel manajemen utang, struktur modal, kebijakan dividen, dan arus kas operasi, sedangkan sisa sebesar 7,71% dipengaruhi oleh faktor-faktor lain yang tidak dikaji dalam penelitian ini.

Kata Kunci: Manajemen Utang; Arus Kas Operasi; Kebijakan Dividen; Kinerja Keuangan.

ABSTRACT

This study aims to examine and analyze the influence of debt management, operating cash flow, capital structure, and dividend policy on the financial performance of manufacturing companies listed on the Indonesia Stock Exchange for the 2022–2024 period. The sampling technique used a purposive sampling method, from a population of 155 companies obtained a sample of 31 companies. The analysis technique used is multiple linear regression with panel data with a Fixed Effect Model approach. Classical assumption testing and handling were carried out using the Generalized Least Square method. The results of this study indicate that partially the Debt to Asset Ratio and operating cash flow variables have a negative and insignificant effect on financial performance. Debt to equity ratio and dividend policy have a negative and significant effect on financial performance. Simultaneously, the debt to asset ratio, debt to equity ratio, operating cash flow, and dividend policy have a significant effect on financial performance in manufacturing companies listed on the Indonesia Stock Exchange for the 2022–2024 period. Adjusted R² of 0.9229 shows that 92.29% of the variation in financial performance can be explained by variations in debt management variables, capital structure, dividend policy, and operating cash flow, while the remaining 7.71% is explained by other factors not explained in this study

Keywords: Debt management, Financial performance, Operating cash flow, dividend policy.

PENDAHULUAN

Kinerja keuangan mencerminkan sejauh mana perusahaan mampu mengelola sumber daya yang dimilikinya untuk mencapai tujuan operasional dan strategis, karena dalam dunia bisnis, kinerja keuangan menjadi indikator utama dalam menilai keberhasilan suatu perusahaan. Penilaian terhadap kinerja keuangan tidak hanya penting bagi pihak internal perusahaan, tetapi juga menjadi perhatian utama bagi investor, kreditor, dan pihak eksternal lainnya sebagai dasar dalam pengambilan keputusan investasi. Kinerja keuangan biasanya diukur melalui rasio keuangan, seperti rasio profitabilitas, likuiditas, solvabilitas, dan aktivitas, yang digunakan untuk menilai efektivitas manajemen dalam mengelola aset, utang, dan modal perusahaan. Kinerja keuangan merupakan indikator penting yang digunakan oleh manajemen, investor, dan kreditor untuk menilai kondisi perusahaan serta sebagai dasar dalam pengambilan keputusan ekonomi dan investasi (Hery, 2022:25).

Penelitian ini dilakukan pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Perusahaan manufaktur dipilih sebagai objek penelitian karena perusahaan manufaktur merupakan perusahaan yang menjual produknya yang diawali dari proses produksi yang tidak terputus mulai dari pembelian bahan baku, proses pengolahan bahan hingga menjadi barang jadi. Proses tersebut dilakukan secara internal oleh perusahaan sehingga membutuhkan sumber dana yang akan digunakan pada aset tetap perusahaan. Perusahaan manufaktur lebih membutuhkan sumber dana jangka panjang untuk membiayai operasi perusahaan mereka, salah satunya dengan investasi saham oleh para investor, sehingga dapat mempengaruhi nilai perusahaan.

Kinerja keuangan dipengaruhi oleh berbagai faktor internal dan eksternal, di antaranya pengelolaan utang, arus kas operasi, struktur modal, dan kebijakan dividen. Pengelolaan utang yang efisien memungkinkan perusahaan memanfaatkan dana pinjaman untuk meningkatkan produktivitas dan profitabilitas. Pengelolaan utang yang baik mampu mengoptimalkan kinerja keuangan dengan meminimalkan risiko gagal bayar (Sugiono, 2023). Sebaliknya, rasio utang yang terlalu tinggi dapat mengindikasikan risiko keuangan yang besar dan berpotensi menurunkan profitabilitas perusahaan (Payranisa et al., 2023). Arus kas operasi (*operating cash flow*) juga berperan penting sebagai indikator likuiditas perusahaan. Arus kas operasi menggambarkan kemampuan perusahaan menghasilkan kas dari aktivitas utamanya untuk membiayai kewajiban dan membayar dividen (Septiani & Maulani, 2023). Kebijakan dividen mencerminkan keseimbangan antara laba yang dibagikan kepada pemegang saham dan laba yang ditahan untuk investasi kembali. Kebijakan dividen yang stabil memberikan sinyal positif bagi investor tentang prospek dan kestabilan perusahaan (Artati, 2020). Namun, pembagian dividen yang berlebihan dapat mengurangi dana internal untuk ekspansi dan berdampak negatif terhadap likuiditas.

Berdasarkan data keuangan perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia menunjukkan kinerja keuangan perusahaan manufaktur yang diukur menggunakan *Return on Assets* mengalami penurunan selama periode 2022–2024 secara rata-rata sebesar 10.83 persen. Penurunan ROA di duga dipengaruhi oleh variabel pengelolaan utang, arus kas operasi, struktur modal, dan kebijakan dividen, yang masing-masing memiliki peran berbeda dalam menentukan tingkat profitabilitas perusahaan. Dilihat dari aspek pengelolaan utang yang diukur menggunakan *debt to asset ratio* menunjukkan adanya penurunan selama periode 2022–2024 secara rata-rata sebesar 36.8 persen. Dari sisi pengelolaan hutang dengan menggunakan *Debt to Equity Ratio* (DER), rata-rata DER perusahaan manufaktur juga mengalami perubahan dari tahun 2022-2024 sebesar 76.49 persen. Sementara itu, arus kas operasi (AKO) menunjukkan pergerakan yang cukup berfluktuasi selama periode 2022-2024 sebesar 59.71 persen. Pada variabel kebijakan dividen pembagian dividen perusahaan manufaktur juga menunjukkan pola yang berfluktuasi secara rata-rata sebesar 55.90 persen.

Selain fenomena di atas beberapa hasil penelitian terdahulu tentang pengaruh pengelolaan utang, arus kas operasi dan kebijakan dividen terhadap kinerja keuangan perusahaan, di antaranya adalah: Kurniawan (2024) Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa pengelolaan utang berpengaruh negatif signifikan terhadap kinerja keuangan perusahaan, sedangkan arus kas operasi berpengaruh positif dan signifikan terhadap kinerja keuangan perusahaan. Struktur modal berpengaruh negatif namun tidak signifikan terhadap kinerja keuangan. Di sisi lain, kebijakan dividen berpengaruh positif signifikan terhadap kinerja keuangan perusahaan. Aisy dan Taqwa (2023) Hasil penelitian tersebut menunjukkan bahwa kebijakan dividen dan struktur modal memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap kinerja perusahaan. Putra (2019) Hasil penelitian menunjukkan bahwa arus kas operasi memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap kinerja perusahaan. Selain itu, *leverage* yang diukur dengan *Debt to Equity Ratio* terbukti memoderasi hubungan antara kinerja keuangan dan reaksi pasar. Dewi dan Sudiarta (2017) Hasil penelitian bahwa struktur modal memiliki pengaruh negatif terhadap kinerja keuangan Perusahaan. Mursalini et al. (2023) Hasil penelitian menunjukkan bahwa struktur modal berpengaruh negative dan signifikan terhadap kinerja keuangan perusahaan. Yasir (2024) Hasil penelitian menunjukkan bahwa struktur modal berpengaruh negatif signifikan terhadap profitabilitas, sedangkan arus kas operasi memiliki pengaruh positif dan signifikan. Elisabet (2024) hasil penelitian ini menemukan bahwa arus kas bebas berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen. Kebijakan utang juga menunjukkan pengaruh negatif dan signifikan terhadap kinerja keuangan.

Ketidakkonsistenan hasil penelitian tersebut menunjukkan adanya *research gap* yang penting untuk dikaji kembali, khususnya pada perusahaan manufaktur di Indonesia yang menghadapi dinamika keuangan dan persaingan pasar yang semakin kompleks. Oleh karena itu, merasa perlu melakukan penelitian lanjutan dengan fokus pada periode terbaru serta menggunakan variabel-variabel yang telah diteliti sebelumnya untuk memberikan hasil penelitian yang lebih baru dan lebih lengkap. Berdasarkan latar belakang dari faktor faktor yang menentukan kinerja keuangan tersebut, penulis tertarik untuk melakukan penelitian berjudul “pengaruh pengelolaan utang, arus kas operasi, struktur modal, dan kebijakan dividen terhadap kinerja keuangan pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di bursa efek indonesia”

TINJAUAN PUSTAKA

Teori Trade-Off (Trade-Off Theory)

Teori Trade-Off merupakan salah satu teori utama dalam struktur modal yang menjelaskan bahwa perusahaan akan menentukan komposisi utang dan ekuitas yang optimal dengan cara menyeimbangkan antara manfaat dan biaya dari penggunaan utang. Manfaat utama penggunaan utang terletak pada adanya *tax shield*, yaitu penghematan pajak karena bunga utang dapat dibebankan sebagai biaya, sehingga dapat meningkatkan nilai perusahaan. Namun, di sisi lain, penggunaan utang juga menimbulkan berbagai biaya, seperti biaya kebangkrutan (*financial distress cost*), biaya keagenan (*agency cost*), serta meningkatnya risiko keuangan. Oleh karena itu, perusahaan tidak akan menggunakan utang secara berlebihan, melainkan akan mencari titik keseimbangan di mana manfaat marginal dari utang sama dengan biaya marginal yang ditimbulkannya. Titik inilah yang disebut sebagai struktur modal optimal.

Teori Keagenan (Agency Theory)

Teori keagenan (*Agency Theory*) menjelaskan hubungan antara pemilik perusahaan (*principal*) dan manajer (*agent*). Pemilik perusahaan memberikan wewenang kepada manajer untuk mengelola perusahaan dengan tujuan meningkatkan nilai dan kinerja perusahaan. Namun, dalam praktiknya, manajer tidak selalu bertindak sesuai dengan kepentingan pemilik karena adanya perbedaan tujuan, kepentingan pribadi, serta keterbatasan informasi yang

dimiliki oleh pemilik perusahaan. Kondisi ini dikenal sebagai konflik keagenan (*agency conflict*). Konflik keagenan dapat menimbulkan biaya keagenan (*agency cost*), yaitu biaya yang muncul akibat upaya pemilik untuk mengawasi manajer serta potensi kerugian akibat keputusan manajer yang tidak optimal. Dalam konteks keuangan perusahaan, keputusan mengenai pengelolaan utang, struktur modal, dan kebijakan dividen dipandang sebagai mekanisme pengendalian untuk mengurangi konflik keagenan.

Kinerja Keuangan

Kinerja keuangan merupakan gambaran kondisi keuangan perusahaan pada suatu periode tertentu baik menyangkut aspek penghimpunan dana maupun penyaluran dana, yang biasanya diukur dengan indikator kecukupan modal, likuiditas, dan profitabilitas. Kinerja keuangan adalah penilaian seberapa efektif perusahaan menerapkan praktik keuangan yang tepat (Fahmi, 2012:2). Kinerja keuangan bisnis dinilai dengan alat analisis keuangan. Akibatnya, kita dapat memahami keadaan keuangan perusahaan, yang menunjukkan kinerjanya selama periode waktu tertentu. Perusahaan harus menggunakan sumber daya mereka sebaik mungkin untuk merespon perubahan lingkungan. Tujuan utama dari kinerja keuangan adalah untuk menilai sejauh mana efektivitas dan efisiensi perusahaan dalam mengelola sumber daya yang dimilikinya guna mencapai tujuan perusahaan secara keseluruhan, yaitu meningkatkan nilai perusahaan dan memberikan keuntungan yang berkelanjutan bagi para pemegang saham. Kinerja keuangan perusahaan diukur melalui indikator seperti *Return on Assets*, *Return on Equity*, atau *Net Profit Margin*, dipengaruhi oleh keputusan keuangan strategis yang melibatkan pengelolaan utang, arus kas operasi, struktur modal, dan kebijakan dividen.

Pengelolaan Utang

Pengelolaan utang memiliki peran penting dalam menjaga keseimbangan finansial perusahaan. Tujuan utamanya adalah mengatur penggunaan dana pinjaman dengan efisien dan efektif, sehingga mendukung operasi serta investasi tanpa menciptakan beban finansial yang berlebihan. Pengelolaan utang bertujuan memastikan bahwa setiap kewajiban perusahaan dapat dilunasi tepat waktu dan dimanfaatkan secara produktif untuk menghasilkan keuntungan (Kasmir, 2019:155). Dengan cara ini, utang tidak hanya dilihat sebagai beban, tetapi sebagai alat yang bisa memperbesar kemampuan perusahaan mencapai sasaran bisnisnya. Dalam konteks perusahaan pengelolaan utang yang optimal diharapkan dapat meningkatkan kinerja keuangan dengan meminimalkan biaya modal dan memaksimalkan profitabilitas. Dalam *Agency Theory* menjelaskan bahwa utang berfungsi sebagai mekanisme kontrol untuk mengurangi konflik kepentingan antara pemegang saham dan manajer, sehingga meningkatkan efisiensi operasional. Pengelolaan utang perusahaan diukur melalui indikator seperti DAR adalah rasio yang mengukur perbandingan antara total utang dengan total aset perusahaan. Rasio ini mencerminkan seberapa besar aset perusahaan yang dibiayai dengan utang dan *Debt to equity ratio* adalah rasio yang memberikan gambaran mengenai struktur modal yang dimiliki perusahaan atau keseimbangan proporsi antara aktiva yang didanai oleh kreditor dan dana yang didanai pemilik perusahaan, sehingga dapat dilihat tingkat risiko tak tertagihnya suatu utang.

Arus Kas Operasi

Arus kas operasi (*Operating Cash Flow*) merupakan arus kas yang dihasilkan dari kegiatan utama perusahaan, seperti produksi dan penjualan barang atau jasa, yang mencerminkan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan kas guna membiayai aktivitas operasional, membayar kewajiban, serta mendistribusikan dividen tanpa bergantung pada sumber eksternal. Arus kas operasi yang positif menunjukkan kesehatan keuangan perusahaan, indikator ini mencerminkan likuiditas dan kemampuan memenuhi kewajiban jangka pendek

serta membiayai pertumbuhan. Laporan arus kas operasi bertujuan memberikan gambaran jelas tentang aliran masuk dan keluar kas dari kegiatan operasional perusahaan dalam periode tertentu. Arus kas positif dari operasi menandakan perusahaan baik dalam mengelola pendapatan dan pengeluaran harian, sedangkan arus kas operasi negatif yang berkelanjutan bisa menunjukkan masalah dalam efisiensi operasional atau pengelolaan modal kerja.

Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen yang tepat memberikan manfaat penting baik bagi perusahaan maupun pemegang saham. Dari sisi perusahaan, manfaat utama kebijakan dividen adalah meningkatkan citra dan kredibilitas perusahaan di mata investor, karena pembagian dividen yang stabil menunjukkan kinerja keuangan yang kuat dan kemampuan menghasilkan laba yang berkelanjutan. Kebijakan dividen yang baik bisa mengurangi ketidakpastian investor terhadap prospek perusahaan dan memperkuat hubungan kepercayaan antara manajemen dan pemegang saham (Gitman dan Zutter, 2015:602-603). Dividen yang stabil memberikan sinyal bahwa perusahaan memiliki manajemen keuangan yang solid, mampu mengelola kas dengan baik, serta berkomitmen terhadap pengembalian investasi kepada pemegang saham. Sedangkan teori residual menegaskan bahwa dividen hanya dibayarkan setelah kebutuhan investasi perusahaan terpenuhi, sehingga dividen merupakan sisa laba setelah pembiayaan investasi.

Pengaruh Pengelolaan Utang, Arus Kas Operasi, Struktur Modal, Kebijakan Dividen Terhadap Kinerja Keuangan

Pengaruh Pengelolaan Utang Terhadap Kinerja Keuangan

Pengelolaan utang merupakan salah satu aspek penting dalam manajemen keuangan yang berperan penting dalam menentukan kinerja keuangan perusahaan. Utang memungkinkan perusahaan memperoleh dana eksternal yang diperlukan untuk ekspansi dan pengembangan usaha. Namun, pengelolaan utang yang kurang efektif dapat menimbulkan risiko kebangkrutan dan tekanan likuiditas yang mengganggu kelangsungan perusahaan. Utang dapat berfungsi sebagai alat untuk meningkatkan disiplin keuangan manajemen, sehingga membantu meminimalkan konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham. Di sisi lain, beberapa studi menegaskan bahwa penggunaan utang secara berlebihan dapat menurunkan kinerja perusahaan (Bangun et al., 2017). Dengan demikian, pengelolaan utang yang efektif dapat mengoptimalkan penggunaan utang sesuai dengan kapasitas perusahaan dalam membayar bunga dan pokok utang dapat meningkatkan profitabilitas melalui *leverage* positif dan memperbaiki kinerja keuangan. Sebaliknya, penggunaan utang yang berlebihan meningkatkan risiko likuiditas dan menurunkan kinerja. Temuan ini menegaskan pentingnya penggunaan DER dan DAR sebagai indikator dalam pengukuran pengelolaan utang pada penelitian kinerja keuangan.

H_1 :Pengelolaan Utang berpengaruh signifikan terhadap kinerja keuangan perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia

H_2 :Struktur Modal berpengaruh signifikan terhadap kinerja keuangan perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia

Pengaruh Arus Kas Operasi terhadap Kinerja Keuangan

Arus kas operasi merupakan indikator utama yang mencerminkan kesehatan keuangan perusahaan karena menunjukkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan kas dari aktivitas utama tanpa bergantung pada sumber eksternal. Arus kas operasi menggambarkan likuiditas perusahaan untuk membiayai kegiatan sehari-hari, termasuk pembayaran kewajiban, investasi, dan distribusi dividen. Penelitian terbaru dari Septiani & Maulani (2023) memperkuat peran penting arus kas operasi dalam memastikan kelangsungan usaha dan memenuhi kewajiban secara tepat waktu. Basri et al. (2023) menemukan bahwa ada pengaruh

positif dan signifikan antara arus kas operasi dengan kinerja keuangan, terutama dalam memperbaiki rasio profitabilitas dan likuiditas di sektor manufaktur. Lebih jauh lagi, penelitian oleh Jeniwati & Pandin (2023) menegaskan bahwa kekuatan arus kas operasi yang stabil dapat meningkatkan kepercayaan investor dan mendukung pertumbuhan perusahaan secara berkelanjutan.

H_3 : Arus Kas Operasi berpengaruh positif dan signifikan terhadap kinerja keuangan perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia

Pengaruh Kebijakan Dividen terhadap Kinerja Keuangan

Kebijakan dividen berkaitan dengan keputusan perusahaan untuk membagi laba kepada pemegang saham atau menahannya guna reinvestasi. Teori sinyal (*signaling theory*) menjelaskan bahwa kebijakan dividen berfungsi sebagai sinyal positif kepada pasar mengenai prospek perusahaan di masa depan. Sinyal ini muncul karena adanya asimetri informasi antara manajemen dan investor, sehingga dividen dianggap sebagai indikator kesehatan dan kelangsungan usaha. Bukti empiris dari sektor manufaktur di Indonesia menunjukkan bahwa kebijakan dividen sering berkaitan dengan kinerja keuangan perusahaan. Perusahaan yang rutin membayar dividen dipandang lebih stabil dan menarik kepercayaan investor, yang tercermin pada perbaikan indikator kinerja dan nilai perusahaan. Perusahaan cenderung mempertahankan kestabilan dividen karena hal ini memberikan sinyal kepercayaan kepada pasar. Dividen merupakan indikator kuat bagi investor mengenai prospek keuntungan perusahaan di masa depan yang dapat mempengaruhi harga saham dan membangun kepercayaan. Kebijakan dividen memiliki hubungan positif dengan kinerja keuangan melalui pengaruhnya terhadap likuiditas dan stabilitas keuangan (Harjito & martono, 2017).

H_4 : Kebijakan Dividen berpengaruh signifikan terhadap kinerja keuangan perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia

METODE PENELITIAN

Ruang Lingkup Penelitian

Ruang lingkup penelitian ini meliputi pengelolaan utang, arus kas operasi, struktur modal, dan kebijakan dividen terhadap kinerja keuangan (*Return on Assets*) pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2022-2024.

Populasi dan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada periode tahun 2022-2024 yang berjumlah sekitar 155 perusahaan. Teknik pengambilan sampel yang digunakan di dalam penelitian ini adalah *purposive sampling*, dengan kriteria pemilihan sampel berdasarkan kriteria tersebut, terdapat 31 perusahaan manufaktur yang memenuhi syarat dan dijadikan sampel dalam penelitian ini.

Operasionalisasi Variabel

Variabel Terikat (*Dependent Variabel*)

Variabel dependen (Y) dalam penelitian ini adalah kinerja keuangan. Kinerja keuangan merupakan hal yang sangat mendasar untuk menilai kinerja perusahaan secara keseluruhan. Untuk mengukur kinerja keuangan perusahaan, peneliti menggunakan *Return On Asset*.

$$ROA = \frac{\text{Laba bersih}}{\text{Total aset}} \times 100\% \dots \dots \dots 1$$

Variabel Bebas (Independent Variabel)

Variabel bebas didalam penelitian ini, yaitu pengaruh pengelolaan utang, arus kas operasi, struktur modal, dan kebijakan dividen.

1. Pengelolaan utang.

Pengelolaan utang adalah cara perusahaan mengelola kewajibannya berupa utang untuk memastikan kemampuan pembayaran dan penggunaan utang secara optimal untuk mendukung operasi dan ekspansi bisnis. Indikator pengelolaan utang yang digunakan adalah:

$$Debt\ to\ Asset\ Ratio = \frac{Total\ Hutang}{Total\ Aset} \times 100 \dots\dots\dots 2$$

$$Debt\ to\ Equity\ Ratio = \frac{Total\ Hutang}{Total\ Ekuitas} \times 100 \dots\dots\dots 3$$

2. Arus kas operasi

Arus kas operasi merupakan aliran kas masuk dan keluar dari aktivitas utama perusahaan yang berkaitan dengan produksi dan penjualan barang atau jasa. Indikator arus kas operasi yang digunakan adalah:

$$AKO = \frac{AKOt - AKOt-1}{AKOt-1} \times 100 \dots\dots\dots 4$$

Keterangan:

AKOt = Arus Kas Operasi periode sekarang
AKOt-1 = Arus Kas Operasi periode sebelumnya

3. Kebijakan dividen

Kebijakan dividen mencerminkan keseimbangan antara memberikan imbal hasil kepada investor dan mendukung pertumbuhan perusahaan. Pengukuran kebijakan dividen yang digunakan adalah:

$$Dividend\ Payout\ Ratio = \frac{Total\ Dividen}{Laba\ Bersih} \times 100 \dots\dots\dots 5$$

Teknik Pengumpulan Data

Teknik pengumpulan data dengan metode dokumentasi dimana data dikumpulkan melalui laporan keuangan bersumber dari *Indonesian Stock Exchange (IDX)*. Sumber data dalam penelitian ini adalah menggunakan data sekunder. Data sekunder adalah data yang diperoleh melalui literatur atau dokumen yang berhubungan dengan laporan keuangan (*financial statement*) atau laporan keuangan tahunan (*annual report*) perusahaan yang dipublikasikan di website resmi Bursa Efek Indonesia, Indonesia yaitu www.idx.com.

Teknik Analisis Data

Teknik analisis data yang dipergunakan adalah analisis regresi linier berganda dengan data panel dengan persamaan sebagai berikut:

$$Y = \alpha + b_1X_1 + b_2X_2 + b_3X_3 + b_4X_4 \dots\dots\dots 6$$

Dimana:

- Y : Kinerja Keuangan Perusahaan
- X1 : Pengelolaan Utang Perusahaan
- X2 : Arus Kas Operasi Perusahaan
- X3 : Struktur Modal Perusahaan
- X4 : Kebijakan Dividen Perusahaan
- α : Konstanta
- b_1, b_2, b_3, b_4 : Koefisien Regresi

Dalam regresi data panel terdapat tiga model utama, yaitu *Common Effect Model* (CEM), *Fixed Effect Model* (FEM), dan *Random Effect Model* (REM). Untuk menentukan

model terbaik, dilakukan tiga pengujian berikut: (a) Uji *Chow*, (b) Uji *Hausman* dan (c) Uji *Lagrange Multiplier* (LM)

Uji asumsi klasik dilakukan untuk memastikan model regresi memenuhi kriteria BLUE (*Best Linear Unbiased Estimator*). Uji asumsi klasik dalam penelitian ini meliputi: uji normalitas, uji multikolinearitas, uji autokorelasi dan uji heteroskedastisitas.

Pengujian Hipotesis

Pengujian hipotesis dengan menggunakan uji t secara parsial, uji F secara simultan.

HASIL PENELITIAN

Statistik Deskriptif

Hasil pengujian statistik deskriptif dapat dilihat pada Tabel 1 berikut:

Tabel 1. Hasil Uji Statistik Deskriptif

Variabel	Observations	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
ROA	93	0.0026	0.3319	0.1084	0.0742
DAR	93	0.0979	0.8661	0.3680	0.1649
DER	93	0.1085	6.4659	0.7650	0.8567
AKO	93	-2.8542	44.7107	0.5968	4.7676
DPR	93	0.0115	2.4455	0.5893	0.4446

Sumber: Data sekunder diolah (2026)

Berdasarkan Tabel 1 di atas karakteristik masing-masing variabel penelitian sebagai berikut: Variabel *Return on Assets* memiliki nilai minimum sebesar 0.0026 dan nilai maksimum sebesar 0.3319. Nilai rata-rata (*mean*) sebesar 0.1084 lebih besar dibandingkan dengan nilai standar deviasinya sebesar 0.0742. Variabel *Debt to Asset Ratio* menunjukkan nilai minimum sebesar 0.0979 dan maksimum sebesar 0.8661. Rata-rata proporsi utang terhadap aset perusahaan sampel adalah 0.3680 dengan standar deviasi sebesar 0.1649. Variabel *Debt to Equity Ratio* memiliki nilai minimum sebesar 0.1085 dan nilai maksimum mencapai 6.4659. Rata-rata tingkat DER adalah sebesar 0.7650 atau dengan standar deviasi sebesar 0.8567. Variabel Arus Kas Operasi mencatatkan nilai minimum sebesar -2.8542, yang menunjukkan adanya perusahaan yang mengalami penurunan kas operasi yang sangat drastis, hingga nilai maksimum sebesar 44. Rata-rata perubahan arus kas operasi adalah 0.5968 dengan standar deviasi yang sangat besar yaitu 4.7676. Variabel *Dividend Payout Ratio* memiliki nilai minimum sebesar 0.0115 dan nilai maksimum sebesar 2.4455. Nilai rata-rata DPR sebesar 0.5893 dengan standar deviasi sebesar 0.4446.

Pemilihan Model Regresi Data Panel

Berdasarkan hasil Uji pemilihan model data panel, maka model akhir yang digunakan adalah *Fixed Effect Model*.

Uji Asumsi Klasik

Berdasarkan uji asumsi klasik yang telah dilakukan, ditemukan bahwa model regresi ini lolos dari uji multikolinearitas, namun mengalami pelanggaran berat pada tiga asumsi krusial lainnya, yaitu: (a) Tidak memenuhi asumsi Normalitas (nilai probabilitas Jarque-Bera $0.000000 < 0,05$), (b) Terjadi gejala Heteroskedastisitas (nilai probabilitas $\text{Obs} \cdot R\text{-squared}$ Uji White $0.0002 < 0,05$) dan (c) Terjadi masalah Autokorelasi (nilai *Durbin-Watson* 2.732339 berada di luar rentang -2 hingga +2). Oleh karena itu langkah perbaikan ini juga sejalan dengan teori ekonometrika Gujarati (2011), yang secara tegas menyatakan bahwa masalah asumsi klasik tersebut dapat diatasi secara efektif dengan penyesuaian matriks varians-kovarians

menggunakan metode GLS. Melalui pendekatan ini, perangkat lunak EViews secara otomatis melakukan penyesuaian (*adjustment*) sehingga nilai t-statistik dan probabilitas yang dihasilkan menjadi valid dan reliabel untuk penarikan kesimpulan hipotesis tanpa mengubah arah murni dari koefisien variabel. Berikut adalah hasil estimasi model setelah dilakukan perbaikan menggunakan pendekatan *White period (cross-section cluster)* Adapun hasil estimasi model data panel di sajikan pada Tabel 1 berikut.

Tabel 2 Hasil Estimasi Model Data Panel dengan Robust Standard Errors

Dependent Variable: ROA
 Method: Panel Least Squares
 Date: 03/16/26 Time: 01:51
 Sample: 2022 2024
 Periods included: 3
 Cross-sections included: 31
 Total panel (balanced) observations: 93
 White period (cross-section cluster) standard errors & covariance (d.f. corrected)
 Standard error and t-statistic probabilities adjusted for clustering

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.140983	0.037434	3.766191	0.0007
DAR	-0.080001	0.104185	-0.767876	0.4486
DER	-0.026570	0.003947	-6.730882	0.0000
TRANSDPR	-0.018897	0.008949	-2.111541	0.0432
TRANSAKO	1.61E-05	3.05E-05	0.528847	0.6008

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)			
R-squared	0.951419	Mean dependent var	0.108370
Adjusted R-squared	0.922940	S.D. dependent var	0.074198
S.E. of regression	0.020597	Akaike info criterion	-4.646791
Sum squared resid	0.024606	Schwarz criterion	-3.693662
Log likelihood	251.0758	Hannan-Quinn criter.	-4.261945
F-statistic	33.40817	Durbin-Watson stat	2.778022
Prob(F-statistic)	0.000000		

Hasil Uji Hipotesis

Hasil uji t untuk masing-masing hipotesis secara parsial variabel Pengelolaan Utang memiliki tingkat probabilitas sebesar 0.4486. dengan demikian dapat disimpulkan debt to asset ratio berpengaruh negative dan tidak signifikan terhadap kinerja keuangan. Variabel Arus Kas Operasi memiliki probabilitas 0.6008 dengan demikian arus kas operasi berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap kinerja keuangan. Variabel debt ti equity ratio memiliki tingkat probabilitas sebesar 0.0000 dengan demikian debt to equity ratio berpengaruh negaitf dan signifikan terhadap kinerja keuangan. Variabel Kebijakan Dividen memiliki tingkat probabilitas sebesar 0.0432 dengan demikian DPR yang memberikan pengaruh negatif dan signifikan terhadap kinerja keuangan. Hasil uji F diperoleh nilai *F-statistic* sebesar 33.40817 dengan tingkat probabilitas sebesar 0.0000 dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa Pengelolaan Utang, Arus Kas Operasi, Struktur Modal, dan Kebijakan Dividen secara simultan berpengaruh signifikan terhadap kinerja keuangan perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2022–2024. Nilai *Adjusted R-squared* sebesar 0.922940. Hal ini mengindikasikan bahwa 92,29% variasi atau naik-turunnya Kinerja Keuangan perusahaan manufaktur dapat dijelaskan secara oleh variasi Pengelolaan Utang, Struktur Modal, Kebijakan Dividen, dan Arus Kas Operasi. Sementara itu, 7,71% sisanya dijelaskan oleh faktor-faktor lain di luar model penelitian ini.

Pengaruh Pengelolaan Utang terhadap Kinerja Keuangan

Hasil pengujian menunjukkan bahwa pengelolaan utang yang diukur dengan *Debt to Asset Ratio* berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap kinerja keuangan sedangkan *Debt to Equity Ratio* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kinerja keuangan. Hal ini berarti bahwa tinggi rendahnya proporsi utang terhadap total aset perusahaan tidak memberikan dampak yang nyata terhadap kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba, sedangkan

debt to equity ratio membuktikan bahwa semakin tinggi proporsi utang dibandingkan modal sendiri, maka profitabilitas perusahaan akan semakin tertekan dan menurun. Temuan ini juga sejalan dengan *Trade-Off Theory* yang menyatakan bahwa penggunaan utang memang memberikan manfaat berupa tax shield hingga batas tertentu, namun apabila telah melampaui tingkat optimal, maka biaya kebangkrutan dan beban bunga yang meningkat akan menurunkan profitabilitas perusahaan. Pada perusahaan manufaktur dalam penelitian ini, kondisi tersebut mengindikasikan bahwa penggunaan *leverage* telah melampaui titik optimal, sehingga sebagian besar laba operasi digunakan untuk memenuhi kewajiban utang dibandingkan untuk meningkatkan laba bersih.

Pengaruh Arus Kas Operasi terhadap Kinerja Keuangan

Hasil pengujian menunjukkan bahwa Arus Kas Operasi berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap kinerja keuangan. Temuan ini menolak hipotesis awal dan mengindikasikan bahwa perubahan arus kas dari aktivitas operasi belum mampu menjadi motor penggerak utama dalam meningkatkan profitabilitas perusahaan manufaktur selama periode pengamatan. Ketidaksignifikan pengaruh arus kas operasi terhadap kinerja keuangan dapat dijelaskan melalui beberapa faktor yang berkaitan dengan karakteristik data dan kondisi industri. Pertama, arus kas operasi menunjukkan fluktuasi yang sangat tinggi antar tahun, di mana rata-rata AKO perusahaan sampel pada tahun 2022 sebesar $-3,21\%$, kemudian meningkat drastis menjadi $171,25\%$ pada tahun 2023, dan kembali menurun menjadi $11,01\%$ pada tahun 2024. Tingginya standar deviasi sebesar $476,76\%$ yang jauh melampaui nilai rata-rata $59,68\%$ mengindikasikan variabilitas data yang sangat ekstrem, sehingga hubungan statistik antara arus kas operasi dan Return on Assets menjadi tidak stabil dan sulit terdeteksi secara signifikan. Fluktuasi yang besar ini menyebabkan ketersediaan kas internal tidak dapat diandalkan secara konsisten untuk mendukung operasional dan investasi perusahaan, sehingga tingginya arus kas pada periode tertentu belum tentu mencerminkan kualitas laba yang stabil. Kedua, karakteristik siklus bisnis industri manufaktur yang sangat dipengaruhi oleh perubahan permintaan pasar, harga bahan baku, serta kondisi rantai pasok menyebabkan arus kas operasi cenderung berfluktuasi mengikuti dinamika produksi dan penjualan, sehingga tidak selalu sejalan dengan profitabilitas akuntansi yang diukur melalui ROA.

Pengaruh Kebijakan Dividen terhadap Kinerja Keuangan

Hasil pengujian menunjukkan bahwa Kebijakan Dividen yang diukur dengan *Dividend Payout Ratio* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kinerja keuangan. Hasil negatif dan signifikan kebijakan dividen terhadap kinerja keuangan dapat dijelaskan melalui karakteristik kebijakan dividen perusahaan manufaktur serta kebutuhan investasinya. Rata-rata Dividend Payout Ratio perusahaan sampel sebesar $58,93\%$ dengan rentang yang sangat luas, yaitu antara $1,15\%$ hingga $244,55\%$, menunjukkan adanya variasi yang signifikan dalam kebijakan pembagian dividen. Perusahaan dengan DPR di atas 100% berarti membagikan dividen melebihi laba bersih tahun berjalan, sehingga harus didanai dari kas internal atau bahkan melalui penambahan utang, yang pada akhirnya dapat menguras sumber daya perusahaan yang seharusnya digunakan untuk kegiatan produktif. Temuan ini juga konsisten dengan teori residual menegaskan bahwa dividen hanya dibayarkan setelah kebutuhan investasi perusahaan terpenuhi, sehingga dividen merupakan sisa laba setelah pembiayaan investasi. Perusahaan yang menerapkan kebijakan dividen secara agresif tanpa mempertimbangkan kebutuhan investasi berpotensi mengalami penurunan kinerja keuangan di masa mendatang.

KESIMPULAN

Berdasarkan pengujian dan pembahasan maka dapat diperoleh kesimpulan pada penelitian ini adalah sebagai berikut: (1) Pengelolaan Utang dan Arus Kas Operasi secara parsial berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap kinerja keuangan, (2) Struktur Modal dan Kebijakan Dividen secara parsial berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kinerja keuangan dan Pengelolaan Utang, Arus Kas Operasi, Struktur Modal, dan Kebijakan Dividen. Secara simultan berpengaruh signifikan terhadap kinerja keuangan pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2022–2024.

Hasil penelitian ini dapat menjadi bahan referensi bagi peneliti lain terkait dengan Arus Kas Operasi, Struktur Modal, dan Kebijakan Dividen pengaruhnya terhadap kinerja keuangan perusahaan. Selain itu bagi investor dan kreditor penelitian ini dapat dimanfaatkan sebagai salah satu acuan dapat dijadikan dasar untuk mengambil keputusan investasi.

DAFTAR PUSTAKA

- Aisy, R., & Taqwa, S. (2023). Pengaruh Kebijakan Dividen dan Struktur Modal terhadap Kinerja Perusahaan. *Jurnal Eksplorasi Akuntansi (JEA)*, Universitas Negeri Padang.
- Bangun, N., Salim, S., & Ernawati, E. (2017). Pengaruh Struktur Modal Terhadap Kinerja Perusahaan. *Jurnal Akuntansi*, 21(2), 215-230.
- Basri, M., Putra, R., & Anjani, F. (2023). Pengaruh Arus Kas Operasi terhadap Kinerja Keuangan Perusahaan Manufaktur. *Jurnal Akuntansi Indonesia*, 12(1), 55-68.
- Desy Septariani. (2017). Pengaruh Kebijakan Dividen terhadap Nilai Perusahaan dengan Dividend Payout Ratio Sebagai Indikator. *Jurnal Akuntansi dan Bisnis*, 3(1), 45-58.
- Dewi, N. K. V. C., & Sudiarta, G. M. (2017). Pengaruh Profitabilitas, Ukuran Perusahaan, dan Struktur Modal terhadap Kinerja Keuangan Perusahaan. *E-Jurnal Manajemen Universitas Udayana*.
- Elisabet. (2024). Pengaruh Arus Kas Bebas dan Kebijakan Utang terhadap Kebijakan Dividen pada Perusahaan Manufaktur Sub-sektor Makanan dan Minuman. *Jurnal Ilmiah Akuntansi*, 14(2), 100-115.
- Fahmi, I. (2012). *Analisis Kinerja Keuangan*. Alfabeta.
- Gitman, L. J., & Zutter, C. J. (2015). *Principles Of Managerial Finance* (14th ed.). Pearson Education.
- Harjito, D. A., & Martono. (2017). Dividend Policy and Corporate Financing Decisions. *International Journal of Business and Management*, 12(10), 105-118.
- Hery. (2022). *Analisis Laporan Keuangan*. PT Grasindo.
- Jeniwati, R., & Pandin, M. (2023). The Role of Operating Cash Flow Stability In Enhancing Firm Performance. *International Journal of Financial Research*, 14(3), 75-89.
- Kasmir. (2019). *Analisis Laporan Keuangan*. Rajawali Pers.
- Mangkona, A., Ningsih, Y., & Dewi, F. (2023). Pengaruh Struktur Modal, Profitabilitas, dan Likuiditas terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Ekonomi dan Manajemen*, 11(1), 55-70.
- Mursalini, M., Rahmawati, R., & Hidayat, T. (2023). Pengaruh Struktur Modal dan Likuiditas terhadap Kinerja Keuangan Perusahaan. *Jurnal Kompetensi, Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Trunojoyo Madura*.
- Payranisa, R., Hidayat, T., & Nuraini, S. (2023). Debt Ratio and Financial Performance: Evidence from Manufacturing Companies. *Jurnal Akuntansi dan Investasi*, 25(2), 210-224.
- Putra, R. (2019). Pengaruh Arus Kas Operasi Dan Kinerja terhadap Reaksi Pasar dengan Leverage Sebagai Variabel Moderasi. *Jurnal Akuntansi Multiparadigma*, 10(3), 456-472.
- Septiani, R., & Maulani, T. (2023). Operating Cash Flow and Corporate Sustainability In Indonesian Firms. *Jurnal Keuangan dan Perbankan*, 27(4), 400-415.
- Sutrisno. (2018). *Manajemen Keuangan Teori, Konsep dan Aplikasi* (Edisi revisi). Ekonisia.
- Yasir, M. (2024). The Effect of Capital Structure and Cash Flow Operations on Profitability in Manufacturing Companies. *International Journal of Accounting and Finance*, 13(2), 190-205.
- Zainal, A. (2024). Financial Performance Measurement and Strategic Management. *Journal of Business and Management Studies*, 6(1), 14-27.