



SKRIPSI

**DETERMINAN KEBIJAKAN DIVIDEN PADA PERUSAHAAN
TERDAFTAR DI BURSA EFEK INDONESIA**

**FAHMI ANWAR
NRP. 0911164000088**

**DOSEN PEMBIMBING
NUGROHO PRIYO NEGORO, S.T., S.E., M.T.**

**DEPARTEMEN MANAJEMEN BISNIS
FAKULTAS DESAIN KREATIF DAN BISNIS DIGITAL
INSTITUT TEKNOLOGI SEPULUH NOPEMBER
SURABAYA
2020**

(Halaman sengaja dikosongkan)



SKRIPSI

**DETERMINAN KEBIJAKAN DIVIDEN PADA PERUSAHAAN
TERDAFTAR DI BURSA EFEK INDONESIA**

**FAHMI ANWAR
NRP. 0911164000088**

**DOSEN PEMBIMBING
NUGROHO PRIYO NEGORO, S.T., S.E., M.T.**

**DEPARTEMEN MANAJEMEN BISNIS
FAKULTAS DESAIN KREATIF DAN BISNIS DIGITAL
INSTITUT TEKNOLOGI SEPULUH NOPEMBER
SURABAYA
2020**

(Halaman sengaja dikosongkan)



UNDERGRADUATE THESIS

**DETERMINANTS OF DIVIDEND PAYOUT POLICY OF
PUBLIC LISTED COMPANIES IN INDONESIA**

FAHMI ANWAR

NRP. 0911164000088

SUPERVISOR:

NUGROHO PRIYO NEGORO, S.T., S.E., M.T.

**BUSINESS MANAGEMENT DEPARTEMENT
FACULTY OF CREATIVE DESIGN AND DIGITAL BUSINESS
INSTITUT TEKNOLOGI SEPULUH NOPEMBER
SURABAYA
2020**

(Halaman sengaja dikosongkan)

LEMBAR PENGESAHAN

**DETERMINAN KEBIJAKAN DIVIDEN PADA PERUSAHAAN TERDAFTAR DI
BURSA EFEK INDONESIA**

Oleh :

Fahmi Anwar
NRP 0911164000088

**Diajukan untuk memenuhi salah satu syarat memperoleh
Gelar Sarjana Manajemen Bisnis**

Pada

**Program Studi Sarjana Manajemen Bisnis
Departemen Manajemen Bisnis
Fakultas Desain Kreatif dan Bisnis Digital
Institut Teknologi Sepuluh Nopember**

Tanggal Ujian: 22 Januari 2020

Disetujui oleh:

Dosen Pembimbing Skripsi

Pembimbing



Nugroho Priyo Negoro S.T., S.E., M.T.
NIP. 197607012003121002

Seluruh tulisan yang tercantum pada Skripsi ini merupakan hasil karya penulis sendiri, dimana isi dan konten sepenuhnya menjadi tanggung jawab penulis. Penulis bersedia menanggung segala tuntutan dan konsekuensi jika di kemudian hari terdapat pihak yang merasa dirugikan, baik secara pribadi maupun hukum.

Dilarang mengutip sebagian atau seluruh isi Skripsi ini tanpa mencantumkan atau menyebutkan sumbernya. Dilarang mengumumkan dan memperbanyak sebagian atau seluruh isi Skripsi dalam bentuk apa pun tanpa izin penulis.

DETERMINAN KEBIJAKAN DIVIDEN PERUSAHAAN TERDAFTAR DI BURSA EFEK INDONESIA

ABSTRAK

Keputusan Keuangan adalah pengambilan keputusan yang dilakukan oleh manajer yang terdiri dari keputusan investasi, keputusan pendanaan, dan kebijakan dividen. Ketiga keputusan tersebut saling berkaitan dan setiap keputusan yang diambil akan mempengaruhi keputusan keuangan yang lainnya. Namun dalam menentukan kebijakan dividen, masih menjadi hal yang sulit dilakukan oleh manajer. Hal tersebut dikarenakan dalam menentukan kebijakan dividen sama halnya dengan menyusun sebuah *puzzle* dengan bagian-bagian yang tidak saling menyatu, satu dengan yang lain. Sehingga diperlukan pertimbangan dari berbagai faktor yang saling mempengaruhi untuk dapat mempermudah manajer dalam membentuk kebijakan dividen. Penelitian ini bertujuan untuk mengidentifikasi serta menetapkan faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen perusahaan di Indonesia. Penelitian ini menggunakan data laporan keuangan dari perusahaan non keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dan membagikan dividen dalam rentang tahun 2014 hingga 2018. Dengan meneliti berdasarkan sudut pandang manajer dan berdasarkan *agency theory*, *signalling theory*, *tax preference*, serta *pecking order* dengan metode yang digunakan yaitu regresi data panel untuk mengestimasi faktor-faktor penelitian yaitu profitabilitas, likuiditas, *leverage*, ukuran perusahaan, *Investment opportunities*, risiko, *free cash flow*, *largest shareholder*, pajak. Penelitian ini menggunakan *software* STATA. Berdasarkan hasil hipotesis ditemukan bahwa profitabilitas, *free cash flow* memiliki pengaruh signifikan negatif terhadap kebijakan dividen perusahaan. Sedangkan likuiditas, *leverage*, dan *largest shareholder* memiliki pengaruh signifikan positif terhadap kebijakan dividen perusahaan terdaftar di Bursa Efek Indonesia

Kata Kunci: Indonesia, Kebijakan Dividen, Manajer, Perusahaan Terdaftar, *Shareholder*

(Halaman sengaja dikosongkan)

DETERMINANTS OF DIVIDEND PAYOUT POLICY OF PUBLIC LISTED COMPANIES IN INDONESIA

ABSTRACT

Financial decisions are decisions made by managers which consist of investment decisions, funding decisions, and dividend policies. The third decision is interrelated and each decision taken will affect other financial decisions. But in determining dividend policy, it is still a difficult thing for managers to do. This relates to determining the same dividend policy by compiling a puzzle with parts that are not integrated together, with each other. For those who need consideration of various interrelated factors to facilitate managers in making dividend policy. This study discusses the factors that influence company dividend policy in Indonesia. This study uses financial statement data from non-financial companies listed on the Indonesia Stock Exchange and distributes dividends in the period 2014 to 2018. By comparing the manager's perspective and based on agency theory, signaling theory, tax preferences, and pecking orders with the method used namely panel data regression to estimate the research factors, namely profitability, liquidity, leverage, company size, investment opportunities, risk, free cash flow, the largest shareholder, tax. This research uses STATA software. Based on the results of the hypothesis found as profitability, free cash flow has a significant negative effect on the company's dividend policy. While liquidity, leverage, and the largest shareholder have a significant positive effect on the company's dividend policy approved on the Indonesia Stock Exchange.

Keywords: Dividend Policy, Indonesia, Managers, Registered Companies, Shareholder

(Halaman sengaja dikosongkan)

KATA PENGANTAR

Puji dan syukur penulis haturkan kepada hadirat Tuhan Yang Maha Esa, atas berkah dan rahmat-Nya penulis dapat menyelesaikan skripsi yang berjudul **“Determinan Kebijakan Dividen Perusahaan Terdaftar di Bursa Efek Indonesia”** ini dengan baik dan sesuai dengan prosedur yang ada. Laporan skripsi ini disusun dengan tujuan untuk menyelesaikan studi Strata- 1 dan memperoleh gelar Sarjana Manajemen pada Departemen Jurusan Manajemen Bisnis, Fakultas Bisnis dan Manajemen Teknologi, Institut Teknologi Sepuluh Nopember Surabaya.

Dalam proses penyusunan skripsi ini, banyak mendapat bantuan serta masukan dari berbagai pihak. Untuk itu kali ini penulis menyampaikan terima kasih kepada:

1. Orang tua, kakak, kakek & nenek, serta keluarga besar penulis yang selalu mendoakan, memberikan nasihat, dan terus memberikan dukungan kepada penulis, serta menjadi motivasi penulis menjalani perkuliahan
2. Bapak Nugroho Priyo Negoro, S.T., S.E., M.T. selaku dosen pembimbing dan Ibu Geodita Woro Bramanti., S.T., M.Eng.Sc selaku dosen ko-pembimbing skripsi penulis yang senantiasa meluangkan waktu untuk memberikan masukan, arahan, serta motivasi sehingga penulis mampu menyelesaikan skripsi ini dengan baik dan tepat waktu.
3. Ibu Dr.oec.HSG. Syarifah Hanoum, S.T., M.T., CSEP selaku Kepala Departemen Manajemen Bisnis ITS dan Bapak Dr. Ir. Arman Hakim Nasution, M. Eng., Sc. sebagai dosen wali penulis yang penuh perhatian dalam memberikan bimbingan, nasehat, serta arahan selama penulis menempuh masa perkuliahan di Departemen Manajemen Bisnis ITS.
4. Bapak Berto Mulia Wibawa, S.Pi., M.M selaku Sekertaris Departemen Manajemen Bisnis ITS dan dosen yang telah banyak mengajarkan penulis tentang ilmu manajemen pemasaran.
5. Bapak dan Ibu dosen pengajar Departemen Manajemen Bisnis ITS yang telah memberikan banyak ilmu dan pengalaman sehingga memotivasi penulis dalam menjalani perkuliahan.

6. Staf dan karyawan Departemen Manajemen Bisnis ITS yang telah berjasa dalam membantu penulis selama masa perkuliahan.
7. Sahabat – sahabat “Subang”, Haykal Arsyad, Devyta Auliana, Evan Kuncoro, Rizal Satria Wahyudin, Irfandy Dalimuthe, Bagus Haryo, Bagaspati Cahyo, Bevan Giovanni, Isaal Febriansya, Faizal Fikri, Jusuf Lamirada, Achmad Firly yang selalu memberikan dukungan dan semangat yang luar biasa kepada penulis
8. Sahabat sekaligus keluarga kedua penulis “Kampus Kota”, Novyant Syahputra, Nadia Arisandy, Adisya Resti, Claus Hutabarat, Anindya Hayu, Rivaldy Alfianur, Grace Angelina, dan Fahreza Rafsanjani yang selalu memberi semangat kepada penulis
9. Sahabat-sahabat penulis semasa SMP, SMA (New Evo, LXII4, Masa Depan Cerah, Sego Kucing) yang juga mendukung penulis dalam melakukan penelitian ini
10. Teman-teman dalam lingkup keuangan yang membantu penulis ketika mengalami kesulitan dan diskusi mengenai penelitian penulis.
11. Teman-teman seperjuangan dan keluarga UMBRA yang menemani penulis selama menjalani kehidupan perkuliahan di Manajemen Bisnis.
12. Pihak lain yang telah mendukung terciptanya Skripsi ini yang tidak dapat disebutkan satu persatu.

Penulis sangat terbuka terhadap saran dan kritik apabila terdapat ketidaksempurnaan dalam skripsi ini. Semoga hasil skripsi ini dapat bermanfaat bagi semua pihak,

Surabaya, 22 Januari 2020

Penulis

DAFTAR ISI

LEMBAR PENGESAHAN	i
ABSTRAK	iii
ABSTRACT	v
KATA PENGANTAR.....	vii
DAFTAR ISI.....	ix
DAFTAR GAMBAR.....	xii
DAFTAR TABEL	xv
DAFTAR LAMPIRAN	xvii
BAB I PENDAHULUAN.....	1
1.1. Latar Belakang.....	1
1.2. Rumusan Masalah.....	7
1.3. Tujuan Penelitian	7
1.4. Manfaat Penelitian	7
1.5. Ruang lingkup.....	7
1.5.1. Batasan Penelitian	7
1.5.2. Asumsi Penelitian	8
1.6. Sistematika Penulisan	8
BAB II LANDASAN TEORI	11
2.1. Bursa Efek Indonesia.....	11
2.2. Kebijakan Dividen	11
2.2.1. Pengertian Dividen.....	11
2.2.2. Pengertian Kebijakan Dividen	12
2.2.3. Jenis-jenis Dividen.....	12
2.3. Pengertian Investasi	13
2.3.1. Jenis-jenis Investor	14
2.4. Teori Kebijakan dividen	14
2.4.1. <i>Signaling Theory</i>	14
2.4.2. Pecking Order Theory.....	15
2.4.3. Tax Preference Theory	16
2.4.4. Agency Cost Theory	16

2.5.	Pengembangan Hipotesis	16
2.5.1.	Pengaruh Profitabilitas Terhadap Kebijakan Dividen.....	16
2.5.2.	Pengaruh Likuiditas Terhadap Kebijakan Dividen	17
2.5.3.	Pengaruh <i>Leverage</i> Terhadap Kebijakan Dividen	18
2.5.4.	Pengaruh Ukuran perusahaan Terhadap Kebijakan Dividen	19
2.5.5.	Pengaruh Investment Opportunities terhadap Kebijakan Dividen.....	20
2.5.6.	Pengaruh Risiko Perusahaan Terhadap Kebijakan Dividen.....	21
2.5.7.	Pengaruh <i>Free Cash Flow</i> Terhadap Kebijakan Dividen	22
2.5.8.	Pengaruh <i>Largest Shareholder</i> Terhadap Kebijakan Dividen	22
2.5.9.	Pengaruh Pajak Terhadap Kebijakan Dividen	23
2.6.	Penelitian Terdahulu	23
2.7.	<i>Research Gap</i>	26
BAB III METODOLOGI PENELITIAN.....		27
3.1.	Diagram Alur Penelitian	27
3.2.	Tahapan Identifikasi dan Perumusan Masalah.....	30
3.2.1.	Identifikasi Permasalahan	30
3.2.2.	Tahapan Studi Literatur	30
3.3.	Tahapan Perumusan Hipotesis dan Penyusunan Kerangka Penelitian	30
3.3.1.	Perumusan Hipotesis.....	30
3.3.2.	Penyusunan Kerangka Penelitian.....	30
3.4.	Tahapan Identifikasi variabel dan Pengukuran Variabel	31
3.5.	Jenis Penelitian.....	34
3.6.	Populasi dan Desain <i>Sampling</i>	34
3.7.	Jenis dan Sumber Data Penelitian	35
3.8.	Teknik Pengolahan dan Analisis Data	35
3.8.1.	Analisis Deskriptif	36
3.8.2.	Pengujian Model	37
3.8.3.	Uji Asumsi Klasik.....	38
3.8.4.	Pengujian Hipotesis.....	40
3.9.	Analisis dan Intepretasi Hasil.....	41
3.10.	Simpulan dan Saran.....	41
BAB IV PENGUMPULAN DAN PENGOLAHAN DATA		43

4.1.	Analisis Deskriptif	43
4.2.	Pengujian dan Pemilihan Model	48
4.3.	Uji Asumsi Klasik	49
	4.3.1.Uji Multikolinieritas.....	49
	4.3.2.Uji Heteroskedastisitas	50
	4.3.3.Uji Autokorelasi.....	50
4.4.	Pengujian Hipotesis	51
	4.4.1.Uji Koefisien Determinasi (R²)	51
	4.4.2.Uji Statistik T.....	52
BAB V ANALISIS DAN INTERPRETASI		55
5.1.	Pengaruh Profitabilitas Terhadap Kebijakan Dividen	55
5.2.	Pengaruh Likuiditas Terhadap Kebijakan Dividen.....	56
5.3.	Pengaruh <i>Leverage</i> Terhadap Kebijakan Dividen	57
5.4.	Pengaruh Ukuran perusahaan Terhadap Kebijakan Dividen.....	58
5.5.	Pengaruh <i>Investment Opportunities</i> terhadap Kebijakan Dividen.....	59
5.6.	Pengaruh Risiko Perusahaan Terhadap Kebijakan Dividen	59
5.7.	Pengaruh <i>Free Cash Flow</i> Terhadap Kebijakan Dividen.....	60
5.8.	Pengaruh <i>Largest Shareholder</i> Terhadap Kebijakan Dividen.....	61
5.9.	Pengaruh Pajak Terhadap Kebijakan Dividen	62
5.10.	Implikasi Manajerial	62
BAB VI SIMPULAN DAN SARAN		67
6.1.	Simpulan.....	67
6.2.	Saran	67
6.3.	Keterbatasan Penelitian	68
DAFTAR PUSTAKA		69
LAMPIRAN.....		77

(Halaman ini sengaja dikosongkan)

DAFTAR GAMBAR

Gambar 3.1 Diagram Alur Penelitian.....	27
Gambar 3.2 Kerangka Model Penelitian.....	31
Gambar 3.3 Kerangka Penelitian Model.....	31
Gambar 3.4 Tahapan Pengujian Model.....	38

(Halaman sengaja dikosongkan)

DAFTAR TABEL

Tabel 2.1 Penelitian Terdahulu	24
Tabel 3.1 Definisi dan Variabel Penelitian	32
Tabel 3.2 Populasi dan Sampel Penelitian	35
Tabel 4.1 Analisis Deskriptif	43
Tabel 4.2 Uji Model Regresi Data Panel	48
Tabel 4.3 Uji Multikolinieritas	50
Tabel 4.4 Uji Regresi Data Panel	51

(Halaman sengaja dikosongkan)

DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran 1 Perusahaan Pembagi Dividen 2014-2018 (Sampel Penelitian)	77
Lampiran 2 Data Penelitian.....	81
Lampiran 3 Uji Model.....	97
Lampiran 4 Uji Asumsi Klasik Model	99
Lampiran 5 Regresi Data Panel Model	101
Lampiran 6 Analisis Deskriptif.....	103

(Halaman sengaja dikosongkan)

BAB I

PENDAHULUAN

Bab ini berisikan beberapa hal yang menjelaskan latar belakang permasalahan, perumusan masalah, tujuan yang akan dicapai dalam penelitian, kontribusi penelitian, Batasan yang digunakan dalam penulisan serta asumsi penulisan yang digunakan.

1.1. Latar Belakang

Keputusan Keuangan adalah pengambilan keputusan yang dilakukan oleh manajer untuk menghasilkan informasi yang berguna bagi pengambilan keputusan seputar keuangan perusahaan (Fajaria, 2015). Wijaya & Wibawa (2010) menyatakan bahwa pengambilan keputusan oleh manajer terdiri dari keputusan investasi, keputusan pendanaan, dan kebijakan dividen. Ketiga keputusan tersebut saling berkaitan dan setiap keputusan yang diambil akan mempengaruhi keputusan keuangan yang lainnya (Hasnawati, 2005).

Kebijakan dividen adalah kebijakan yang dilakukan perusahaan untuk menentukan seberapa besar pembagian keuntungan yang diperoleh dalam satu periode kepada *shareholder*, serta seberapa besar keuntungan yang diinvestasikan ulang oleh perusahaan dalam bentuk laba ditahan (Ahmad & Wardani, 2014). Trang (2012) menambahkan bahwa kebijakan dividen adalah distribusi dari keuntungan bersih setelah pajak perusahaan kepada *shareholder* perusahaan setelah menentukan besaran tertentu dari keuntungan yang akan digunakan perusahaan untuk diinvestasikan kembali dalam bisnisnya. Sehingga dapat disimpulkan bahwa kebijakan dividen adalah kebijakan perusahaan dalam menentukan tingkat pembagian keuntungan yang akan diberikan kepada *shareholder* serta diinvestasikan kembali dalam bentuk laba ditahan perusahaan.

Di Indonesia, kebijakan dividen telah diatur pada Undang-Undang Republik Indonesia nomor 40 tahun 2007 tentang Perseroan Terbatas. Ketentuan tentang dividen tersebut diatur pada pasal 71 yang menunjukkan bahwa dividen hanya boleh dibagikan bila perseroan memiliki saldo laba positif serta segala keputusan pembagian laba ditentukan melalui Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS). Selanjutnya pada pasal 72 dalam membagikan dividen interim, menunjukkan

bahwa pembagian dividen interim tidak boleh mengganggu kegiatan perseroan. Pasal tersebut juga menyebutkan bahwa segala kerugian perseroan merupakan tanggung jawab dari direksi serta komisaris. Pasal tersebut juga menyatakan bahwa pembagian dividen ditetapkan berdasarkan keputusan Direksi setelah memperoleh persetujuan dari Dewan Komisaris. Sehingga dapat dilihat bahwa di Indonesia, dalam penentuan kebijakan dividen merupakan keputusan bersama antara manajer yang disebutkan direksi serta *shareholder* yang disebutkan dewan komisaris. Pada Pasal 78 ditambahkan, bahwa RUPS tahunan wajib dilaksanakan dalam jangka waktu paling lambat 6 (enam) bulan setelah tahun buku berakhir. Peraturan tersebut menunjukkan bahwa masih rendahnya kontrol pemerintah terhadap kebijakan dividen, dengan persyaratan pemerintah yang hanya menitik beratkan pada saldo laba tidak pada faktor-faktor keuangan lain.

Perkembangan aktivitas investasi di pasar modal Indonesia berkembang pesat selama 10 tahun terakhir menjadi salah satu potensi manajer internal perusahaan dalam memperoleh pendanaan. kapitalisasi pasar pada 2008 sebesar Rp1.076 triliun. Sementara di akhir 2018 nilai kapitalisasi pasar IHSG mencapai Rp7.023 triliun. Sehingga terlihat bahwa pasar modal Indonesia memiliki potensi pendanaan yang tinggi bagi perusahaan dengan dividen sebagai *reward* bagi *shareholder* menjadi salah satu pertimbangan *shareholder* dalam memilih emiten.

Penentuan dividen sejauh ini masih menjadi hal yang sulit diputuskan oleh manajer. Black (1976) menyatakan dalam menentukan kebijakan dividen sama halnya dengan menyusun sebuah *puzzle* dengan bagian-bagian yang tidak saling menyatu, satu dengan yang lain. Dalam aplikasinya penentuan kebijakan dividen masih menjadi kebijakan yang sangat sulit diputuskan oleh perusahaan baik dalam negara dengan *developed market* maupun *emerging market* (Ahmed & Javid, 2008). Manajemen sering mengalami kesulitan untuk memutuskan membagi dividennya atau akan menahan laba untuk diinvestasikan kembali kepada proyek-proyek yang menguntungkan (Lopolusi, 2013). Dewasiri (2019) bahwa sering ditemukan hasil yang tidak konsisten dalam penentuan kebijakan dividen di tiap negara

Dalam pembagian dividen, perusahaan perlu mempertimbangkan beberapa faktor yang dapat mempengaruhi kebijakan dividen. Setyawan (1995) menyatakan bahwa dalam mengelompokkan faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen,

dapat dibagi menjadi 2 faktor yaitu faktor internal dan faktor eksternal. Humprey (2004) menyatakan bahwa faktor internal merupakan faktor-faktor yang berasal dari dalam perusahaan, sedangkan faktor eksternal merupakan faktor-faktor yang berasal dari luar perusahaan. Beberapa studi telah dilakukan dalam mengukur pengaruh faktor internal serta eksternal perusahaan terhadap kebijakan dividen. Pada faktor-faktor tersebut ditemukan hasil yang inkonsisten pada beberapa penelitian terdahulu dengan faktor internal profitabilitas, likuiditas, *leverage*, ukuran perusahaan, *investment opportunities*, risiko, dan *free cash flow*, *largest shareholder*, *lagged dividend*, dan dividen premium. Selanjutnya, faktor eksternal yang memiliki hasil inkonsisten adalah pajak dan inflasi.

Profitabilitas dapat memengaruhi kebijakan dividen dikarenakan profitabilitas dapat menentukan saldo laba perusahaan, sebagai persyaratan utama perusahaan dalam memberikan dividen. Agyei & Yiadom (2011) menemukan pengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen karena manajer perusahaan umumnya akan membagikan dividen apabila profitabilitas perusahaan tinggi, sehingga profitabilitas merupakan karakteristik utama dalam mempengaruhi kebijakan dividen perusahaan (Agyei & Yiadom, 2011). Berdasarkan penelitian Kazmierska-Józwiak (2015) menunjukkan bahwa profitabilitas memberi pengaruh signifikan negatif terhadap *dividen payout*, sedangkan menurut penelitian Abor & Bokpin (2010) dan Trang (2012) menyatakan bahwa profitabilitas memiliki hubungan signifikan positif terhadap *dividend payout*.

Likuiditas sebagai penentu ketersediaan aset lancar perusahaan menjadi penentu manajer dalam menentukan kebijakan dividen. Penelitian Ahmad & Wardhani (2014) dan Baker et al (2018), serta Dewasiri et al (2019) menunjukkan beberapa hasil yang berbeda. Baker et al (2018) dan Dewasiri et al (2019) menemukan bahwa tidak terdapat hubungan signifikan antara likuiditas dengan *dividen payout* perusahaan, sedangkan pada penelitian Ahmad & Wardhani (2014) menyatakan bahwa terdapat hubungan signifikan negatif terhadap *dividen payout*.

Selanjutnya adalah *leverage*. Tingkat *leverage* perusahaan menunjukkan posisi hutang, yang dapat menjadi faktor pertimbangan manajer untuk membagi dividen atau menginvestasikan kembali dengan tujuan mengurangi pembiayaan eksternal. Terdapat hubungan signifikan negatif antara *leverage* dengan kebijakan

dividen sesuai dengan penelitian Lily et al (2009), Abor & Bokpin (2010), Ahmad & Wardhani (2014), serta Kaźmierska-Jóźwiak (2015). Berbeda dengan penelitian-penelitian sebelumnya, Baker et al (2018) menunjukkan bahwa tidak terdapat hubungan signifikan antara *leverage* dengan kebijakan dividen perusahaan.

Selain *leverage*, Ukuran perusahaan juga menjadi salah satu faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen perusahaan. Ukuran perusahaan dapat mempengaruhi kebijakan dividen dikarenakan manajer mempertimbangkan kebijakan dividen sebagai penarik minat investor atau menahan laba sebagai penegeembangan perusahaan. Ukuran perusahaan yang diuji oleh Ahmed & Javiz (2008) menunjukkan hubungan negatif antara *firm size* terhadap *dividend payout*, sedangkan menurut penelitian yang dilakukan oleh Kaźmierska-Jóźwiak (2015), Lily et al (2009) , serta Ahmad & Wardhani (2014) menunjukkan hasil positif antara *firm size* terhadap *dividend payout*.

Investment Opportunities dapat mempengaruhi kebijakan dividen perusahaan. Hal ini dikarenakan perusahaan yang cenderung menghindari sumber keuangan eksternal, sehingga lebih memilih untuk menahan keuntungan mereka untuk digunakan sebagai pendanaan dalam kegiatan investasi perusahaan. Penelitian Yusof & Ismail (2016) menemukan bahwa *investment opportunities* memiliki pengaruh signifikan positif terhadap kebijakan dividen perusahaan. Pada penelitian Lily et al (2009) menunjukkan hubungan positif namun tidak signifikan antara *investment opportunities* dengan kebijakan dividen perusahaan. Abor & Bokpin (2010) menemukan hubungan yang berbeda dengan menyatakan bahwa terdapat hubungan negatif antara *investment opportunities* dengan kebijakan dividen.

Risiko dapat mempengaruhi kebijakan dividen perusahaan karena risiko menunjukkan kemampuan perusahaan memperoleh pendapatan, sehingga mempengaruhi terhadap akses pendanaan perusahaan. Perusahaan dengan risiko besar cenderung memberi risiko lebih rendah. Berdasarkan penelitian yang dilakukan oleh Yusof & Ismail (2016) menunjukkan bahwa tidak terdapat pengaruh signifikan antara risiko terhadap kebijakan dividen perusahaan. Sedangkan pada penelitian Abor et al (2010) menunjukkan pengaruh positif antara risiko terhadap

kebijakan dividen perusahaan. Trang (2012) menunjukkan bahwa terdapat hubungan negatif antara risiko dengan kebijakan dividen perusahaan.

Free cash flow dapat mempengaruhi kebijakan dividen dikarenakan akses pendanaan, tersedianya *free cash flow* dapat menimbulkan konflik kepentingan antara manajer serta *shareholder*. Yusof & Ismail (2016) dan Baker et al (2018) meneliti faktor *free cash flow* terhadap kebijakan dividen perusahaan. Baker et al (2018) menemukan bahwa *free cash flow* memiliki hubungan signifikan negatif terhadap kebijakan dividen perusahaan. Hal tersebut berbeda dengan penemuan Yusof & Ismail (2016) yang menyatakan bahwa *free cash flow* tidak mempengaruhi *dividend payout*.

Largest shareholder dapat mempengaruhi kebijakan dividen perusahaan dikarenakan tingginya kontrol *shareholder* terhadap perusahaan dapat mempengaruhi kebijakan dividen perusahaan. Pada penelitian Truong & Heaney (2007) dan Ahmed & Javid (2009) menunjukkan bahwa *largest shareholder* memiliki pengaruh positif terhadap kebijakan dividen, sedangkan Faccio et al (2001) menemukan pengaruh yang bertolak belakang antara *largest shareholder* terhadap kebijakan dividen.

Lagged dividend dapat mempengaruhi kebijakan dividen perusahaan dikarenakan perusahaan cenderung ingin mencapai *payout ratio* dalam jangka panjang untuk membentuk kebijakan dividen yang stabil. Pruitt & Garman (1991) menyatakan bahwa kebijakan dividen ditentukan oleh dividen pada tahun sebelumnya. Penemuan tersebut mendukung pernyataan Lintner (1956).

Dividen Premium mempengaruhi kebijakan dividen pada perusahaan. hal ini sesuai dengan teori *catering* yang menyatakan bahwa perusahaan membayarkan dividen dengan dipengaruhi oleh *demand* dari *shareholder*. Pada penelitian Baker & Wugler (2004) menemukan bahwa *dividen premium* memiliki pengaruh negatif terhadap kebijakan dividen. Temuan tersebut berbeda dengan penelitian yang dilakukan oleh Baker et al (2018) yang menyatakan bahwa dividen premium tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen perusahaan.

Market to book value memiliki pengaruh terhadap kebijakan dividen. Pengaruh terhadap kebijakan dividen adalah *market to book value* merefleksikan pandangan pasar terhadap nilai dari ekuitas perusahaan, sehingga dapat

mempengaruhi kebijakan investor dalam menentukan saham yang akan dipilih. Amidu dan Abor (2006) menunjukkan bahwa terdapat hubungan negatif antara *market to book value* terhadap kebijakan dividen perusahaan. Ahmad et al (2016) menunjukkan penemuan yang berbeda dengan menemukan pengaruh positif antara *market to book value* terhadap kebijakan dividen

Selain faktor-faktor internal, terdapat faktor eksternal yang mempengaruhi kebijakan dividen perusahaan yaitu pajak dan inflasi. Amidu & Abor (2006) menunjukkan bahwa pajak menunjukkan pengaruh positif terhadap kebijakan dividen Arko et al (2014) menemukan penemuan berbeda dengan menunjukkan bahwa terdapat hubungan negatif antara pajak dengan kebijakan dividen perusahaan. Dewasiri et al (2019) yang juga menguji faktor pajak menemukan pengaruh yang tidak signifikan antara pajak terhadap kebijakan dividen.

Selanjutnya, inflasi dapat mempengaruhi kebijakan dividen perusahaan karena dengan tingginya inflasi maka dapat mempengaruhi daya beli mata uang. Hal ini mengakibatkan perusahaan perlu menyediakan dana lebih besar untuk membiayai operasi maupun investasi perusahaan di masa mendatang. Berdasarkan penelitian yang dilakukan oleh Abor & Bokpin (2010), ditemukan bahwa tidak terdapat hubungan antara faktor-faktor makroekonomi terhadap kebijakan dividen perusahaan. Sehingga Abor & Bokpin (2010) menyatakan bahwa inflasi tidak mempengaruhi kebijakan dividen perusahaan.

Berdasarkan pemaparan tersebut, menunjukkan bahwa masih terdapat berbagai perdebatan serta perbedaan pendapat dalam penentuan determinan kebijakan dividen di Indonesia. Kondisi tersebut terlihat pada beberapa keputusan manajer pada Bursa Efek Indonesia, seperti Freeport yang mengalami keuntungan tetapi memutuskan untuk tidak bagi dividen, PT Visi Media Asia yang mengalami pertumbuhan keuntungan tetapi memutuskan untuk tidak membagikan dividen, serta PT Vale Indonesia (INCO) yang mengalami penurunan keuntungan memutuskan untuk tidak memberikan dividen. Serta PT Telkom yang memberikan dividen sebesar 60% dari total laba perusahaan yang didapatkan perusahaan. Kondisi tersebut mendukung diperlukannya penelitian lebih lanjut untuk dapat menentukan secara tepat variabel determinan yang mempengaruhi kebijakan dividen perusahaan, sehingga tidak memberikan kebingungan bagi *shareholder*.

Dari faktor-faktor yang telah dikemukakan diatas, pada penelitian ini dilakukan pengujian dengan berdasarkan sudut pandang manajer perusahaan serta menggunakan 4 teori dasar dalam kebijakan dividen perusahaan yaitu *signalling theory*, *pecking order theory*, *tax preference theory*, serta *agency cost theory*. Model dari penelitian ini mengacu pada penelitian-penelitian sebelumnya dengan mengamati perusahaan-perusahaan non keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dengan rutin membayarkan dividen selama tahun 2014-2018. Penelitian dilakukan dengan menggabungkan data *time series* dan *cross section* serta menggunakan regresi data panel. Informasi dan data terkait variabel dalam penelitian diperoleh melalui data sekunder, yaitu pada laporan keuangan perusahaan yang menjadi objek penelitian pada waktu yang telah ditentukan dalam penelitian.

1.2. Rumusan Masalah

Permasalahan yang dibahas penelitian ini adalah menentukan faktor-faktor determinan yang mempengaruhi kebijakan dividen pada perusahaan terdaftar di Bursa Efek Indonesia

1.3. Tujuan Penelitian

Tujuan dari penelitian ini sebagai berikut :

1. Mengidentifikasi faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen perusahaan di Indonesia.
2. Mengetahui pengaruh dari faktor-faktor determinan terhadap kebijakan dividen perusahaan di Indonesia.

1.4. Manfaat Penelitian

Manfaat yang diharapkan dari pelaksanaan penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Penelitian ini dapat dimanfaatkan untuk menambah pengetahuan mengenai faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen perusahaan.
2. Penelitian ini dapat berguna bagi manajer, pemerintah, *shareholder*, serta perusahaan sekuritas dalam penentuan kebijakan dividen

1.5. Ruang lingkup

1.5.1. Batasan Penelitian

Batasan yang digunakan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Penelitian menggunakan data sekunder dari laporan keuangan pada tahun 2014-2018 yang disajikan oleh Bursa Efek Indonesia (BEI)
2. Perusahaan terdaftar memiliki data laporan keuangan secara lengkap yang dibutuhkan sesuai variabel penelitian tahun 2014-2018
3. Perusahaan telah terdaftar sebelum tahun 2014
4. Perusahaan tidak mengalami *delisting* selama tahun 2014-2018
5. Perusahaan membagikan dividen selama tahun 2014 hingga tahun 2018 secara rutin
6. Perusahaan yang diuji merupakan perusahaan sektor non keuangan

1.5.2. Asumsi Penelitian

Asumsi yang digunakan dalam penelitian ini adalah faktor-faktor lain selain yang diuji pada penelitian ini dianggap ideal

1.6. Sistematika Penulisan

Pada sub bab ini akan dibahas mengenai susunan penelitian dalam penulisan skripsi ini. Adapun susunan penulisan skripsi ini adalah sebagai berikut:

BAB I PENDAHULUAN

Pada bab ini berisikan tentang beberapa hal yang berkaitan dengan latar belakang, perumusan masalah, tujuan yang hendak dicapai dalam penelitian, manfaat penelitian, batasan yang digunakan dalam penelitian, dan sistematika penulisan skripsi

BAB II LANDASAN TEORI

Pada bab ini merupakan tahap selanjutnya untuk menindaklanjuti permasalahan yang telah dirumuskan pada tahap identifikasi perumusan masalah yang ada. Pada tahap ini, penulis melakukan studi literatur dengan mencari referensi berupa buku, jurnal, maupun penelitian-penelitian sebelumnya yang akan digunakan sebagai pedoman terkait permasalahan yang ada.

BAB III METODOLOGI PENELITIAN

Pada bagian ini menjelaskan tentang metode-metode yang digunakan oleh peneliti agar berjalan dengan sistematis, terstruktur, dan terarah sesuai dengan penelitian.

BAB IV PENGUMPULAN DAN PENGOLAHAN DATA

Pada bagian ini dilakukan analisis dari metode yang digunakan dan mendapatkan hasil perhitungan, kemudian dibahas sesuai dengan jalannya penelitian.

BAB V ANALISIS DAN INTERPRETASI

Pada bagian ini akan membahas mengenai analisis serta interpretasi hasil yang diperoleh. Analisis didasarkan pada landasan teori yang berkaitan dengan permasalahan yang dibahas.

BAB VI SIMPULAN DAN SARAN

Pada bagian ini akan diberikan kesimpulan dari hasil penelitian yang menunjukkan pengaruh faktor-faktor determinan terhadap kebijakan dividen perusahaan terdaftar di Bursa Efek Indonesia

(Halaman ini sengaja dikosongkan)

BAB II

LANDASAN TEORI

Pada bab ini akan dijelaskan dasar-dasar teori yang berhubungan dengan penelitian yang dilakukan dengan menggunakan perumusan hipotesis dan penelitian terdahulu

2.1. Bursa Efek Indonesia

Bursa Efek Indonesia (BEI) merupakan sebuah badan yang memiliki peran sebagai *regulator* serta penyelenggara perdagangan di Pasar Modal Indonesia. Berdiri sejak tahun 1912 dengan berada dibawah kepemimpinan pemerintah kolonial VOC yang selanjutnya operasikan dibawah pemerintahan Republik Indonesia pada tahun 1977. BEI memiliki tugas untuk menyediakan data berupa perdagangan saham, obligasi dan derivatif yang disebut Data BEI (*IDX Market Data*). Data yang disajikan oleh BEI dilakukan secara *real time* serta *end of day*. Selain itu BEI juga memiliki wewenang untuk menyediakan data perdangan tertunda ("IDX," 2019).

Hingga tahun 2019, telah terdapat 619 perusahaan terdaftar di BEI yang terbagi menjadi 9 klasifikasi sektor ("IDX," 2019) yaitu :

1. *Agrikultur*
2. *Mining*
3. *Basic Industry & Chemical*
4. *Miscellaneous Industry*
5. *Consumer Goods Industry*
6. *Property, Real Estate, and Bilding Construction*
7. *Infrastructure, Utility, and Transportation*
8. *Finance*
9. *Trade, Service, and Investment*

2.2. Kebijakan Dividen

2.2.1. Pengertian Dividen

Dividen adalah tingkat distribusi dari keuntungan perusahaan yang diberikan kepada *shareholder* sebagai bentuk penghargaan untuk memaksimalkan tujuan kekayaan *shareholder* (Yusof & Ismail, 2016). Gumanti (2013) menyatakan bahwa dividen adalah bagian dari keuntungan yang dibagikan kepada pemegang saham

yang dapat berupa dividen tunai atau dividen saham. Menurut Hikmah & Astuti (2013) dividen adalah proporsi laba yang dibagikan kepada pemegang saham perusahaan dalam jumlah yang sesuai dengan jumlah lembar yang dimiliki oleh tiap pemegang saham. Serta sesuai dengan Undang Undang Republik Indonesia nomor 40 tahun 2007 yang menunjukkan bahwa pembagian dividen merupakan kesepakatan pihak perusahaan dengan pemilik saham melalui Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS).

Berdasarkan penjelasan diatas dapat disimpulkan bahwa dividen adalah proporsi pembagian laba usaha suatu perusahaan sebagai penghargaan kepada pemilik saham yang jumlahnya disepakati pihak perusahaan maupun pemilik saham melalui RUPS, dengan nilai sesuai jumlah saham yang dimiliki dan bertujuan untuk meningkatkan kekayaan pemilik saham.

2.2.2. Pengertian Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen adalah keputusan terhadap tingkat laba yang diperoleh perusahaan untuk dibagikan kepada para pemegang saham sebagai dividen atau ditahan dalam bentuk laba ditahan guna pembiayaan investasi bagi perusahaan (Fenandar & Raharja, 2012). Menurut Wedhana & Wiksuana (2015) kebijakan dividen adalah keputusan yang berkaitan dengan alokasi dari jumlah laba perusahaan sebagai dividen dan laba ditahan. Lease (2000) menyatakan kebijakan dividen adalah praktik yang dilakukan manajemen dalam menentukan kebijakan dividen dalam hal tingkat serta pola uang tunai yang di distribusikan kepada pemilik saham.

Berdasarkan beberapa pengertian tersebut dapat disimpulkan bahwa kebijakan dividen adalah keputusan yang dilakukan oleh manajemen perusahaan dalam menentukan alokasi dari tingkat laba yang akan dibagikan kepada pemilik saham serta laba yang akan digunakan kembali sebagai pembiayaan investasi bagi perusahaan.

2.2.3. Jenis-jenis Dividen

Jenis-jenis kebijakan dividen menurut Baridwan (2004) terdapat 6 jenis dividen yang dapat diberikan perusahaan, beberapa jenis dividen tersebut yaitu:

1). Dividen tunai (*cash dividend*) bisa disebut juga dengan dividen reguler adalah dividen dalam bentuk uang tunai. Dividen tunai biasanya dibayarkan dalam jangka waktu empat kali setahun, dua kali setahun, atau sekali dalam setahun.

2). Dividen saham (*stock dividend*) adalah bagian laba perusahaan yang dibayarkan kepada pemegang saham dalam bentuk saham. Dengan menambah jumlah saham yang beredar di pasar tanpa menambah jumlah dana yang melekat di dalam pasar modal.

3). Dividen properti (*property dividend*) adalah dividen yang dibagikan dalam bentuk aktiva selain kas. Aktiva yang dibagikan bisa berbentuk surat-surat berharga perusahaan lain yang dimiliki oleh perseroan terbatas, barang dagangan atau aktiva-aktiva lain.

4). Dividen scrip atau dividen utang adalah dividen yang dapat dibayar pada saat diumumkan oleh dewan komisaris perusahaan tetapi pada akhir periode belum dibayars, sehingga dicatat sebagai hutang deviden. Perseroan Terbatas yang sudah mengumumkan adanya pembagian deviden kepada para pemegang saham diharuskan mengakui adanya hutang dividen pada saat pengumuman.

5). Dividen saham pecahan (*stock split*) adalah pemecahan jumlah lembar saham menjadi jumlah lembar yang lebih banyak. Berbeda dengan dividen saham, pada dividen saham pecahan terdapat penurunan nominal yang lebih rendah per lembar saham secara proporsional.

6). Dividen likuidasi (*Liquidating*) merupakan *internal revenue service* sebagai tingkat pengembalian terhadap midal dari pada pendaptan biasa. Oleh karena itu, dividen likuidasi dapat memiliki konsekuensi pajak yang berbeda bagi investor.

2.3. Pengertian Investasi

Investasi adalah komitmen atas sejumlah dana atau sumber daya lainnya yang dilakukan pada saat ini, dengan sejumlah dana atau sumber daya lainnya yang dilakukan pada saat ini, dengan tujuan untuk memperoleh sejumlah keuntungan di masa mendatang (Tandeilin, 2010). Ditambahkan oleh Afzal & Abdul (2012) yang menyatakan bahwa tujuan dilakukannya investasi adalah untuk mampu mendapat laba yang besar dengan risiko yang dapat dikelola dengan harapan dapat memperoleh pertambahan nilai (Afzal dan Abdul, 2012). Menurut Purnamasari

(2009), investasi dapat dikelompokkan kedalam investasi jangka pendek seperti investasi kedalam kas, surat-surat berharga jangka pendek, piutang, dan persediaan maupun investasi jangka panjang dalam bentuk tanah, gedung, kendaraan, mesin, peralatan produksi, dan aktiva tetap lainnya. Sehingga dapat disimpulkan bahwa investasi adalah komitmen atas sumber dana yang dimiliki saat ini dengan bentuk investasi dapat berupa jangka pendek maupun jangka panjang dengan tujuan untuk memperoleh laba yang besar dengan risiko yang dapat dikelola dengan tujuan untuk memperoleh pertambah nilai.

2.3.1. Jenis-jenis Investor

Berdasarkan sifatnya jenis-jenis investor dapat dibagi menjadi 2 jenis menurut Filbert (2015) yaitu Investasi saham serta *Trading* Saham. Investasi saham adalah kegiatan investasi saham yang dapat dilakukan oleh investor domestik individu, domestik institusional, asing individu, maupun asing institusional dengan strategi jangka waktu panjang (*long term*) dengan kualitas kinerja emiten yang baik dan fundamental yang kokoh, sehingga tidak terlalu terpengaruh pada fluktuasi harga. Prinsip yang digunakan adalah *Buy and Hold* sehingga menyimpan investasi dengan jangka waktu lebih dari 1 tahun.

Trader adalah kegiatan investasi saham yang dilakukan untuk memanfaatkan perubahan harga sebagai sumber keuntungan. *Trader* akan menggunakan strategi jangka pendek (*short term*) dengan rentang waktu 15 menit hingga 1 minggu. *Trader* memfokuskan strategi pada sentimen serta kondisi pasar dibandingkan dengan performa emiten saham yang dibeli. Prinsip yang digunakan oleh *trader* adalah *buy and sell* sehingga *trader* akan memperhatikan pergerakan harga saham melalui analisis teknikal perusahaan.

2.4. Teori Kebijakan dividen

2.4.1. Signaling Theory

Signaling theory adalah salah satu teori yang menjelaskan tentang fungsi dividen. Menurut Miller dan Modigliani (1961) menyatakan bahwa dividen merupakan sinyal yang diberikan oleh manajer kepada *shareholder* tentang profitabilitas perusahaan. Bhattacharya (1979) menambahkan bahwa dalam *signaling theory* dividen memiliki fungsi untuk memitigasi asimetri informasi

antara manajer dengan *shareholder* dengan menunjukkan informasi privasi perusahaan tentang prospek masa depan perusahaan. Bhattacharya (1979), John & Williams (1985), serta Miller & Rock (1985) membentuk model klasik dari *signaling theory* yang menunjukkan bahwa peningkatan dividen menunjukkan peningkatan pada performansi perusahaan, sebaliknya apabila perusahaan menurunkan tingkat dividen maka dapat menunjukkan bahwa terdapat penurunan performansi yang menunjukkan potensi buruk bagi profitabilitas perusahaan.

Teori tersebut dijelaskan kembali oleh Yusof & Ismail (2016) yang menyatakan bahwa dividen digunakan oleh manajer untuk memberi sinyal kepada *shareholder* tentang prospek masa depan serta potensi profitabilitas perusahaan karena adanya informasi asimetri tentang perusahaan. Sehingga dapat disimpulkan pada *signaling theory* menunjukkan bahwa dividen merupakan salah satu cara manajer untuk menunjukkan potensi profitabilitas perusahaan dengan peningkatan dividen dapat menunjukkan potensi peningkatan profitabilitas, sebaliknya penurunan dividen dapat menunjukkan potensi penurunan profitabilitas perusahaan.

2.4.2. Pecking Order Theory

Pecking Order Theory menurut Myers (1984) menyatakan bahwa perusahaan yang membutuhkan dana investasi akan memilih pendanaan melalui laba ditahan dibandingkan hutang. Baker et al (2018) menambahkan bahwa *pecking order* merupakan teori yang menyatakan hubungan antara struktur modal perusahaan, dividen, serta kebijakan dividen perusahaan. Teori tersebut menyatakan bahwa perusahaan cenderung menggunakan ekuitas internal untuk membayar dividen serta pembiayaan investasi perusahaan. Kapoor et al (2010) menambahkan bahwa pada teori *pecking order* menunjukkan bahwa dividen dan *investment decisions* memiliki hubungan yang dapat mempengaruhi satu dengan yang lain. Sehingga dapat disimpulkan bahwa dalam teori *pecking order* menunjukkan bahwa perusahaan dengan kesempatan pertumbuhan lebih tinggi cenderung membayarkan dividen lebih kecil dikarenakan perusahaan lebih memilih membiayai kegiatan investasi melalui penyimpanan.

2.4.3. Tax Preference Theory

Teori *Tax Preference* dinyatakan oleh Elton & Gruber (1970) bahwa manajer akan membayarkan dividen dengan lebih tinggi apabila tingkat pajak yang dimiliki perusahaan rendah, begitu pula sebaliknya. Miller dan Modigliani (1961) dan Gordon Shapiro (1956) yang meneliti berdasarkan pandangan *shareholder* menyatakan bahwa sebagian besar negara menentukan pajak dividen lebih tinggi bila dibandingkan dengan pajak *capital gain*, sehingga membuat *shareholder* lebih mengutamakan *capital gain* dari pada dividen. Wanjiru (2009) menyimpulkan bahwa *shareholder* cenderung menginginkan dividen yang rendah dikarenakan rendahnya pajak *capital gain* bila dibandingkan dengan pajak dividen.

2.4.4. Agency Cost Theory

Agency Cost Theory merupakan teori yang menyatakan bahwa adanya *cost* internal yang muncul antara manajer dan *shareholder*, dimana manajer dituntut untuk melaksanakan harapan-harapan *shareholder* tetapi di sisi lain terdapat kemungkinan konflik diantara kedua pihak (Agyei & Yiadom, 2011). Easterbrook (1984) menambahkan bahwa terdapat hubungan berkebalikan antara *agency cost* dengan kebijakan dividen perusahaan. Yusof & Ismail (2016) Menambahkan bahwa *agency cost theory* merupakan cara bagi perusahaan untuk memitigasi biaya permasalahan keagensian, dikarenakan pembayaran dividen merupakan mekanisme yang dapat digunakan untuk menurunkan faktor-faktor *agency cost*. Sehingga dapat disimpulkan pada teori ini menyatakan bahwa perusahaan membayar dividen sebagai pemantauan dan ikatan untuk mengurangi *agency cost* antara *shareholder* dengan manajer.

2.5. Pengembangan Hipotesis

Pada penelitian ini terdapat sembilan variabel independen yang didukung penelitian-penelitian sebelumnya memiliki pengaruh terhadap kebijakan dividen perusahaan yang diukur dengan *dividend payout*. Seluruh variabel tersebut akan dijelaskan pengaruhnya pada sub bab ini.

2.5.1. Pengaruh Profitabilitas Terhadap Kebijakan Dividen

Profitabilitas adalah rasio yang digunakan untuk menilai kemampuan perusahaan dalam mencari keuntungan (Kasmir, 2010). Profitabilitas dapat digunakan untuk mengukur besarnya keuntungan perusahaan sekaligus untuk

membandingkan keadaan perusahaan seperti aset, ekuitas, jumlah saham, serta total penjualan.

Hal tersebut terlihat dari pengertian dividen yang merupakan pembagian profitabilitas perusahaan kepada *shareholder* (Yusof & Ismail, 2016). Hal tersebut juga sesuai dengan teori *signaling* yang menunjukkan bahwa dividen digunakan sebagai sinyal perusahaan terhadap potensi profitabilitas perusahaan. Lintner (1956) menyatakan bahwa faktor terpenting bagi perusahaan dalam menentukan kebijakan dividen perusahaan merupakan pendapatan. Hal tersebut diperkuat juga oleh Agyei & Yiadom (2011) yang menyatakan bahwa manajer perusahaan umumnya akan membagikan dividen apabila profitabilitas perusahaan tinggi. Penelitian yang dilakukan oleh Graham (2000) menyatakan bahwa bahwa perusahaan dengan profitabilitas tinggi cenderung memiliki rasio *leverage* yang lebih rendah sehingga perusahaan akan memberikan dividen lebih tinggi.

Kazmierska-Józwiak (2015) yang meneliti pada Negara Polandia mengidentifikasi profitabilitas sebagai determinan dengan pengaruh negatif terhadap kebijakan dividen. Sebaliknya, Trang (2012) yang meneliti determinan kebijakan dividen di Negara Vietnam mengidentifikasi profitabilitas sebagai determinan dengan pengaruh positif terhadap kebijakan dividen perusahaan. Dewasiri (2019) yang meneliti pada negara-negara *emerging economics* menemukan hasil serupa ketika meneliti faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen.

H1 : Profitabilitas memiliki pengaruh positif terhadap *dividend payout*

2.5.2. Pengaruh Likuiditas Terhadap Kebijakan Dividen

Likuiditas adalah kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban keuangan yang bersifat jangka pendek berdasarkan aset lancar yang dimiliki perusahaan (Atrill & McLaney, 2008). Ahmad & Wardani (2014) menyatakan bahwa likuiditas adalah tingkat kemampuan perusahaan untuk membayar obligasi yang dimiliki. Alam & Hossain (2012) menambahkan bahwa likuiditas merupakan kemampuan perusahaan untuk mengubah aset lancar menjadi kas tanpa konsesi dari segi harga maupun waktu.

Pengaruh likuiditas terhadap kebijakan dividen dinyatakan oleh Ginting (2018) yang menyatakan bahwa likuiditas perusahaan sangat besar pengaruhnya

terhadap investasi perusahaan dan kebijakan pemenuhan kebutuhan dana. Sehingga dengan semakin tingginya likuiditas perusahaan secara keseluruhan, maka akan semakin besar pula kemampuan perusahaan untuk membayarkan dividen. Hal tersebut sesuai dengan penelitian yang dilakukan Baker et al (1985) dengan melakukan survei kepada manajer perusahaan yang bergerak dibidang *utilites*, *manufacturing*, serta *wholesale/retail* menyatakan bahwa likuiditas merupakan faktor utama dalam penentuan kebijakan dividen perusahaan. Penemuan tersebut bertolak belakang dengan penelitian yang dilakukan oleh Lintner (1956) pada penelitian kualitatif yang dilakukan kepada 28 manajer perusahaan menunjukkan bahwa likuiditas tidak memiliki pengaruh yang besar terhadap kebijakan dividen perusahaan.

Berdasarkan penelitian tersebut dapat dilihat masih terdapat perdebatan tentang pengaruh likuiditas terhadap kebijakan dividen perusahaan. Amidu & Abor (2006) menunjukkan pengaruh positif antara likuiditas terhadap kebijakan dividen. Ahmad dan Wardhani (2014) menemukan hasil yang berbeda dengan menyatakan bahwa terdapat pengaruh negatif antara likuiditas terhadap kebijakan dividen. Banerjee et al (2007) yang menunjukkan pengaruh negatif antara dividen dengan likuiditas Berbeda dengan penelitian yang dilakukan Abor et al (2018) yang meneliti kebijakan dividen di Sri Lanka serta Dewasiri (2019) yang meneliti tentang determinasi kebijakan dividen pada negara-negara dengan *emerging economics* menunjukkan bahwa tidak terdapat pengaruh signifikan antara likuiditas dengan kebijakan dividen.

H2 : Likuiditas memiliki pengaruh positif terhadap *dividend payout*

2.5.3. Pengaruh *Leverage* Terhadap Kebijakan Dividen

Leverage adalah pengukuran yang menunjukkan metode yang digunakan perusahaan untuk memperoleh pendanaan atau mengukur kemampuan perusahaan untuk memenuhi obligasinya (Ahmad & Wardani, 2014). Lily & Venkatesh (2009) menyatakan bahwa *leverage* merupakan indikator dari kemampuan perusahaan dalam menggunakan utang jangka panjang maupun jangka pendek untuk membiayai aktiva perusahaan.

Penelitian pengaruh *leverage* terhadap kebijakan dividen dilakukan oleh Lintner (1954) yang mengidentifikasi hutang tidak memiliki pengaruh besar

terhadap kebijakan dividen perusahaan. Penemuan tersebut bertolak belakang dengan penelitian yang dilakukan oleh Rozeff (1982) yang menyatakan bahwa perusahaan dengan *leverage* yang tinggi cenderung membagikan dividen dengan jumlah yang rendah, dengan tujuan untuk meminimalkan biaya transaksi bila menggunakan pendanaan eksternal. Penemuan Al Malkawi (2007) yang meneliti juga menunjukkan bahwa perusahaan dengan tingkat hutang yang tinggi cenderung membayar dividen lebih rendah. Hal tersebut dikarenakan dividen dapat meningkatkan kesulitan keuangan bagi perusahaan dengan tingkat *leverage* yang tinggi.

Berdasarkan pemaparan tersebut terdapat beberapa penelitian yang mengambangkan pengaruh *leverage* terhadap kebijakn dividen. Lily et al (2009), Abor & Bokpin (2010), Ahmad & Wardhani (2014), serta Kaźmierska-Jóźwiak (2015) menyatakan bahwa *leverage* memiliki pengaruh negatif terhadap kebijakan dividen perusahaan. Berbeda dengan penelitian-penelitian sebelumnya, Baker et al (2018) menunjukkan bahwa tidak terdapat hubungan signifikan antara *leverage* dengan kebijakan dividen perusahaan. Sehingga dapat dibentuk hipotesis

H3 : *Leverage* memiliki pengaruh negatif terhadap *dividend payout*

2.5.4. Pengaruh Ukuran perusahaan Terhadap Kebijakan Dividen

Ukuran Perusahaan merupakan salah satu faktor yang dapat memengaruhi kebijakan dividen perusahaan. Terdapat banyak pengertian yang membahas tentang pengaruh ukuran perusahaan terhadap kebijakan dividen. Trang (2012) menyatakan bahwa semakin kecil ukuran perusahaan maka semakin besar kemungkinan untuk menginvestasikan kembali keuntungan yang didapatkan sehingga menghasilkan dividen yang rendah bagi para *shareholdenya*. Naceur et al (2006) berpendapat sebaliknya, berdasarkan penelitian yang dilakukan pada 48 perusahaan terdaftar di Tunisia menunjukkan bahwa perusahaan kecil cenderung memberi dividen lebih besar untuk menarik perhatian *investor* potensial agar berinvestasi pada perusahaan tersebut.

Yusof & Ismail (2016) menyatakan pengaruh yang berbeda antara ukuran perusahaan dengan kebijakan dividen. Pada peneltian tersebut, ia menyatakan bahwa ukuran perusahaan dapat memengaruhi kebijakan dividen karena tingginya persebaran kepemilikan pada perusahaan besar, mengakibatkan rendahnya kontrol

shareholder untuk mengawasi aktivitas pembiayaan internal dan eksternal, sehingga meningkatkan asimetri informasi antara perusahaan dengan *shareholder*. Dividen digunakan untuk meminimalisir permasalahan tersebut. sehingga perusahaan besar cenderung memberi dividen lebih tinggi dari pada perusahaan kecil.

Terdapat berbagai perbedaan pendapat tentang pengaruh ukuran perusahaan terhadap kebijakan dividen. Ukuran perusahaan yang diuji oleh Ahmed & Javiz (2008) yang meneliti pengaruh ukuran perusahaan terhadap dividen di negara pakistan serta Harada & Nguyen (2011) yang meneliti di Negara Jepang menunjukkan hubungan negatif antara *firm size* terhadap *dividend payout*, sedangkan menurut penelitian yang dilakukan oleh Kaźmierska-Jóźwiak (2015), Lily et al (2009) , serta Ahmad & Wardhani (2014), dan Yusof & Ismail (2016) menunjukkan hasil positif antara *firm size* terhadap *dividend payout*. berdasarkan pemaparan tersebut maka dibentuk hipotesis sebagai berikut.

H4 : Ukuran Perusahaan memiliki pengaruh positif terhadap *dividend payout*

2.5.5. Pengaruh Investment Opportunities terhadap Kebijakan Dividen

Myers & Majluf (1984) menyatakan bahwa *investment opportunities* atau bisa disebut *growth opportunities* memiliki pengaruh terhadap kebijakan dividen. Hal ini dikarenakan perusahaan dengan *investment opportunities* yang besar, cenderung menahan keuntungan mereka untuk digunakan sebagai pendanaan kegiatan investasi perusahaan. Jensen (1986) menambahkan bahwa perusahaan dengan *growth* serta *investment opportunities* yang tinggi cenderung memberikan dividen lebih rendah bila dibandingkan dengan perusahaan yang memiliki *investment opportunities* lebih rendah. Perreti et al (2013) yang meneliti determinan kebijakan dividen perusahaan luar negeri tercatat di bursa Amerika Serikat (*American Depository Receipt*) menunjukkan bahwa *investment opportunities* merupakan kunci utama dalam penentuan manajer terhadap kebijakan dividen yang diambil.

Berdasarkan pengertian tersebut, dikembangkan beberapa penelitian untuk mengukur pengaruh *investment opportunities* terhadap kebijakan dividen. Al Kayed (2017) yang meneliti kebijakan dividen perbankan di Arab Saudi menunjukkan bahwa *growth opprotunities* memiliki pengaruh negatif terhadap kebijakan dividen.

Pernyataan tersebut didukung oleh Rozeff (1986) dan Ahmed & Javid (2008) yang menyatakan hal serupa. Al Malkawi (2007) yang determinan dividen di Negara Yordania menyatakan hal yang berkontradiksi dengan menyatakan *investment opportunities* memiliki pengaruh positif terhadap kebijakan dividen

Berdasarkan pemaparan tersebut terdapat kontradiksi dalam pemahaman pengaruh *investment opportunities* terhadap kebijakan dividen. Sehingga dibentuk hipotesis sebagai berikut

H5: *Investment opportunities memiliki pengaruh negatif terhadap dividend payout*

2.5.6. Pengaruh Risiko Perusahaan Terhadap Kebijakan Dividen

Risiko menurut Abor et al (2010) adalah probabilitas atau kemungkinan perusahaan mengalami *default* atau kegagalan. Lily & Venkatesh (2009) menambahkan bahwa risiko merupakan tingkat kestabilan perusahaan dalam memperoleh pendapatan, sehingga perusahaan dengan pendapatan yang stabil cenderung memiliki risiko yang rendah dan membayar dividen lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan dengan pendapatan yang fluktuatif.

Hoberg & Prabhala (2009) menyatakan bahwa dividen dapat bertindak sebagai sinyal tentang risiko bisnis perusahaan. Hal ini dikarenakan dengan menerbitkan dividen, mengakibatkan perusahaan harus memenuhi kebutuhan keuangan melalui keuangan eksternal sehingga dapat mengancam kontrol *shareholder* terhadap perusahaan (Alam & Hossain, 2012).

Berdasarkan beberapa pemaparan tersebut terdapat beberapa hasil penelitian yang berkontradiksi satu dengan yang lain dalam menentukan pengaruh risiko terhadap kebijakan dividen perusahaan. Yusof & Ismail (2016) yang meneliti tentang pengaruh risiko terhadap kebijakan dividen pada perusahaan terdaftar di Malaysia menunjukkan bahwa tidak terdapat pengaruh signifikan yang memengaruhi kebijakan dividen. Trang (2012) yang meneliti determinansi kebijakan dividen perusahaan di Vietnam menunjukkan terdapat hubungan negatif antara risiko dengan kebijakan dividen perusahaan. Berdasarkan pemaparan tersebut maka dibentuk hipotesis

H6 : Risiko memiliki pengaruh negatif terhadap *dividend payout*

2.5.7. Pengaruh *Free Cash Flow* Terhadap Kebijakan Dividen

Free Cash Flow berdasarkan model yang dijelaskan oleh Jensen (1986) menjelaskan bahwa *free cash flow* merupakan dana yang tersedia setelah membiayai semua proyek dengan *net profit* yang positif dapat mengakibatkan konflik kepentingan antara manajer dan *shareholder*. Dividen dapat mengurangi ketersediaan *free cash flow* bagi manajer untuk berinvestasi. Ditambahkan oleh Dewasiri et al (2019) merupakan tingkat ketersediaan *cash flow* untuk persebaran diantara seluruh pemilik sekuritas perusahaan.

Beberapa penelitian telah dilakukan oleh penelitian sebelumnya menunjukkan hubungan yang berbeda antara *free cash flow* terhadap kebijakan dividen. Imran (2011) yang meneliti determinan kebijakan dividen pada perusahaan *engineering* di Negara Pakistan menunjukkan bahwa *free cash flow* memiliki pengaruh negatif terhadap kebijakan dividen perusahaan. Chen dan Dhiensiri (2009) menemukan hasil yang berkontradiksi dengan menemukan hubungan positif antara *free cash flow* terhadap kebijakan dividen perusahaan. Berdasarkan pemaparan tersebut dibentuk hipotesis sebagai berikut

H7 : *Free cash flow* memiliki pengaruh positif terhadap *dividend payout*

2.5.8. Pengaruh *Largest Shareholder* Terhadap Kebijakan Dividen

Wasesa & Hayat (2016) Menyatakan bahwa manajemen dapat mengetahui keinginan dividen yang diharapkan *shareholder* dengan tepat bila saham perusahaan relatif bersifat tertutup. Sedangkan, bagi perusahaan dengan jumlah pemilik saham yang besar manajemen cenderung sulit mengetahui keinginan dividen *shareholder* dengan tepat, sehingga perusahaan menilai dividen yang diharapkan melalui konteks pasar yang lebih luas. Trang (2012) Menyatakan bahwa kepemilikan perusahaan juga dapat di representasikan melalui presentase saham yang dimiliki.

Pengaruh *largest shareholder* terhadap kebijakan dividen perusahaan dinyatakan pada peraturan Undang-undang Republik Indonesai nomor 40 tahun 2007, disebutkan pada pasal 72 bahwa dalam penentuan kebijakan dividen perusahaan diperlukan kesepakatan terlebih dahulu antara pihak perusahaan serta *shareholder* perusahaan melalui RUPS. Sehingga *largest shareholder* memiliki wewenang untuk mempengaruhi kebijakan dividen perusahaan.

Pada penelitian yang dilakukan oleh Khan (2006) yang meneliti 330 perusahaan di Inggris dari tahun 1985 hingga 1997 menunjukkan *largest shareholder* memiliki pengaruh negatif karena tingginya konsentrasi kepemilikan, maka semakin kecil pula dividen yang dibagikan perusahaan. Yusof & Ismail yang meneliti *large shareholder* pada perusahaan di Malaysia juga menemukan pengaruh negatif terhadap kebijakan dividen. Naceur et al (2006) menunjukkan bahwa konsentrasi kepemilikan tidak memberi pengaruh terhadap kebijakan dividen di Tunisia. Sehingga dapat disimpulkan bahwa dibentuk hipotesis sebagai berikut

H8 : *Largest shareholder* memiliki pengaruh positif terhadap *dividend payout*

2.5.9. Pengaruh Pajak Terhadap Kebijakan Dividen

Pajak menurut Mathilda (2012) merupakan pajak penghasilan perusahaan terhadap laba sebelum pajak. Linter (1956) menyatakan bahwa manajer perlu menurunkan pembayaran dividen untuk memenuhi kewajiban pajak yang lebih tinggi. Miller dan Modigliani (1961) mengidentifikasi bahwa pajak adalah salah satu faktor yang membentuk ketidaksempurnaan untuk menentukan tingkat kebijakan dividen yang tepat. Elton dan Gruber (1970) menekankan pengaruh pajak terhadap kebijakan dividen perusahaan melalui *tax preference theory* yang menyatakan bahwa manajer akan membayarkan dividen dengan lebih tinggi apabila tingkat pajak yang dimiliki perusahaan rendah, begitu pula sebaliknya.

Berdasarkan penjelasan tersebut terdapat beberapa hubungan yang menjelaskan pengaruh pajak terhadap kebijakan dividen. Amidu dan Abor (2006) yang meneliti kebijakan dividen di Negara Ghana menunjukkan bahwa pajak memiliki pengaruh positif terhadap kebijakan dividen perusahaan. Penelitian yang dilakukan Al Malkawi (2007) menunjukkan hasil yang berbeda dengan tidak terdapatnya hubungan yang signifikan antara pajak terhadap kebijakan dividen perusahaan.

H9 : Pajak memiliki pengaruh negatif terhadap *dividend payout*

2.6. Penelitian Terdahulu

Terdapat beberapa penelitian sebelumnya yang meneliti tentang determinasi kebijakan dividen pada Negara Indonesia dan negara-negara lainnya. Penelitian tersebut digunakan sebagai kajian pustaka dalam penelitian ini (Tabel 2.1)

Tabel 2.1 Penelitian Terdahulu

No	Penulis	Judul Penelitian	Metode	Variabel	Hasil Penelitian
1	Ahmad & Wardhani (2014)	The Effect of Fundamental Factor to Dividend Policy : Evidence in Indonesia Stock Exchange	Regresi	<i>Leverage, liquidity, profitability, Firm Size, growth Opportunities, Dividend policy</i>	<ol style="list-style-type: none"> 1. Terdapat hubungan positif antara profitabilitas dan <i>firm size</i> dengan <i>dividend policy</i>. 2. Terdapat hubungan negatif antara <i>liquidity dan leverage</i>, dengan <i>dividend policy</i>. 3. Tidak terdapat hubungan antara <i>Growth Opportunities</i> dengan <i>dividend policy</i>.
2	Yusof & Ismail (2016)	Determinant of Dividend Policy of Public Listed companies in Malaysia	Regresi	<i>Firm Size, Risiko Perusahaan, Investment Opportunities, Debt, Growth, Free Cash Flow, Lagged Dividend, Cash Flow, Large Shareholder, Earnings, Dividend Policy</i>	<ol style="list-style-type: none"> 1. Terdapat hubungan positif antara <i>earnings, firm size</i>, dan <i>investmentopportunities</i>. 2. Terdapat hubungan negatif antara <i>debt</i> dan <i>large shareholder</i>. 3. Tidak terdapat hubungan signifikan antara <i>cash flow, free cash flow, growth opportunities, firm risk</i>, dan <i>lagged dividend</i> terdapat <i>dividend policy</i>.
3	Dewasiri et al (2019)	Determinant of dividend Policy : Evidence from an emerging and developing market	Regresi	<i>Lagged dividend, Tax, Earnings, Business risk, Corporate Governance, ownership structure, firm's debt or leverage, firm size, free cash flow, profitability, Investment opportunities, lifecycle of firm, liquidity, behaviorial determinants, investor preference</i>	<i>Past dividend, earnings, investment opportunities, profitability, free cash flow, corporate governance, state ownership, firm size, industry influence</i> merupakan kunci faktor dari kebijakan dividen
4	Abor & Bokpin (2010)	Investment opportunities, corporate finance, and dividend payout policy	Regresi data panel	<i>Finansial Leverage, Market Capitalization, Profitability, External Finance, Debt Maturity, Investment Opportunities, Risk, Inflation, Dividend Payout</i>	<ol style="list-style-type: none"> 1. Terdapat hubungan negatif antara profitabilitas, <i>investment opportunity</i> dan <i>market capitalization</i> dengan <i>dividend payout</i> 2. Terdapat hubungan positif antara risiko dengan <i>dividend payout</i> 3. Tidak terdapat hubungan antara <i>leverage, external financing, debt maturity</i>, Inflasi, dan GDP dengan <i>dividend payout</i>

Tabel 2.1 Penelitian Terdahulu (lanjutan)

No	Penulis	Judul Penelitian	Metode	Variabel	Hasil Penelitian
5	Trang (2012)	Determinants of Dividend Policy : The Case of Vietnam	Regresi	Profitabilitas, Ukuran Perusahaan, Likuiditas, Struktur Aset, tipe industri, <i>growth oppoerunities</i> , risiko, kepemilikan manajer, konsentrasi kepemilikan, <i>Board of Director</i>	Profitabilitas memiliki pengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Ukuran perusahaan, rasio hutang, likuiditas, struktur aset, <i>growth opportunities</i> , kepemilikan manajer, konsentrasi kepemilikan, dan <i>Board of Director</i> tidak memiliki pengaruh terhadap kebijakan dividen. Sedangkan risiko memiliki pengaruh negatif terhadap kebajak dividen
6	Każmierska-Józwiak (2015)	Determinant of Dividend Policy : Evidence from Polish Listed Companies	Regresi	<i>Leverage, Liquidity, Profitability, Company Size, Risk, Dividend Payout Ratio</i>	Terdapat hubungan negatif antara profitabilitas dan <i>leverage</i> terhadap <i>Dividend Payout Rasio</i> Tidak terdapat hubungan signifikan antara <i>liquidity, company size</i> , dan <i>risk</i>
7	Baker et al (2018)	Dividend policy determinants of Sri Lankan Firms	Regresi	<i>Board independence, earnings per share, Free Cash Flow, Industry Type, Past Dividend, Profitability, Market too book Rasio, Asset Growth, Net Working Capital, Dividend Premium, State Owned, Firm Size</i>	Terdapat hubungan positif antara <i>Firm Size, state ownership, dividend premium, profitability, investment opportunity, board independence, previous year decision, industry type, earning per share</i> terhadap <i>dividende policy</i> Terdapat hubungan negatif antara <i>Free cash flow</i> terhadap <i>dividend policy</i>
8	Ningrum (2017)	Determinan Kebijakan Dividen	Regresi	Profitabilitas, Kepemilikan Manajerial, <i>Leverage</i> , Likuiditas	Laba merupakan penentu kebijakan dividen, Kepemilikan manajerial memberi pengaruh negatif terhadap kebijakan dividen Likuiditas dan <i>leverage</i> tidak mempengaruhi kebijakan dividen perusahaan

2.7. *Research Gap*

Penelitian ini merupakan penelitian yang mengkonfirmasi hasil penelitian yang dilakukan sebelumnya. Pembentukan penelitian dilakukan dengan mengkompilasi faktor determinan di Indonesia yang diteliti oleh Ahmad & Wardhani (2014) dan mengembangkan dengan beberapa faktor internal serta eksternal pada penelitian yang dilakukan pada negara-negara di Asia.

Penelitian sebelumnya memberikan hasil bahwa terdapat hubungan positif antara profitabilitas dan ukuran perusahaan dengan *dividend policy*, terdapat hubungan negatif antara likuiditas dan *leverage*, dengan *dividend policy* dan tidak terdapat hubungan antara *Investment Opportunities* dengan *dividend policy*.

Penelitian ini akan mengembangkan penelitian pada determinasi kebijakan dividen di Indonesia dengan menambahkan faktor internal pada penelitian Yusof & Ismail (2016) dengan menguji faktor keagensian serta faktor eksternal yaitu pajak berdasarkan *tax preference theory* (Dewasiri et al., 2019). Pada penelitian negara-negara lain menunjukkan hasil yang sangat bervariasi dan saling bersifat kontradiksi.

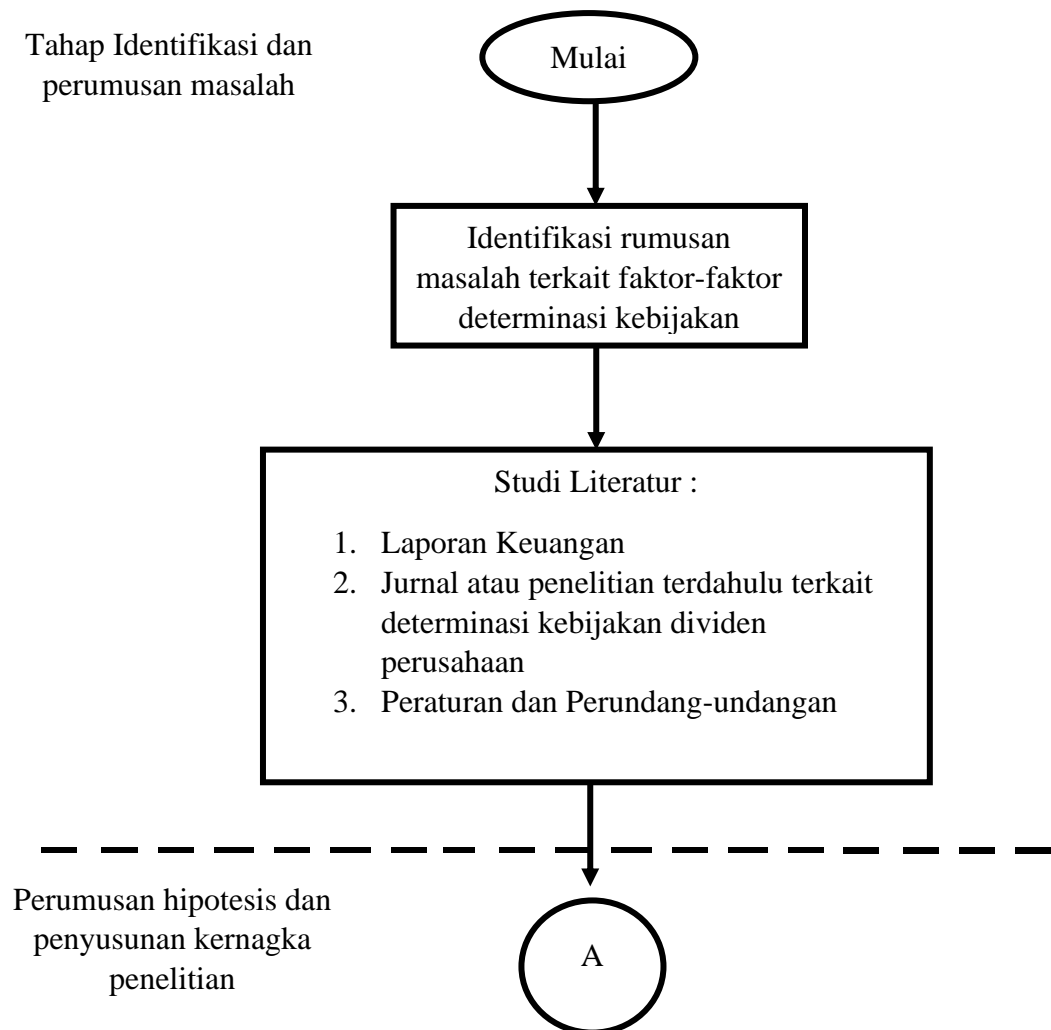
Penelitian ini memberi nilai tambah pada determinasi kebijakan dividen perusahaan terdaftar di Indonesia dengan mengembangkan faktor yang diteliti oleh Ahmad & Wardhani (2014) yaitu menambah jumlah faktor internal, serta faktor eksternal yang dapat mempengaruhi kebijakan dividen perusahaan terdaftar di Indonesia.. Dengan mengukur profitabilitas, likuiditas, ukuran perusahaan, *leverage*, *investment opportunities*, risiko, *free cash flow*, dan *largest shareholder* sebagai faktor internal serta menambahkan pengaruh pajak sebagai faktor eksternal terhadap kebijakan dividen perusahaan.

BAB III METODOLOGI PENELITIAN

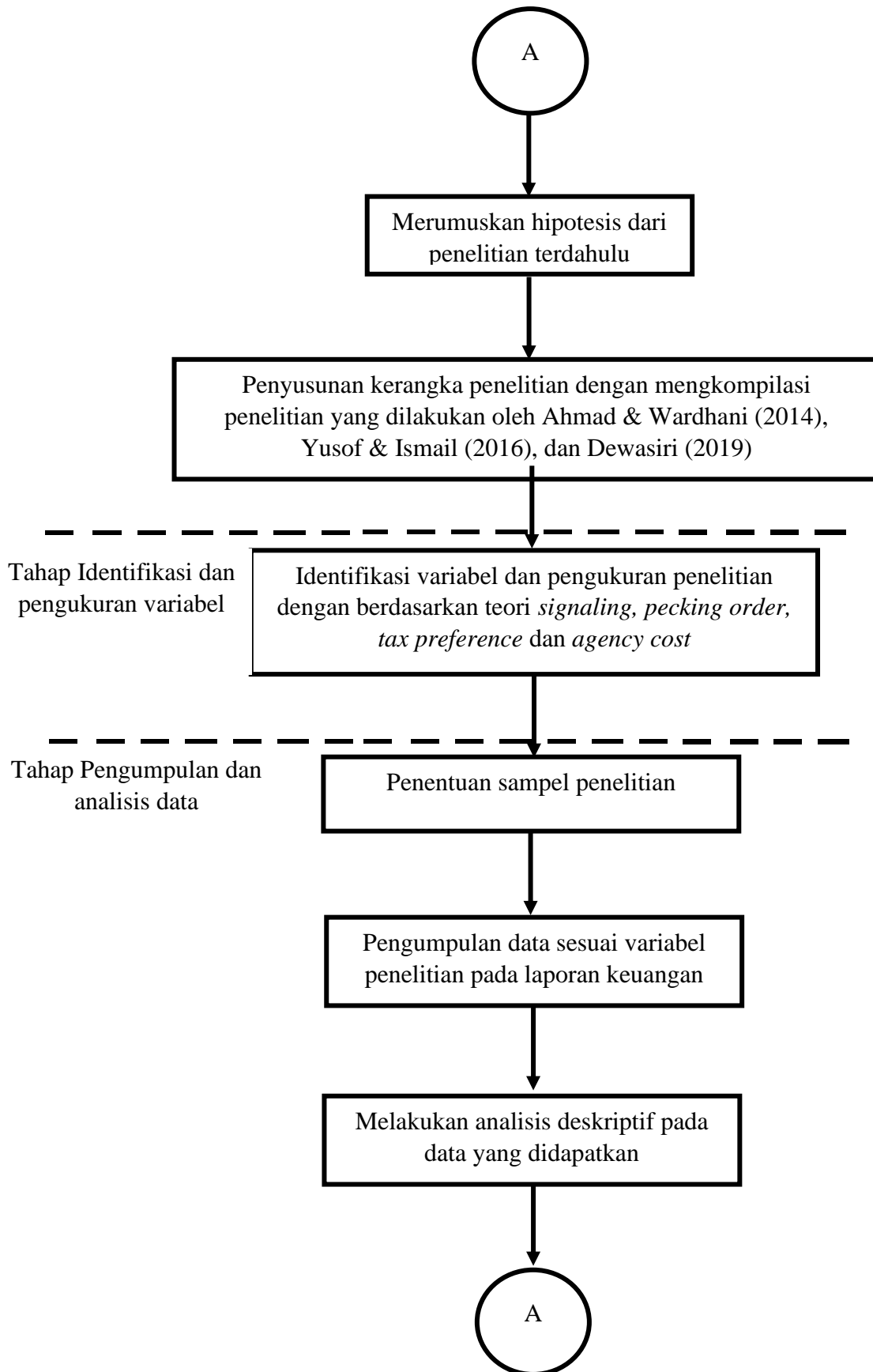
Pada bab ini akan dibahas tentang tahapan mengenai proses penelitian yang dilakukan penulis dalam melaksanakan penelitian agar dapat terbentuk penelitian yang sistematis, terstruktur, dan terarah.

3.1. Diagram Alur Penelitian

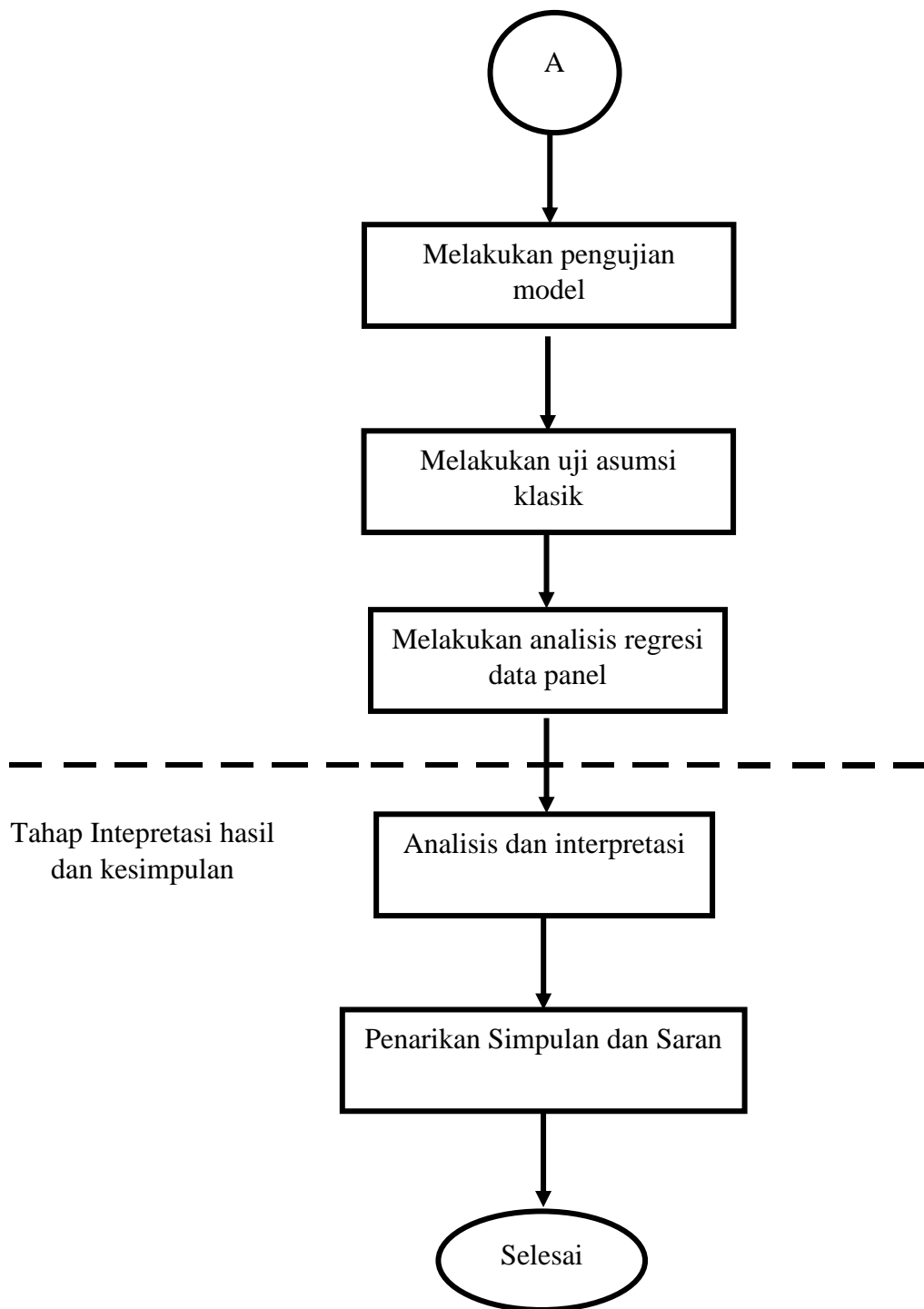
Dalam Penelitian ini, akan dibahas langkah-langkah yang menunjukkan alur dari penelitian yang dilakukan. Diagram alur yang berisi ringkasan dari penelitian yang dilakukan adalah sebagai berikut :



Gambar 3.1 Diagram Alur Penelitian



Gambar 3.1 Diagram Alur Penelitian



Gambar 3.1 Diagram Alur Penelitian

3.2. Tahapan Identifikasi dan Perumusan Masalah

Tahapan identifikasi dan perumusan masalah terdiri dari dua tahapan yaitu identifikasi masalah dan studi literatur

3.2.1. Identifikasi Permasalahan

Tahapan pertama yang dilakukan dalam penelitian ini adalah melakukan identifikasi masalah yang akan diselesaikan. Masalah yang dibahas dalam penelitian ini adalah determinasi kebijakan dividen perusahaan terdaftar berdasarkan sudut pandang manajer di Indonesia dengan faktor yang diuji adalah faktor internal yaitu : Profitabilitas, Likuiditas, *Leverage*, Ukuran Perusahaan, *Investment opportunities*, Risiko, *Free cash Flow*, *Largest Ownership*. Pada faktor eksternal yang diuji adalah : Pajak

3.2.2. Tahapan Studi Literatur

Tahapan studi literatur dilakukan dengan mencari referensi mengenai faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen pada negara-negara lain serta penelitian terdahulu terkait variabel-variabel tersebut. Referensi didapatkan dari jurnal internasional, *paper* Internasional, buku, serta Internet.

3.3. Tahapan Perumusan Hipotesis dan Penyusunan Kerangka Penelitian

Tahapan perumusan hipotesis dan penyusunan kerangka penelitian terdiri dari dua langkah tahapan yaitu perumusan hipotesis dan penyusunan kerangka penelitian :

3.3.1. Perumusan Hipotesis

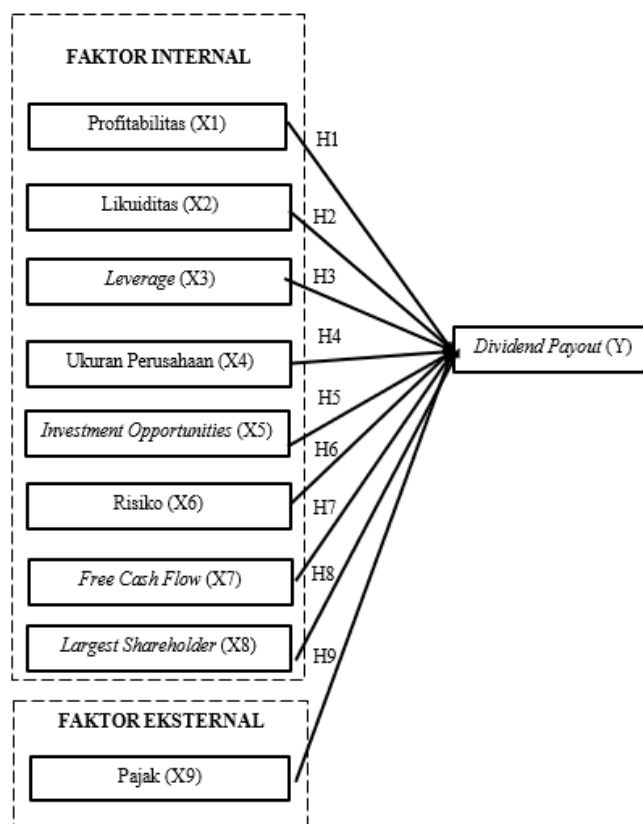
Penelitian ini mengacu pada penelitian yang dilakukan oleh Ahmad & Wardhani (2014), Yusof & Ismail (2016) mengenai analisis determinasi kebijakan dividen dengan menguji variabel-variabel internal perusahaan dan Dewasiri et al (2019) yang menguji variabel internal serta eksternal yang mempengaruhi determinasi kebijakan dividen perusahaan. Berdasarkan penelitian sebelumnya, dikembangkan beberapa hipotesis yang sesuai dengan variabel dalam penelitian.

3.3.2. Penyusunan Kerangka Penelitian

Penelitian ini memiliki kerangka yang dikembangkan dari penelitian Ahmad & Wardhani (2014), Yusof & Ismail (2016) dan Dewasiri et al (2019). Berikut kerangka penelitian ini:

3.4. Tahapan Identifikasi variabel dan Pengukuran Variabel

Penelitian ini menggabungkan antara faktor-faktor yang memengaruhi kebijakan dividen perusahaan pada penelitian-penelitian sebelumnya. Dilakukan dengan berdasarkan sudut pandang manajer perusahaan dan menguji faktor-faktor berdasarkan 4 teori seputar kebijakan dividen yaitu *Signalling theory*, *Pecking Order theory*, *Tax Preference Theory*, dan *Agency cost Theory*. Variabel profitabilitas dan likuiditas menjadi faktor yang diukur berdasarkan *signalling theory*. Variabel *investment opportunities*, dan *leverage* menjadi faktor yang diukur berdasarkan *Pecking Order Theory*. Variabel *free cash flow*, *largest ownership*, risiko, dan ukuran perusahaan merupakan faktor yang diukur berdasarkan *Agency Cost Theory*. Selanjutnya pajak merupakan faktor yang diukur berdasarkan *Tax Preference Theory*. Faktor Inflasi dihilangkan dikarenakan penelitian yang dilakukan hanya dilakukan pada satu negara, sehingga variabel inflasi yang memberi pengaruh sama kepada seluruh sampel penelitian tidak akan memenuhi persyaratan variabel akuntansi Selanjutnya untuk pengukuran kebijakan dividen perusahaan digunakan variabel *dividend payout*.



Gambar 3.2 Kerangka Model Penelitian

Berdasarkan model tersebut dibentuk definisi serta pengukuran variabel penelitian akan disajikan dalam bentuk tabel dibawah ini:

Tabel 3.1 Definisi dan Variabel Penelitian

Variabel	Indikator	Keterangan	Elemen Pengukuran	Sumber
Kebijakan Dividen	Dividen kas	Variabel Dependen	Dividen kas / Pendapatan Bersih	Agyei & Yiadom (2011)
Profitability	Return on Equity	Semakin tinggi semakin baik	Laba bersih / Total Aset	Abor & Bokpin (2010), Trang (2012)
Likuiditas	Current Rasio	Semakin tinggi semakin baik	Current Aset / Current Liabilites	Kapoor et al (2010), Baker et al (2018)
Leverage	Leverage Ratio	Semakin rendah semakin baik	Total Liabilities / Total Aset	Yusof & Ismail (2016)
Firm Size	Size	Semakin tinggi semakin baik	Log of total Assets	Abor & Bokpin (2010), Yusof & Ismail (2016)
<i>Investment Opportunities</i>	<i>Investment opportunities</i>	Semakin rendah semakin baik	Laba Ditahan / Total Assets	Yusof & Ismail (2016)

Tabel 3.1 Definisi dan Variabel Penelitian (lanjutan)

Variabel	Indikator	Keterangan	Elemen Pengukuran	Sumber
Risiko	<i>Earning Volatility</i>	Semakin rendah semakin baik	$\frac{\textit{Profit before Taxes}_t - \textit{Profit before Taxes}_{t-1}}{\textit{Profit before Taxes}_{t-1}}$	Sheikh & Qureshi (2017)
<i>Free Cash Flow</i>	<i>Free Cash Flow</i>	Semakin tinggi semakin baik	$\frac{\textit{Operating Cash Flow} - \textit{Dividend}}{\textit{Total Asset}}$	Suhartono (2015)
<i>Largest Shareholder</i>	<i>Largest Shareholder</i>	Semakin tinggi semakin baik	Persentase dari <i>shareholder</i> terbesar	yusof & Ismail (2016)
Pajak	Tax	Semakin rendah semakin baik	<i>Corporate Tax / Net Profit Before tax</i>	Gill et al (2010), Dewasiri et al (2019)

3.5. Jenis Penelitian

Penelitian ini merupakan penelitian *conclusive* (konklusif) dengan tujuan untuk menguji atau membuktikan sesuatu serta membantu peneliti dalam memilih tindakan khusus selanjutnya. Penelitian ini meneliti tentang hubungan sebab akibat yang merupakan bagian dari penelitian *conclusive* yaitu *causal research* atau studi eksperimental. Dalam penelitian ini terdapat delapan hipotesis yang diadopsi dari penelitian Ahmad & Wardhani (2014), Yusuf & Ismail (2016), dan Dewasiri et al (2019).

3.6. Populasi dan Desain *Sampling*

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan terdaftar pada Bursa Efek Indonesai (BEI) pada periode 2014-2018 didasarkan atas beberapa hal yaitu :

1. Penentuan kebijakan dividen perusahaan masih menjadi permasalahan bagi manajer di Indonesia
2. Minimnya penelitian yang membahas tentang kebijakan dividen pada perusahaan secara keseluruhan di Indonesia

Sampel dipilih menggunakan *purposive sampling* dengan memilih data berdasarkan kriteria yang dibutuhkan, tidak secara acak, dan melihat ketersediaan data. Kriteria pemilihan sampel dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Perusahaan merupakan perusahaan telah terdaftar di BEI sebelum tahun 2014
2. Perusahaan memberikan dividen secara rutin selama periode 2014-2018.
3. Perusahaan memiliki laporan keuangan periode 2014-2018 dengan data terkait variabel yang lengkap

Berdasarkan kriteria sampel diatas dari 619 perusahaan terdaftar di BEI tahun 2018, didapat 115 perusahaan dengan mengecualikan perusahaan sektor keuangan yang dapat memenuhi kriteria sampel dalam penelitian dengan rincian sebagai berikut:

Tabel 3.2 Populasi dan Sampel Penelitian

	Uraian	Jumlah
Populasi	Perusahaan terdaftar di Indonesia	619 perusahaan
Sampel	Perusahaan non keuangan yang mengeluarkan dividen secara berturut-turut selama 2014 hingga 2018	115 Perusahaan
Jumlah pengamatan (115 perusahaan x 5 tahun)		575 Pengamatan

3.7. Jenis dan Sumber Data Penelitian

Penelitian ini menggunakan data sekunder. Data sekunder yang digunakan adalah laporan keuangan perusahaan terdaftar yang diterbitkan pada *website* IDX yang menjadi sampel penelitian.

3.8. Teknik Pengolahan dan Analisis Data

Penelitian ini menggunakan Stata dalam pengolahan serta analisis data. Pada analisis regresi menggunakan *fixed effects model*. Analisis regresi data panel dilakukan untuk menguji kekuatan hubungan data antara dua variabel atau lebih dan menunjukkan arah dari hubungan kedua variabel atau lebih tersebut. Penelitian ini memiliki model penelitian sebagai berikut:

$$D_{it} = \beta_0 + \beta_1 PROF_{it} + \beta_2 LIQ_{it} + \beta_3 LEV_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 INV_{it} + \beta_6 RISK_{it} + \beta_7 FCF_{it} + \beta_8 LARGE_{it} + \beta_9 TAX_{it}$$

Keterangan :

D = *Dividend payout*

B = Koefisien Variabel Independen

PROF = Profitabilitas

LIQ = Likuiditas

<i>LEV</i>	= <i>Leverage</i>
<i>SIZE</i>	= Ukuran Perusahaan
<i>INV</i>	= <i>Investment Opportunities</i>
<i>RISK</i>	= Risiko
<i>FCF</i>	= <i>Free Cash Flow</i>
<i>LARGE</i>	= <i>Largest Shareholder</i>
<i>TAX</i>	= Pajak

$\beta_0, \beta_1 PROF, \beta_2 LIQ, \beta_3 LEV, \beta_4 SIZE, \beta_5 INV, \beta_6 RISK, \beta_7 FCF, \beta_8 LARGE,$ dan $\beta_9 TAX$ menunjukkan koefisien dari model regresi yang dibentuk.

3.8.1. Analisis Deskriptif

Analisis deskriptif dilakukan untuk mengidentifikasi kondisi variabel yang akan diuji pada setiap hipotesis, tentang profil distribusi setiap variabel. Variabel dependen adalah *dividend payout* (Y), selanjutnya pada variabel independen yang digunakan adalah profitabilitas (X1), likuiditas (X2), *leverage* (X3), ukuran perusahaan (X4), *investment opportunities* (X5), Risiko (X6) *Free cash flow* (X7), *largest shareholder* (X8), dan pajak (X9). Analisis deskriptif menurut Ghazali (2006) adalah statistik yang memberikan deskripsi suatu data dengan menunjukkan nilai rata-rata (mean), standar deviasi, minimum, dan maksimum, yang dapat dijelaskan sebagai berikut:

- a. *Mean*, berguna untuk melihat karakteristik kelompok data dengan membagi keseluruhan data terhadap jumlah data. *Mean* menunjukkan nilai rata-rata sebaran data pada variabel penelitian
- b. Standar deviasi adalah nilai yang menunjukkan tingkat heterogen data yang sedang diteliti dalam penelitian. Semakin besar nilai standar deviasi yang menunjukkan semakin besar pula tingkat variasi data
- c. *Maximum* adalah nilai tertinggi dalam sampel yang diteliti
- d. *Minimum* adalah nilai terendah sampel yang diteliti.

3.8.2. Pengujian Model

Dalam menentukan model yang paling tepat digunakan dalam mengelola data panel, menurut Basuki dan Prawoto (2016) pengujian tersebut yaitu:

- a. Uji Chow digunakan untuk menentukan model *Fixed Effect* atau *Common Effect* yang paling tepat digunakan dalam mengestimasi data panel. Saat nilai *Cross Statistic-F* lebih kecil dari tingkat signifikansi $\alpha = 0,05$ maka H_0 ditolak, namun saat nilai probabilitas signifikansi lebih besar dari signifikansi maka H_0 akan diterima. Hipotesis yang dibentuk dalam uji Chow yaitu:

H_0 : Common Effect Model

H_1 : Fixed Model Effect

- b. Uji Hausman berguna untuk menentukan antara model *Fixed Effect* atau *Random Effect* yang tepat digunakan. Apabila nilai probabilitas *cross section random* lebih kecil dari pada tingkat signifikansi $\alpha = 0,05$ maka H_0 ditolak. Namun, saat nilai probabilitas *cross section random* lebih besar dari tingkat signifikansi, maka H_0 diterima. Hipotesis yang dibentuk dalam uji Hausmann adalah:

H_0 : Random Effect Model

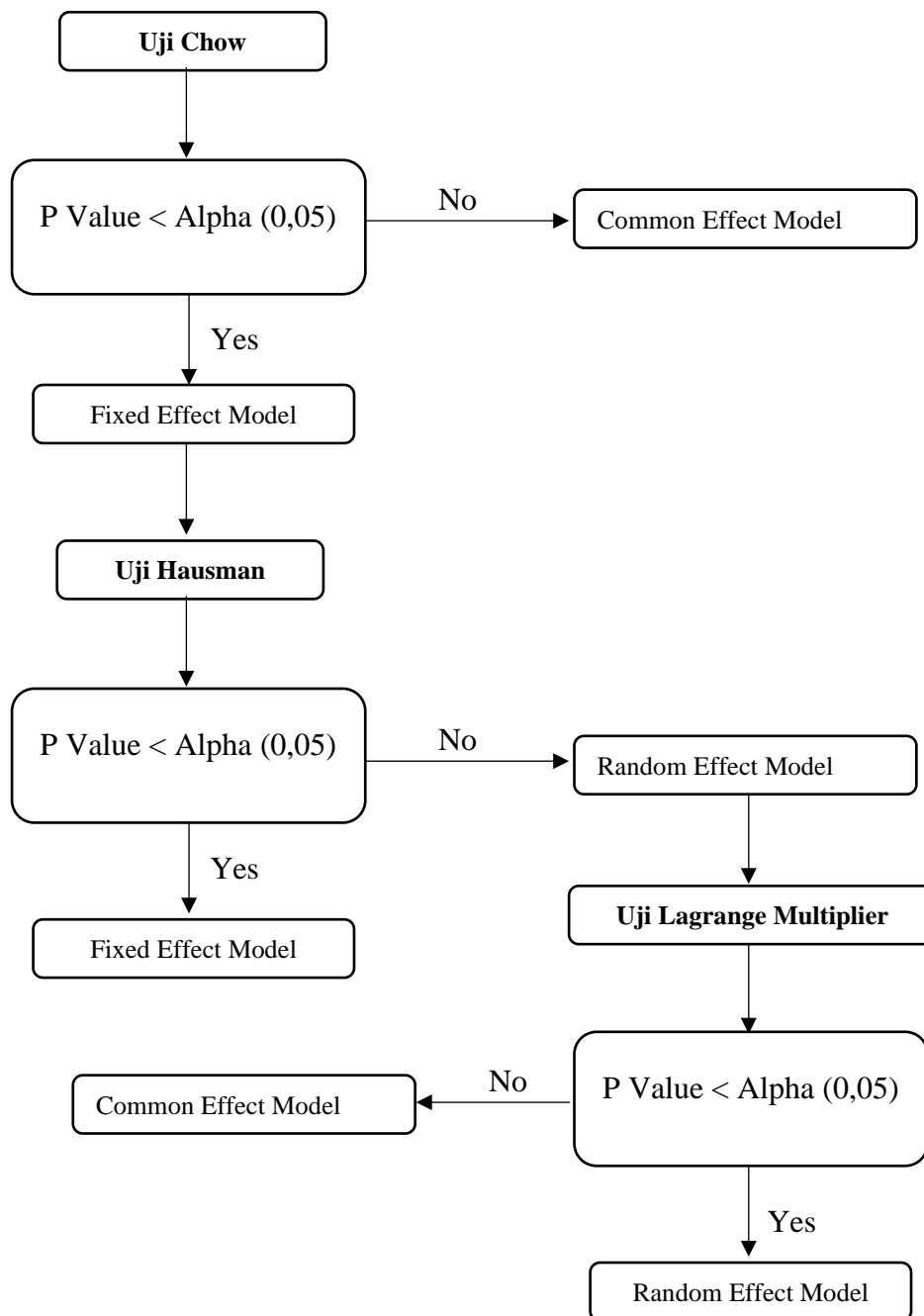
H_1 : Fixed Effect Model

- c. Uji Lagrange Multiplier digunakan untuk menentukan model *Random Effect* lebih baik dari metode *Common Effect*. Apabila nilai *Lagrange Multiplier* hitung lebih besar dari nilai kritis *Chi-Squares*, menunjukkan bahwa model paling tepat untuk regresi data panel adalah *Random Effect*. Hipotesis yang dibentuk dalam uji *Lagrange Multiplier* adalah:

H_0 : Common Effect Model

H_1 : Random Model Effect

Berikut ditampilkan tahapan pengujian model penelitian yang dilakukan dalam penelitian ini:



Gambar 3.4 Tahapan Pengujian Model

Berdasarkan Gambar 3.4 dapat dilihat bahwa apabila dalam uji Chow serta Uji Hausman menghasilkan model *Fixed Effect Model*, maka uji Langrange Multiplier tidak diperlukan. Namun Bila pada uji hasuman dihasilkan model *Random Effect Model*, maka diperlukan uji Lagrange Multiplier.

3.8.3. Uji Asumsi Klasik

Uji asumsi klasik digunakan untuk menguji apakah model regresi telah menunjukkan hubungan yang signifikan dan representatif. Penelitian dengan

penggunaan data sekunder memerlukan pengujian beberapa asumsi klasik yang mendasari model regresi.

Basuki & Prawoto (2016) menyatakan dalam pengujian asumsi klasik regresi data panel tidak diperlukan uji linearitas serta uji normalitas. Pendapat tersebut ditambahkan oleh Ghozali (2009) yang menyatakan bahwa dalam pengujian data panel diperlukan uji multikolinearitas, uji autokorelasi dan uji heterokedastisitas. Sehingga berdasarkan pendapat tersebut maka uji asumsi klasik yang digunakan pada regresi data panel adalah sebagai berikut:

1. Uji Multikolinearitas

Menurut Malhotra & Birks (2007), uji ini bertujuan menguji apakah pada model regresi ditemukan adanya korelasi antar variabel independen. Model regresi yang baik seharusnya tidak terjadi korelasi antar variabel independen. Deteksi adanya multikolinearitas dalam model regresi dapat dilihat dari *tolerance value* atau *variance inflation factor* (VIF) atau koefisien korelasi (r). Apabila nilai VIF tidak melebihi 10, maka variabel independen tidak terkena multikolinearitas. Sedangkan pada uji koefisien korelasi jika $r < 0,85$ maka dapat dinyatakan bahwa tidak terjadi multikolinearitas dalam model yang dibentuk.

2. Uji Heteroskedastisitas

Uji heteroskedastisitas dilakukan untuk melihat apakah terdapat ketidaksamaan varian dari residual satu pengamatan ke pengamatan yang lain. Model regresi yang memenuhi persyaratan adalah dimana terdapat kesamaan varians dari residual satu pengamatan ke pengamatan yang lain tetap atau disebut homoskedastisitas. Metode yang digunakan untuk uji heteroskedastisitas adalah Uji White, Glejser, Breusch-Pagan-Godfrey, Harvey, dan ARCH. Model memenuhi persyaratan apabila nilai probabilitas chi-square melebihi nilai alpha 0,5 (Basuki & Prawoto, 2016)

3. Uji Autokorelasi

Autokorelasi muncul karena adanya residual yang tidak bebas antar satu observasi ke observasi lainnya (Kuncoro, 2011). Hal ini disebabkan karena *error* pada individu cenderung mempengaruhi individu yang sama pada periode berikutnya. Masalah autokorelasi sering terjadi pada data *time series* (runtut waktu).

Metode yang digunakan untuk uji autokorelasi adalah uji Wooldridge's. Model penelitian dinyatakan memiliki autokorelasi ketika nilai probabilitas kurang dari 0,05. Apabila terdapat permasalahan dalam autokorelasi, maka dapat dilakukan perbaikan dengan menggunakan *robust standard error* saat melakukan regresi data panel atau dapat menggunakan *robust cluster* apabila terdapat autokorelasi beserta heteroskedastitas terjadi secara bersamaan (Hoechle, 2007).

3.8.4. Pengujian Hipotesis

Hipotesis yang diuji dalam penelitian ini adalah tentang ada tidaknya pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen. Langkah yang dilakukan dalam pengujian adalah:

1. Uji Koefisien Determinasi (R²)

Koefisien determinasi digunakan untuk mengetahui seberapa jauh model regresi mampu menjelaskan variabel terikat atau apakah sudah cukup tepat memilih variabel independen untuk mengukur variabel dependen. Nilai R² mempunyai interval antara 0 sampai 1 ($0 \leq R^2 \leq 1$). Semakin besar nilai R² (mendekati 1), semakin baik hasil untuk model regresi tersebut. Dan semakin mendekati 0, maka variabel independen secara keseluruhan tidak dapat menjelaskan variabel dependen.

2. Uji t (Uji Parsial)

Uji t (*T-test*) atau Uji Parsial digunakan untuk menguji pengaruh variabel independen secara parsial terhadap variabel dependen, yaitu pengaruh dari masing-masing variabel independen terhadap variabel dependennya. Sulaiman (2004) menyatakan bahwa prosedur dalam melakukan uji t terdiri dari:

a) Merumuskan Hipotesis

$H_0: b_1 = b_2 = b_3 = b_4 = 0$, artinya tidak terdapat pengaruh dari variabel independen secara parsial terhadap variabel dependen. Sebaliknya $H_a: b_1 \neq b_2 \neq b_3 \neq b_4 \neq 0$, artinya terdapat pengaruh dari variabel independen secara parsial terhadap nilai perusahaan.

b) Penetapan tingkat signifikansi (α)

Tingkat signifikan yang ditolerir $\alpha = 5$ persen atau confident interfal sebesar 95 persen. Derajat kebebasan atau df yaitu (n-k-1) dengan n adalah jumlah observasi dan k adalah jumlah variabel bebas.

- c) Menentukan besar t hitung
- d) Menentukan daerah keputusan
Menentukan wilayah H_0 dan H_a serta membandingkan nilai t hitung untuk mengetahui apakah menerima H_0 atau menerima H_a .
- e) Menentukan hipotesis
 H_0 diterima jika t hitung $\leq t$ tabel atau H_a diterima jika t hitung $> t$ tabel.

3.9. Analisis dan Interpretasi Hasil

Setelah dilakukan analisis regresi data panel, selanjutnya dilakukan analisis dan interpretasi hasil. Hal tersebut dilakukan untuk mengetahui hasil dari tujuh hipotesis yang telah dirumuskan, serta menjawab tujuan penelitian.

3.10. Simpulan dan Saran

Setelah dilakukan analisis dan interpretasi hasil, dilanjutkan dengan penarikan kesimpulan sesuai dengan tujuan penelitian dan perumusan saran untuk pihak terkait agar penelitian dapat berguna bagi perusahaan-perusahaan terdaftar di Indonesia maupun bagi bidang ilmu pengetahuan

(Halaman sengaja dikosongkan)

BAB IV

PENGUMPULAN DAN PENGOLAHAN DATA

Bab ini membahas mengenai analisis dan pembahasan hasil pengolahan data yang telah dilakukan penulis dalam penelitian ini. Pembahasan yang dilakukan berdasarkan pada landasan teori yang berkaitan dengan permasalahan yang dibahas.

4.1. Analisis Deskriptif

Data yang digunakan dalam penelitian ini berupa data panel, dengan menggabungkan antara data runtut waktu (*time series*) dengan data silang (*cross section*). Data *time series* yakni data selama 5 tahun (2014-2018). Data *cross section* meliputi perusahaan non keuangan yang terdaftar di BEI dan memenuhi kriteria sampel yang telah dibentuk. Berdasarkan ketersediaan data dari laporan tahunan serta laporan keuangan, terdapat 575 data pengamatan dan telah representatif.

Pada Tabel 4.1 menunjukkan analisis deskriptif terkait variabel independen perusahaan terdaftar di Bursa Efek Indonesia Berikut deskripsi data penelitian yang dilakukan :

Tabel 4.1 Analisis Dekskriptif

	<i>MEAN</i>	<i>MAX</i>	<i>MIN</i>	<i>STD. DEV.</i>
D	0,447	7,514	0,014	0,616
PROF	0,087	0,527	-0,025	0,078
LIQ	2,425	15,165	0,380	1,898
LEV	0,437	0,967	0,066	0,188
FIRM	29,309	33,473	24,899	1,600
INV	0,366	1,103	0,025	0,204
RISK	0,556	39,822	0,0001	2,238
FCF	0,057	0,415	-0,812	0,084
LARGE	0,542	0,981	0,102	0,194
TAX	0,249	16,043	-7,677	0,798
OBSERVASI	575	575	575	575

Berdasarkan Tabel 4.1, penjelasan masing-masing variabel akan dijelaskan pada sub-bab berikut.

1. Kebijakan dividen

Rata-rata kebijakan dividen yang dilakukan oleh perusahaan terdaftar di Bursa efek Indonesia periode 2014-2018 adalah 0,447. Tingkat rata-rata tersebut menunjukkan bahwa perusahaan terdaftar di Bursa Efek Indonesia rata-rata memberikan dividen bagi para *shareholder* nya sebesar 0,447 kali dari pendapatan bersih yang diterima perusahaan dalam satu periode. Variabel kebijakan dividen memiliki nilai standar deviasi sebesar 0,616, sehingga sebagian besar sampel berada kurang lebih 0,616 dari rata-rata perusahaan. Nilai terbesar pada kebijakan dividen yaitu 7,514 yang dilakukan oleh PT Sawit Sumbermas Sarana (SSMS) pada tahun 2018 dan nilai terkecil yaitu 0,014 oleh PT Indah Kult & Paper (INKP) pada tahun 2016.

2. Profitabilitas

Rata-rata tingkat profitabilitas yang didapatkan oleh perusahaan terdaftar di Bursa efek Indonesia pada periode 2014-2018 adalah 0,087. Tingkat rata-rata tersebut menunjukkan bahwa perusahaan terdaftar di Bursa Efek Indonesia rata-rata menerima keuntungan sebesar 0,087 kali dari total aset yang dimiliki perusahaan dalam satu periode. Variabel profitabilitas memiliki nilai standar deviasi sebesar 0,078, sehingga sebagian besar sampel berada kurang lebih 0,078 dari rata-rata perusahaan. Nilai terbesar pada profitabilitas yaitu 0,527 yang dilakukan oleh PT Multi Bintang Indonesia (MLBI) pada tahun 2017 dikarenakan peningkatan signifikan pendapatan perusahaan, namun aset perusahaan cenderung stagnan sehingga membentuk nilai tinggi pada profitabilitas perusahaan. Selanjutnya nilai terkecil yaitu -0,025 oleh PT Intermedia Capital (MDIA) pada tahun 2018 dikarenakan pada tahun 2018 PT Intermedia Capital mengalami kerugian yang cukup signifikan. Kerugian tersebut dikarenakan kerugian selisih kurs perusahaan yang sangat tinggi, sehingga memberi pengaruh signifikan terhadap profitabilitas perusahaan

3. Likuiditas

Rata-rata tingkat likuiditas yang didapatkan oleh perusahaan terdaftar di Bursa efek Indonesia pada periode 2014-2018 adalah 2,425. Tingkat rata-rata tersebut menunjukkan bahwa perusahaan terdaftar di Bursa Efek Indonesia rata-rata memiliki tingkat aset lancar sebesar 2,425 kali dari tingkat liabilitas lancar yang

dimiliki perusahaan dalam satu periode. Variabel likuiditas memiliki nilai standar deviasi sebesar 1,897 sehingga, sebagian besar sampel berada kurang lebih 1,897 dari rata-rata perusahaan. Nilai terbesar pada likuiditas sebesar 15,165 yang dimiliki oleh PT Duta Pertiwi Nusantara (DPNS) pada tahun 2016 dikarenakan pada tahun 2016 PT Duta Pertiwi Nusantara memiliki nilai total aset lancar sebesar Rp 174.907.377.454 dengan nilai total liabilitas lancar yang hanya sebesar Rp 11.533.925.524. Selanjutnya nilai terkecil sebesar 0,380 oleh PT Jasa Marga (JSMR) pada tahun 2018. Hal tersebut dikarenakan pada tahun 2018 PT Jasa Marga mengalami penurunan total aset lancar sebesar Rp 7.173.208.586, namun mengalami peningkatan pada liabilitas lancar sebesar Rp 6.083.534.845.

4. *Leverage*

Rata-rata tingkat *leverage* yang dimiliki oleh perusahaan terdaftar di Bursa efek Indonesia pada periode 2014-2018 adalah 0,436. Tingkat rata-rata tersebut menunjukkan bahwa perusahaan terdaftar di Bursa Efek Indonesia rata-rata memiliki total utang sebesar 0,436 kali dari total aset yang dimiliki perusahaan dalam satu periode. Variabel *leverage* memiliki nilai standar deviasi sebesar 0,187 sehingga, sebagian besar sampel berada kurang lebih 0,187 dari rata-rata perusahaan. Nilai terbesar pada *leverage* sebesar 0,967 yang dimiliki oleh PT FKS Multi Agro (FISH) pada tahun 2015. Pada tahun tersebut PT FKS Multi Agro memiliki hutang sebesar 0,967 dari total asetnya. Nilai terkecil yaitu 0,066 oleh PT Sido Muncul (SIDO) pada tahun 2014 dikarenakan PT Sido Muncul secara konstan menjaga rasio *leverage* perusahaan ,dengan menjaga total liabilitas sekecil mungkin.

5. Ukuran Perusahaan

Rata-rata tingkat ukuran perusahaan perusahaan terdaftar di Bursa efek Indonesia pada periode 2014-2018 adalah 29,308. Tingkat rata-rata tersebut menunjukkan bahwa perusahaan terdaftar di Bursa Efek Indonesia rata-rata memiliki aset dengan nilai logaritma natural sebesar 29,308. Variabel ukuran perusahaan memiliki nilai standar deviasi sebesar 1,600 sehingga, sebagian besar sampel berada kurang lebih 1,600 dari rata-rata perusahaan. Nilai terbesar ukuran perusahaan adalah 33,473 yang dimiliki oleh PT Astra Internasional (ASII) pada

tahun 2018 dan nilai terkecil yaitu 24,899 yang merupakan ukuran perusahaan dari PT Pembangunan Graha Lestari Indah (PGLI) pada tahun 2015.

6. *Investment Opportunities*

Rata-rata tingkat *Investment Opportunities* perusahaan terdaftar di Bursa efek Indonesia pada periode 2014-2018 adalah 0,366. Tingkat rata-rata tersebut menunjukkan bahwa perusahaan terdaftar di Bursa Efek Indonesia rata-rata memiliki saldo laba sebesar 0,366 kali dari total aset perusahaan. Variabel *investment opportunities* memiliki nilai standar deviasi sebesar 0,204 sehingga, sebagian besar sampel berada kurang lebih 0,204 dari rata-rata perusahaan. Nilai terbesar *Investment Opportunities* perusahaan terdaftar di Bursa Efek Indonesia adalah 1,103 yang dimiliki oleh PT Matahari Departement Store (LPPF) pada tahun 2015 dikarenakan tingginya saldo laba perusahaan yang mencapai Rp 4.291.307.000.000 melebihi total aset perusahaan sebesar Rp. 3.889.291.000.000. nilai terkecil yaitu 0,025 yang merupakan tingkat *Investment Opportunities* dari PT Indal Aluminium Industry (INAI) pada tahun 2015. Hal tersebut dikarenakan PT Indal Aluminium Industry mengalami peningkatan total aset yang signifikan pada akun kas setara kas serta piutang perusahaan. Pada tahun tersebut saldo laba perusahaan tidak mengalami peningkatan yang signifikan

7. Risiko

Rata-rata tingkat risiko perusahaan terdaftar di Bursa efek Indonesia pada periode 2014-2018 adalah 0,556. Tingkat rata-rata tersebut menunjukkan bahwa perusahaan terdaftar di Bursa Efek Indonesia rata-rata memiliki presentase perubahan *Net Profit Before Tax* sebesar 0,566 kali dari *Net Profit Before Tax* tahun sebelumnya. Variabel risiko memiliki nilai standar deviasi sebesar 2,238 sehingga, sebagian besar sampel berada kurang lebih 2,238 dari rata-rata perusahaan. Nilai terbesar risiko perusahaan terdaftar di Bursa Efek Indonesia adalah 39,823 yang dimiliki oleh PT Pabrik Kertas Tjiwi Kimia (TKIM) pada tahun 2017 dikarenakan pada tahun tersebut terjadi perubahan EBIT yang signifikan, dikarenakan peningkatan keuntungan kurs sehingga menghasilkan menghasilkan volatilitas pendapatan yang tinggi. Selanjutnya nilai risiko perusahaan terkecil yaitu 0,0001 yang merupakan tingkat risiko dari PT AKR Corporindo (AKRA) pada tahun 2017.

Rendahnya risiko tersebut dikarenakan tingkat *Net Profit Before Tax* perusahaan yang stabil sehingga menghasilkan volatilitas pendapatan yang rendah.

8. *Free cash flow*

Rata-rata tingkat *free cash flow* perusahaan terdaftar di Bursa efek Indonesia pada periode 2014-2018 adalah 0,057. Tingkat rata-rata tersebut menunjukkan bahwa perusahaan terdaftar di Bursa Efek Indonesia rata-rata memiliki kas setara kas sebesar 0,057 kali dari total aset perusahaan. Variabel *free cash flow* memiliki nilai standar deviasi sebesar 0,084 sehingga, sebagian besar sampel berada kurang lebih 0,084 dari rata-rata perusahaan. Nilai terbesar *free cash flow* perusahaan terdaftar di Bursa Efek Indonesia adalah 0,415 yang dimiliki oleh PT Matahari Departement Store (LPPF) pada tahun 2014 yang menunjukkan bahwa perusahaan memiliki kas bersih dari dana alokasi yang operasional cukup tinggi. Pada nilai terkecil yaitu -0,812 yang merupakan tingkat *free cash flow* dari PT MERCK (AALI) pada tahun 2018. Kondisi tersebut dikarenakan kegiatan operasional perusahaan yang mengalami penurunan ketersediaan arus kas operasional secara signifikan.

9. *Largest shareholder*

Rata-rata tingkat *largest shareholder* perusahaan terdaftar di Bursa efek Indonesia pada periode 2014-2018 adalah 0,538. Tingkat rata-rata tersebut menunjukkan bahwa perusahaan terdaftar di Bursa Efek Indonesia rata-rata memiliki tingkat *largest shareholder* sebesar 53% kepemilikan perusahaan. Variabel *largest shareholder* memiliki nilai standar deviasi sebesar 0,19 sehingga, sebagian besar sampel berada kurang lebih 0,19 dari rata-rata *largest shareholder* perusahaan. Persentase terbesar *largest shareholder* perusahaan terdaftar di Bursa Efek Indonesia adalah 98% oleh PT Hanjaya Mandala Sampoerna (HMSP) pada tahun 2014 dan persentase terkecil yaitu 10% yang merupakan tingkat *largest shareholder* dari PT Kalbe Farma (KLBF) selama periode penelitian.

10. Pajak

Rata-rata tingkat pajak perusahaan terdaftar di Bursa efek Indonesia pada periode 2014-2018 adalah 0,249. Tingkat rata-rata tersebut menunjukkan bahwa perusahaan terdaftar di Bursa Efek Indonesia rata-rata memiliki tingkat pajak

sebesar 0,249 dari pendapatan sebelum pajak perusahaan. Variabel pajak memiliki nilai standar deviasi sebesar 0,24 sehingga, sebagian besar sampel berada kurang lebih 0,24 dari rata-rata pajak perusahaan. Nilai terbesar pajak perusahaan terdaftar di Bursa Efek Indonesia adalah 16,042 yang dimiliki oleh PT Austindo Nusantara Jaya (ANJT) pada tahun 2015, dikarenakan laba sebelum pajak perusahaan yang rendah yaitu sebesar Rp 7.710.404.790 namun beban pajak yang didapatkan perusahaan tinggi yaitu sebesar Rp 123.694.750.400. Nilai pajak terkecil yaitu Nilai pajak terkecil yaitu -7,677 yang merupakan nilai pajak dari PT Pabrik Kertas Tjiwi Kimia (TKIM) pada tahun 2016. Kondisi tersebut dikarenakan pada tahun 2015 PT Pabrik Kertas Tjiwi Kimia memiliki laba sebelum pajak yang rendah, yaitu sebesar Rp 11.629.170.000 namun perusahaan memiliki manfaat pajak yang cukup tinggi sebesar Rp 89.275.635.000 sehingga menghasilkan nilai negatif pada variabel pajak perusahaan. Manfaat pajak tersebut berasal dari pajak tangguhan perusahaan. Berdasarkan PSAK 46 pajak tangguhan merupakan jumlah pajak yang terpulihkan pada periode mendatang akibat perbedaan temporer yang boleh dikurangkan atau sisa kompensasi kerugian.

4.2. Pengujian dan Pemilihan Model

Penelitian ini melakukan dua pengujian model untuk menentukan model yang paling tepat untuk regresi data panel yang digunakan, Pengujian dilakukan sebagai berikut:

Tabel 4.2 Uji Model Regresi Data Panel

Variabel	Uji Chow	Uji Hausman	Uji LM	Model
	Prob>F	Prob>Chi2	Prob>Chibar2	
Kebijakan Dividen	0	0	-	<i>Fixed Effect Model</i>

Uji yang pertama kali dilakukan dalam mengidentifikasi model estimasi yang tepat yaitu menggunakan uji Chow. Uji ini menentukan apakah model estimasi yang tepat antara *Fixed Effect Model* dengan *Common Effect Model*. Ketika nilai probabilitasnya melebihi 0,05. maka *Common Effect Model* lebih tepat daripada *Fixed Effect Model*. Begitu pula sebaliknya bila kondisi tersebut tidak terpenuhi, maka *Fixed Effect Model* lebih sesuai untuk penelitian. Hasil uji

ini menunjukkan bahwa nilai probabilitas menunjukkan nilai nol, dimana *Fixed Effect Model* lebih tepat dari *Common Effect Model*.

Kemudian setelah uji Chow dilakukan akan dilanjutkan dengan uji Hausman. Uji ini menentukan model estimasi antara *Fixed Effect Model* dan *Random Effect Model*. Ketika nilai dari uji ini kurang dari 0,05, maka model *Fixed Effect Model* lebih tepat dari *Random Effect Model*. Dan sebaliknya apabila kondisi tersebut tidak terpenuhi, maka *Random Effect Model* lebih sesuai daripada *Fixed Effect Model*. Pada kasus Bank Umum Kovenasional, hasil yang diperoleh dari uji Hausman memiliki nilai probabilitas 0 yang menandakan bahwa model yang tepat adalah *Fixed Effect Model*.

4.3. Uji Asumsi Klasik

Uji asumsi klasik digunakan untuk menguji apakah model regresi benar-benar memiliki hubungan signifikan dan representatif. Penelitian ini menggunakan tiga uji asumsi klasik, yaitu uji multikolinearitas menggunakan uji korelasi berganda variabel, uji heteroskedestisitas dengan menggunakan uji Wald, dan uji autokorelasi menggunakan uji Woolridge.

4.3.1. Uji Multikolinieritas

Uji multikolinearitas yang dilakukan pada penelitian ini yaitu dengan menggunakan uji korelasi antara masing-masing variabel independen. Ketika nilai dari uji korelasi ini menghasilkan nilai lebih dari 0,85, maka model tersebut terindikasi terjadi permasalahan multikolinearitas. Ketika permasalahan multikolinearitas terjadi, maka salah satu solusi yang dapat dilakukan adalah dengan menghapus salah satu variabel yang mengalami permasalahan tersebut dalam model regresi. Hal tersebut untuk mengurangi tingkat standard error yang dapat diperoleh. Pada Tabel 4.3 dijabarkan terkait uji multikolinearitas dan tidak menunjukkan gejala permasalahan tersebut.

Tabel 4.3 Uji Multikolinieritas

	<i>PROF</i>	<i>LIQ</i>	<i>LEV</i>	<i>FIRM</i>	<i>INV</i>	<i>RISK</i>	<i>FCF</i>	<i>LARGE</i>	<i>TAX</i>
<i>PROF</i>	1,0000								
<i>LIQ</i>	0,121	1,0000							
<i>LEV</i>	-0,196	-0,612	1,0000						
<i>FIRM</i>	0,008	-0,244	0,298	1,0000					
<i>INV</i>	0,438	0,299	-0,602	-0,133	1,0000				
<i>RISK</i>	-0,097	0,054	-0,050	0,043	-0,774	1,0000			
<i>FCF</i>	0,269	-0,017	-0,117	-0,240	0,246	-0,081	1,0000		
<i>LARGE</i>	0,137	0,0001	-0,098	0,081	-0,017	-0,002	0,007	1,0000	
<i>TAX</i>	-0,062	-0,036	-0,021	0,037	0,038	0,023	-0,033	0,011	1,0000

Berdasarkan hasil Tabel 4.3 dapat diketahui bahwa tidak terjadi multikolinieritas pada penelitian. Kondisi tersebut terlihat dari korelasi antar variabel yang tidak melebihi dari 0,85.

4.3.2. Uji Heteroskedastisitas

Uji Heteroskedestisitas yang digunakan untuk menguji penelitian ini adalah uji Wald. Dengan uji Wald, bila nilai probabilitas lebih kecil dari 0,05, maka model terindikasi memiliki masalah heteroskedestisitas. Berdasarkan hasil pengolahan data pada Lampiran menunjukkan bahwa nilai dari probabilitas uji yang dilakukan mengalami permasalahan heteroskedestisitas.

4.3.3. Uji Autokorelasi

Pengujian autokorelasi yang dilakukan dalam penelitian ini menggunakan uji Wooldridge. Ketika nilai probabilitas uji Wooldridge memiliki nilai lebih kecil dari 0,05, maka model terindikasi memiliki masalah autokorelasi. Berdasarkan hasil data pengolahan pada lampiran terlihat bahwa nilai probabilitas dari uji yang dilakukan menghasilkan nilai nol. Sehingga dapat disimpulkan bahwa model yang diteliti tersebut mengalami permasalahan autokorelasi. Dengan ini disimpulkan bahwa alternatif menggunakan *Driscoll & Kray Standard*, karena terdapat masalah autokorelasi dan heteroskedestisitas secara bersamaan pada model penelitian yang memiliki model FEM (Hoele, 2007).

4.4. Pengujian Hipotesis

Berdasarkan uji model yang telah dilakukan sebelumnya yaitu uji Chow dan uji Hausman maka diperoleh model yang tepat digunakan dalam analisis regresi linier data panel pada penelitian ini adalah menggunakan metode *Fixed Effect Model* (FEM). Hasil regresi data panel menggunakan *Fixed Effect Model* ditampilkan pada tabel 4.4 sebagai berikut.

Tabel 4.4 Uji Regresi Data Panel

<i>Variabel Independen</i>	<i>Fixed Effect Model</i>	
	Koefisien	Probabilitas
<i>PROF</i>	-3,440871	0,000
<i>LIQ</i>	0,0652276	0,032
<i>LEV</i>	1,144458	0,014
<i>FIRM</i>	0,0071312	0,936
<i>INV</i>	-0,0012935	0,997
<i>RISK</i>	-0,0183892	0,143
<i>FCF</i>	-0,9784486	0,024
<i>LARGE</i>	1,181468	0,034
<i>TAX</i>	0,0146699	0,642
<i>R2</i>		0,11
<i>Observasi</i>		575

4.4.1. Uji Koefisien Determinasi (R^2)

Uji koefisien determinasi digunakan untuk mengetahui seberapa jauh tingkat kemampuan model untuk menerangkan variasi dari variabel independen. Besarnya nilai *R-Squared* pada tabel 4.4 adalah 0,11. Hal ini menunjukkan bahwa kemampuan variabel independen yaitu profitabilitas, likuiditas, *leverage*, ukuran perusahaan, *investment opportunities*, Risiko, *Free Cash Flow*, *largest shareholder*, dan Pajak menjelaskan 11%. Sedangkan 89% lainnya dapat dijelaskan faktor-faktor lain selain variabel-variabel dalam penelitian ini. Kondisi tersebut menunjukkan bahwa pengaruh variabel keuangan berdasarkan sudut pandang manajer memberikan pengaruh yang tidak signifikan terhadap kebijakan dividen perusahaan di Indonesia. Rendahnya *R-Squared* pada pengujian terhadap kebijakan dividen di Indonesia sesuai dengan penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh

Astuti (2019) dengan *R-Squared* sebesar 4%, Mathilda (2012) dengan *R-Squared* sebesar 6%, serta Ahmad & Wardhani (2014) yang menghasilkan *R-Squared* sebesar 15%, serta Jatmiko & Kusumastuti (2017) yang menemukan *R-Squared* sebesar 18%.

Pada negara-negara yang memiliki peraturan seperti di Indonesia, menghasilkan *R-Squared* yang rendah. Kazmierska-Józwiak (2015) yang meneliti determinan kebijakan dividen di Negara Polandia menemukan bahwa hasil *R-Squared* sebesar 3,6%. Alam & Hossain (2012) yang membandingkan kebijakan dividen di Bangladesh dan Inggris menunjukkan hasil *R-Squared* sebesar 13% pada model kebijakan dividen di Inggris. Gill et al (2010) yang meneliti determinan kebijakan dividen di Amerika Serikat menunjukkan hasil *R-Squared* sebesar 15%. Kondisi tersebut sesuai dengan penemuan di Indonesia, dikarenakan penentuan kebijakan dividen yang sama yaitu melalui pertemuan dengan *shareholder*. Adanya pertemuan *shareholder* menyebabkan meningkatnya pengaruh-pengaruh yang dapat mempengaruhi manajer dalam menentukan kebijakan dividen, sehingga menghasilkan nilai *R-Squared* yang rendah.

4.4.2. Uji Statistik T

Uji statistik T merupakan jenis pengujian untuk menjelaskan pengaruh secara individu atau parsial tiap variabel independen terhadap variabel dependen dalam model penelitian yang digunakan. Pembuktian dari ada atau tidaknya pengaruh secara individu dapat dilihat dari hasil perhitungan nilai probabilitas uji t-statistik. Berdasarkan Tabel 4.4 berikut merupakan identifikasi dari hasil uji T statistik:

1. Variabel Profitabilitas memiliki pengaruh signifikan negatif terhadap kebijakan dividen perusahaan. Hal ini terindikasi dengan nilai koefisiennya yang memiliki nilai negatif sebesar -3,440871 dan memiliki nilai probabilitas 0,000
2. Variabel Likuiditas memiliki pengaruh signifikan positif terhadap kebijakan dividen perusahaan. Hal ini terindikasi dengan nilai koefisiennya yang memiliki nilai positif sebesar 0,0652276 dan memiliki nilai probabilitas 0,032
3. Variabel Leverage memiliki pengaruh signifikan positif terhadap kebijakan dividen perusahaan. Hal ini terindikasi dengan nilai koefisiennya yang memiliki nilai positif sebesar 1,144458 dan memiliki nilai probabilitas 0,014

4. Variabel Ukuran perusahaan tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen perusahaan. Hal ini terindikasi dengan nilai probabilitas diatas 0,05 yaitu 0,936
5. Variabel *Investment Opportunities* tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen perusahaan. Hal ini terindikasi dengan nilai probabilitas diatas 0,05 yaitu 0,997
6. Variabel Risiko tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen perusahaan. Hal ini terindikasi dengan nilai probabilitas diatas 0,05 yaitu 0,143
7. Variabel Free Cash Flow memiliki pengaruh signifikan negatif terhadap kebijakan dividen perusahaan. Hal ini terindikasi dengan nilai koefisiennya yang memiliki nilai negatif sebesar -0,9784486 dan memiliki nilai probabilitas 0,024
8. Variabel Largest Shareholder memiliki pengaruh signifikan positif terhadap kebijakan dividen perusahaan. Hal ini terindikasi dengan nilai koefisiennya yang memiliki nilai positif sebesar 1,181468 dan memiliki nilai probabilitas 0,034
9. Variabel Pajak tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen perusahaan. Hal ini terindikasi dengan nilai probabilitas diatas 0,05 yaitu 0,642

(Halaman sengaja dikosongkan)

BAB V

ANALISIS DAN INTERPRETASI

Pada bab ini akan dibahas mengenai analisis dan interpretasi hasil yang diperoleh. Analisis didasarkan pada landasan teori yang berkaitan dengan permasalahan yang dibahas:

5.1. Pengaruh Profitabilitas Terhadap Kebijakan Dividen

Berdasarkan uji regresi data panel yang telah disajikan pada tabel 4.4 menunjukkan hasil bahwa profitabilitas memiliki pengaruh signifikan negatif terhadap kebijakan dividen perusahaan. Hasil tersebut berkontradiksi dengan penelitian yang dilakukan oleh Trang (2012) serta Ahmad & Wardhani (2014) yang menyatakan bahwa profitabilitas memberi pengaruh positif terhadap kebijakan dividen perusahaan. Penemuan ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Kaźmierska-Jóźwiak (2015) yang meneliti pengaruh profitabilitas di Negara Polandia, mengidentifikasi bahwa profitabilitas memiliki pengaruh negatif terhadap kebijakan dividen perusahaan.

Profitabilitas berkaitan dengan bagaimana perusahaan memperoleh laba atau keuntungan dari ekuitas yang dimiliki, secara detail dijelaskan oleh Kashmir (2010) bahwa profitabilitas adalah rasio yang digunakan untuk menilai kemampuan perusahaan dalam mencari keuntungan. Hasil penelitian ini sangat menarik, dikarenakan tingginya pengaruh profitabilitas terhadap kebijakan dividen. Lintner (1956) menyatakan bahwa profitabilitas merupakan faktor terpenting bagi perusahaan dalam menentukan kebijakan dividen perusahaan. Wedhana & Wiksuana (2015) menambahkan bahwa kebijakan dividen merupakan alokasi jumlah laba yang dimiliki perusahaan untuk dibagikan kepada *shareholder*.

Fenandar & Raharja (2012) menambahkan bahwa kebijakan dividen merupakan keputusan terhadap tingkat laba yang diperoleh perusahaan untuk dibagikan kepada para pemegang saham sebagai dividen atau disimpan dalam bentuk laba ditahan guna pembiayaan investasi bagi perusahaan. Berdasarkan penelitian yang dilakukan dapat disimpulkan bahwa perusahaan terdaftar di Indonesia cenderung menggunakan profitabilitasnya sebagai laba ditahan, dibandingkan dengan membagi dividen kepada para pemegang saham. Kondisi

tersebut sesuai dengan kondisi manajer di Negara Polandia yang juga menahan laba perusahaan dalam bentuk laba ditahan Kaźmierska-Jóźwiak (2015). Penemuan tersebut sejalan dengan teori *pecking order*, yaitu perusahaan akan mengutamakan penggunaan laba ditahan dari pada utang untuk membiayai kegiatan investasinya (Myers, 1984). Dengan hasil tersebut, maka hipotesis ditolak.

5.2. Pengaruh Likuiditas Terhadap Kebijakan Dividen

Berdasarkan uji regresi data panel yang telah disajikan pada tabel 4.4 menunjukkan hasil bahwa likuiditas memiliki pengaruh signifikan positif terhadap kebijakan dividen perusahaan. Hasil penelitian ini berbeda dengan penelitian yang dilakukan oleh Ahmad & Wardhani (2014) yang menunjukkan bahwa terdapat pengaruh negatif antara likuiditas dengan kebijakan dividen. Namun penemuan penelitian ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Amidu & Abor (2006) yang meneliti pengaruh likuiditas terhadap kebijakan dividen pada negara Ghana, serta Ahmed & Javid (2008) yang meneliti pengaruh likuiditas terhadap kebijakan dividen di Pakistan juga menemukan hasil positif antara likuiditas terhadap kebijakan dividen perusahaan.

Likuiditas merupakan kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban keuangan yang bersifat jangka pendek berdasarkan aset lancar yang dimiliki perusahaan (Atrill & McLaney, 2008). Pengaruh likuiditas terhadap kebijakan dividen perusahaan dijelaskan oleh Baker et al (1985) dengan melakukan survei kepada manajer perusahaan menunjukkan bahwa likuiditas merupakan faktor utama dalam penentuan kebijakan dividen perusahaan. Hal tersebut dijelaskan oleh Kale & Nole (1990) yang menyatakan bahwa dividen merupakan sinyal kepada *shareholder* tentang tingkat stabilitas kondisi likuiditas perusahaan.

Pada penelitian ini, pengaruh likuiditas terhadap kebijakan dividen menunjukkan hubungan signifikan positif. Yang mengindikasikan bahwa semakin tinggi likuiditas perusahaan, maka semakin tinggi dividen yang akan diberikan kepada para *shareholder* perusahaan. Bila dilihat dari analisis deskriptif, dapat dilihat bahwa likuiditas perusahaan memiliki rata-rata aset lancar sebesar 2,45 kali dari liabilitas jangka pendeknya, serta standar deviasi sebesar 1,9. Perusahaan dengan likuiditas tinggi memiliki kemampuan untuk memenuhi liabilitas jangka pendeknya, sehingga dengan keleluasaan tersebut digunakan manajer untuk

memberikan dividen kepada shareholder sebagai sinyal bahwa likuiditas perusahaan dalam kondisi yang baik. Dengan hasil penelitian tersebut, maka hipotesis diterima

5.3. Pengaruh *Leverage* Terhadap Kebijakan Dividen

Berdasarkan uji regresi data panel yang telah disajikan pada tabel 4.4 menunjukkan hasil bahwa *leverage* memiliki pengaruh signifikan positif terhadap kebijakan dividen perusahaan. Hasil tersebut berbeda dengan penemuan dari penelitian yang dilakukan oleh Ahmad & Wardhani (2014) serta Yusof & Ismail (2016) yang menunjukkan bahwa terdapat pengaruh signifikan negatif antara *leverage* terhadap kebijakan dividen perusahaan. Penemuan ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Gill et al (2010), Chang & Rhee (1990), dan Appannan & Sim (2011) yang meneliti tentang pengaruh *leverage* terhadap kebijakan dividen menunjukkan hasil signifikan positif, sehingga dengan tingginya tingkat *leverage* perusahaan maka semakin tinggi tingkat kebijakan dividen yang diberikan perusahaan.

Yusof & Ismail (2016) menyatakan bahwa perusahaan dengan tingkat *leverage* tinggi cenderung membutuhkan kas yang lebih tinggi untuk membayar hutang obligasi, yang mempengaruhi dana untuk *shareholder* sehingga menurunkan tingkat kebijakan dividen perusahaan.

Pada penelitian ini, menunjukkan bahwa terdapat pengaruh signifikan positif antara *leverage* serta kebijakan dividen. Kondisi tersebut menunjukkan bahwa dengan tingginya *leverage*, maka semakin tinggi juga dividen yang akan diberikan perusahaan. Penemuan tersebut sesuai dengan penelitian Agyei & Yiadom (2011) yang menemukan pengaruh positif *leverage* terhadap kebijakan dividen di negara Ghana. Kondisi tersebut dijelaskan oleh Easterbrook (1984) yang menyatakan bahwa saat perusahaan mengeluarkan hutang, maka akan menguntungkan bagi *shareholder* bila perusahaan mengeluarkan dividen. Kondisi tersebut dikarenakan saat perusahaan mengeluarkan hutang, maka akan terjadi transfer kekayaan dari *Shareholder* kepada *Bondholder*. Sehingga *shareholder* akan cenderung menuntut manajer untuk meningkatkan dividen saat tingkat *leverage* perusahaan tinggi. Di Indonesia penetapan dividen berdasarkan RUPS

menjadi langkah bagi *shareholder* untuk dapat mempengaruhi kebijakan dividen perusahaan. Dengan hasil penelitian tersebut, maka hipotesis ditolak.

5.4. Pengaruh Ukuran perusahaan Terhadap Kebijakan Dividen

Berdasarkan uji regresi data panel yang telah disajikan pada tabel 4.4 menunjukkan hasil bahwa ukuran perusahaan memiliki pengaruh positif tidak signifikan terhadap kebijakan dividen perusahaan. Hasil ini berbeda dengan penelitian yang dilakukan oleh Ahmed & Wardhani (2014) serta Yusof & Ismail (2016) yang menyatakan bahwa ukuran perusahaan memiliki pengaruh signifikan positif terhadap kebijakan dividen perusahaan. Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Kaźmierska-Jóźwiak (2015), Chen & Dhiensiri (2009), serta Appannan & Sim (2011) yang menemukan bahwa ukuran perusahaan tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen.

Pengaruh ukuran perusahaan terhadap kebijakan dividen dijelaskan menurut *Agency Theory* yang menunjukkan bahwa bahwa ukuran perusahaan dapat memengaruhi kebijakan dividen karena tingginya persebaran kepemilikan pada perusahaan besar, mengakibatkan rendahnya kontrol *shareholder* untuk mengawasi aktivitas pembiayaan internal dan eksternal, sehingga meningkatkan asimetri informasi antara perusahaan dengan *shareholder*

Trang (2012) menyatakan bahwa semakin kecil ukuran perusahaan maka semakin besar kemungkinan untuk menginvestasikan kembali keuntungan yang didapatkan sehingga menghasilkan dividen yang rendah bagi para *shareholdernya*. Yusof & Ismail (2016) menambahkan bahwa kebijakan dividen digunakan untuk meminimalisir asimetri informasi antara manajer perusahaan dengan *shareholder*. Hasil tidak signifikan yang ditunjukkan pada penelitian ini didukung oleh pernyataan Naceur et al (2016) yang menemukan bahwa perusahaan kecil cenderung memberi dividen lebih besar untuk menarik minat *investor* potensial untuk berinvestasi, sehingga ukuran perusahaan tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen. Dengan hasil penelitian tersebut, maka hipotesis ditolak.

5.5. Pengaruh *Investment Opportunities* terhadap Kebijakan Dividen

Berdasarkan uji regresi data panel yang telah disajikan pada tabel 4.4 menunjukkan hasil bahwa *investment opportunities* memiliki pengaruh negatif tidak signifikan terhadap kebijakan dividen perusahaan. Penemuan tersebut berbeda dengan penelitian yang dilakukan oleh Ahmed & Javid (2008), Yusof & Ismail (2016), serta Al Kayed (2017) yang menemukan bahwa *investment opportunities* memiliki pengaruh signifikan negatif terhadap kebijakan dividen perusahaan. Hasil penelitian sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Ahmad & Wardhani (2014) serta Trang (2012) yang menemukan bahwa tidak terdapat hubungan signifikan antara *investment opportunities* dengan kebijakan dividen perusahaan

Investment opportunities menggunakan pengukuran dengan membandingkan *retained earning* terhadap total aset perusahaan, sehingga dapat disimpulkan bahwa perusahaan dengan tingkat *investment opportunities* yang tinggi cenderung menahan keuntungan perusahaan untuk digunakan sebagai kegiatan investasi perusahaan dibandingkan perusahaan dengan *investment opportunities* yang rendah (Jensen, 1986).

Pengaruh *Investment Opportunities* terhadap kebijakan dividen sesuai dengan teori *pecking order*, yaitu perusahaan yang membutuhkan dana investasi akan cenderung melakukan pendanaan melalui laba ditahan dibandingkan dengan hutang (Myers, 1984). Pada penelitian ini ditemukan kondisi yang sesuai dengan teori *pecking order* namun pengaruhnya negatif tidak signifikan antara *investment opportunities* dengan kebijakan dividen perusahaan, Sehingga hasil penelitian ini tidak sesuai dengan hipotesis yang telah dibentuk dan hipotesis ditolak.

5.6. Pengaruh Risiko Perusahaan Terhadap Kebijakan Dividen

Berdasarkan uji regresi data panel yang telah disajikan pada tabel 4.4 menunjukkan hasil bahwa risiko memiliki pengaruh negatif tidak signifikan terhadap kebijakan dividen perusahaan. Hasil tersebut sesuai dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Botoc & Pirtea (2014), Kaźmierska-Jóźwiak (2015), Yusof & Ismail (2016), serta Dewasiri et al (2019) yang menemukan bahwa tidak terdapat pengaruh signifikan antara risiko terhadap kebijakan dividen perusahaan.

Risiko menurut Chang & Rhee (1990) adalah kemampuan perusahaan untuk menghasilkan pendapatan yang stabil. Perusahaan dengan pendapatan yang tidak stabil menghasilkan risiko yang besar sehingga cenderung menurunkan tingkat dividen yang diberikan kepada para *shareholdernya*. Pengaruh risiko terhadap kebijakan dividen dinyatakan oleh Holder et al (1998) yang menyatakan bahwa perusahaan dengan risiko lebih tinggi, cenderung memiliki biaya transaksi tinggi. Sehingga perusahaan cenderung menurunkan dividen untuk mengurangi biaya transaksi yang berasal dari pembiayaan eksternal.

Kania (2005) sebaliknya menyatakan bahwa perusahaan perlu menjaga stabilitas dividen untuk mengeliminasi ketidakpastian serta potensi penilaian pasar yang buruk oleh pasar dikarenakan fungsi dividen sebagai indikator performansi perusahaan saat ini dan masa yang akan datang. Kondisi ini menjadikan pengaruh risiko tidak signifikan terhadap kebijakan dividen di Indonesia dikarenakan manajer yang diharuskan menjaga kepercayaan serta kredibilitas dari *shareholder* melalui dividen, serta kekhawatiran *shareholder* pada penurunan valuasi pasar oleh investor.

Pada penelitian ini ditemukan hasil negatif tidak signifikan antara risiko terhadap kebijakan dividen. kondisi tersebut tidak sesuai dengan hipotesis yang telah dibentuk, sehingga hipotesis ditolak.

5.7. Pengaruh *Free Cash Flow* Terhadap Kebijakan Dividen

Berdasarkan uji regresi data panel yang telah disajikan pada tabel 4.4 menunjukkan hasil bahwa *free cash flow* memiliki pengaruh signifikan negatif terhadap kebijakan dividen perusahaan. Hasil tersebut berbeda dengan penelitian yang dilakukan oleh Yusof & Ismail (2016) menemukan bahwa tidak terdapat pengaruh antara *free cash flow* terhadap kebijakan dividen. Hasil tersebut juga berbeda dengan penelitian yang dilakukan Chen & Dhiensiri (2009) yang meneliti tentang kebijakan dividen di Negara New Zealand yang memperoleh hasil signifikan positif. Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan Imran (2011) dan Utami & Inanga (2011) yang menemukan bahwa *free cash flow* memiliki pengaruh negatif terhadap kebijakan dividen.

Free cash flow menurut Jensen (1986) adalah dana yang tersedia setelah membiayai semua proyek. Pengaruh *Free cash flow* terhadap kebijakan dividen

sesuai dengan teori *agency cost* yang menyatakan tentang konflik antara manajer dengan *shareholder*, sehingga dengan adanya *free cash flow* yang tinggi dalam perusahaan dapat membentuk konflik kepentingan antara manajer serta *shareholder*. Perusahaan akan meningkatkan kebijakan dividen saat *free cash flow* perusahaan memiliki tingkat yang tinggi dengan tujuan untuk menurunkan konflik internal antara manajer dengan *shareholder*.

Namun pada penelitian ini ditemukan hasil yang berbeda, dengan pengaruh negatif antara *free cash flow* dengan kebijakan dividen menunjukkan bahwa manajer perusahaan terdaftar di Indonesia melakukan sebaliknya. Kondisi tersebut dapat direpresentasikan bahwa perusahaan dengan tingkat *free cash flow* yang tinggi akan menyimpan kembali *extra cash* yang dimilikinya (Imran, 2011). Sehingga manajer perusahaan mengambil keputusan untuk menggunakan *free cash flow* yang tersedia sebagai hal lain. Berdasarkan penemuan tersebut, maka hipotesis ini ditolak.

5.8. Pengaruh *Largest Shareholder* Terhadap Kebijakan Dividen

Berdasarkan uji regresi data panel yang telah disajikan pada tabel 4.4 menunjukkan hasil bahwa *largest shareholder* memiliki pengaruh signifikan positif terhadap kebijakan dividen perusahaan. Hasil tersebut berbeda dengan penelitian yang dilakukan oleh Yusof & Ismail (2016) yang menemukan bahwa *largest shareholder* memiliki pengaruh signifikan negatif terhadap kebijakan dividen. Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Ahmad & Javid (2009) serta Ramli (2010) yang menemukan bahwa terdapat pengaruh signifikan positif antara *largest shareholder* terhadap kebijakan dividen.

Largest shareholder menurut Yusof & Ismail (2016) merupakan tingkat presentase dari pemilik saham terbesar perusahaan. Dengan tingginya presentase yang dimiliki, maka semakin tinggi pula kontrol yang dimiliki *largest shareholder* terhadap keputusan-keputusan perusahaan. menurut Rozeff (1982) pengaruh *largest shareholder* terhadap kebijakan dividen adalah dengan adanya potensi konflik antara *shareholder* mayoritas dengan *shareholder* minoritas pada keputusan tingkat dividen tertentu, maka manajer dapat memberikan dividen untuk memitigasi konflik tersebut. Sehingga perusahaan dengan presentasi *shareholder* mayoritas

tinggi cenderung memberikan dividen lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan tanpa *shareholder* mayoritas.

Pada penelitian ini ditemukan hasil yang sesuai dengan *largest shareholder* yang memiliki pengaruh signifikan positif terhadap kebijakan dividen. Penemuan tersebut menjelaskan bahwa manajer di Indonesia dengan perusahaan yang memiliki tingkat *shareholder* mayoritas tinggi cenderung memberikan dividen yang lebih tinggi dengan tujuan untuk memecahkan *agency conflict* antara *shareholder* mayoritas dengan *shareholder* minoritas. Berdasarkan penemuan tersebut maka hipotesis ini diterima.

5.9. Pengaruh Pajak Terhadap Kebijakan Dividen

Berdasarkan uji regresi data panel yang telah disajikan pada tabel 4.4 menunjukkan hasil bahwa pajak tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen perusahaan. Hasil tersebut sesuai dengan penemuan dari penelitian yang dilakukan oleh Al Malkawi (2007), Khan et al (2017), serta Dewasiri (2019) yang menunjukkan bahwa pajak tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan dividen.

Pajak menurut Mathilda (2012) merupakan pajak penghasilan perusahaan terhadap laba sebelum pajak. Pengaruh pajak terhadap kebijakan dividen sesuai dengan teori *tax preference* yang menyatakan bahwa manajer akan membayarkan dividen dengan lebih tinggi apabila tingkat pajak yang dimiliki perusahaan rendah, begitu pula sebaliknya.

Berdasarkan hasil penelitian yang dilakukan, menunjukkan bahwa pajak memberikan pengaruh positif tidak signifikan terhadap kebijakan dividen perusahaan. Khan et al (2017) menyatakan bahwa pajak merupakan hal terakhir yang dipertimbangkan manajer untuk menentukan kebijakan dividen. Manajer di Indonesia lebih menitik beratkan pada faktor-faktor lain yang dapat mempengaruhi keputusan manajer dalam menentukan kebijakan dividen. sehingga penemuan pada variabel pajak ini menjadikan hipotesis pajak ditolak.

5.10. Implikasi Manajerial

Berdasarkan hasil penelitian ini, terdapat beberapa referensi bagi perusahaan dalam membentuk kebijakan dividen yang optimal serta investor untuk melakukan keputusan investasi. Berikut merupakan implikasi manajerial dari penelitian ini :

Tabel 5. 1 Implikasi Manajerial

<i>Hasil Temuan</i>	<i>No.</i>	<i>Implikasi</i>	<i>Stakeholder</i>
<i>Profitabilitas berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan dividen</i>	1	Perusahaan dengan profitabilitas tinggi direkomendasikan untuk menurunkan kebijakan dividen	Manajer Perusahaan dengan kesempatan investasi tinggi
	2	Investor dengan harapan dividen tinggi direkomendasikan untuk membeli saham pada perusahaan dengan tingkat profitabilitas rendah	Investor dengan jenis <i>trader</i>
<i>Likuiditas positif signifikan terhadap kebijakan dividen</i>	1	Perusahaan dengan likuiditas tinggi direkomendasikan meningkatkan kebijakan dividen sebagai pemberian sinyal positif terhadap pasar serta investor	Manajer Perusahaan
<i>Leverage berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen</i>	1	Investor direkomendasikan untuk meminta meningkatkan kebijakan dividen untuk mencegah perpindahan kekayaan	Investor
	2	Regulator (OJK) perlu menambahkan peraturan tingkat rasio <i>leverage</i> tertentu kepada perusahaan yang akan memberikan dividen	Regulator (OJK)
<i>Free cash flow negatif signifikan terhadap kebijakan dividen</i>	1	Manajer direkomendasikan untuk menahan kelebihan kas pada <i>free cash flow</i> untuk kegiatan investasi perusahaan	Manajer Perusahaan dengan kesempatan investasi tinggi
<i>Largest Shareholder positif signifikan terhadap kebijakan dividen</i>	1	Manajer direkomendasikan untuk meningkatkan kebijakan dividen untuk meminimalisir kemungkinan munculnya <i>agency conflict</i>	Manajer Perusahaan

Dividen merupakan hal yang sangat penting diperhatikan oleh manajer perusahaan. Dividen sebagai salah satu keputusan keuangan perusahaan dapat mempengaruhi kemampuan investasi serta pendanaan perusahaan, sehingga keputusan manajer dalam memberikan kebijakan dividen dapat mempengaruhi pertumbuhan perusahaan di masa mendatang. Fungsi dividen yang sebagai *reward* bagi *shareholder* juga menjadi cara bagi manajer perusahaan untuk menjaga kepercayaan *shareholder* terhadap perusahaan.

Manajer perusahaan di rekomendasikan untuk memperhatikan rasio profitabilitas, *free cash flow*, likuiditas, *leverage*, serta *largest shareholder* perusahaan dalam menentukan kebijakan dividen. Manajer dengan tingkat profitabilitas dan *free cash flow* tinggi direkomendasikan untuk menurunkan kebijakan dividen perusahaan, sedangkan perusahaan dengan likuiditas, *leverage*, serta *largest shareholder* yang tinggi direkomendasikan untuk meningkatkan kebijakan dividen perusahaan. Selain bagi manajer, *shareholder* juga dapat memberikan pertimbangan dalam melakukan keputusan investasi. Secara spesifik, investor serta perusahaan sekuritas dapat mendapatkan kebijakan dividen yang tinggi bila melakukan investasi pada perusahaan dengan kondisi likuiditas, *leverage*, dan *largest shareholder* yang tinggi serta profitabilitas dan *free cash flow* yang rendah.

Profitabilitas serta *free cash flow* menjadi faktor negatif bagi kebijakan dividen. Pada saat profitabilitas serta *free cash flow* mengalami peningkatan, manajer direkomendasikan untuk menurunkan kebijakan dividen perusahaan. Rekomendasi ini ditujukan bagi perusahaan dengan tingkat kesempatan investasi yang tinggi. Hal ini dikarenakan pemberian dividen kepada *shareholder* dapat mengurangi kemampuan untuk membiayai kegiatan investasi perusahaan. Perusahaan dengan tingkat profitabilitas serta *free cash flow* yang tinggi memiliki menunjukkan kemampuan pengembalian dari aset perusahaan perusahaan tinggi serta kemampuan perusahaan membentuk biaya operasi rendah, menunjukkan bahwa perusahaan dapat mengelola produksi dengan efisien.

Likuiditas memiliki pengaruh positif terhadap kebijakan dividen perusahaan. Likuiditas menunjukkan perbandingan antara aset lancar serta aset tetap perusahaan. Saat likuiditas perusahaan tinggi, manajer direkomendasikan untuk meningkatkan kebijakan dividen perusahaan. Likuiditas yang tinggi menunjukkan bahwa aset lancar perusahaan yang tinggi dibandingkan dengan liabilitas lancarnya. Dengan meningkatkan kebijakan dividen, perusahaan dapat memberi sinyal kepada *shareholder* bahwa kondisi likuiditas perusahaan baik. Manajer dapat memperoleh kepercayaan dari *shareholder* serta investor potensial untuk berinvestasi di perusahaan tersebut..

Leverage memiliki pengaruh negatif terhadap kebijakan dividen. Rasio *leverage* menunjukkan perbandingan total liabilitas terhadap total aset perusahaan, sehingga semakin tinggi *rasio leverage* maka semakin besar liabilitas yang dimiliki perusahaan, dibandingkan dengan total asetnya. Pengaruh yang tinggi dari *shareholder* dapat menjadi faktor perusahaan meningkatkan dividen, karena disaat *leverage* tinggi terdapat potensi transfer kekayaan dari *shareholder* kepada *bondholder*. Minimnya regulator terhadap kebijakan dividen perusahaan menjadi faktor *shareholder* dapat mempengaruhi kebijakan dividen perusahaan, oleh karena itu regulator perlukan untuk memperbarui peraturan tentang kebijakan dividen berdasarkan rasio tertentu agar tidak memberkan terjadi assimetri informasi yang tinggi antar perusahaan dengan *shareholder* maupun investor potensial.

Perusahaan dengan tingkat *largest shareholder* tinggi direkomendasikan untuk meningkatkan kebijakan dividen. Rekomendasi tersebut dikarenakan perusahaan dengan *largest shareholder* tinggi, memiliki potensi *agency conflict* yang tinggi. Sehingga, untuk menurunkan *agency conflict* antara *shareholder* mayoritas dengan *shareholder* minoritas perusahaan perlu meningkatkan kebijakan dividen. Dengan turunnya *agency conflict* maka perusahaan dapat secara optimal membentuk keputusan perusahaan.

Sehingga dapat dilihat bahwa faktor profitabilitas, likuiditas, *leverage*, *free cash flow*, serta *largest shareholder* memberikan pengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen seluruh sektor perusahaan non keuangan di Indonesia. Dengan memperhatikan tingkat profitabilitas, likuiditas, *leverage*, *free cash flow*, serta *largest shareholder* maka manajer perusahaan dapat membentuk kebijakan dividen yang tepat bagi *shareholder* serta perusahaan.

(Halaman sengaja dikosongkan)

BAB VI

SIMPULAN DAN SARAN

Bagian ini membahas tentang kesimpulan yang bisa ditarik dari penelitian yang dilakukan secara menyeluruh untuk menggambarkan determinan kebijakan dividen di Indonesia dengan dilengkapi keterbatasan penelitian serta saran ataupun rekomendasi untuk penelitian kedepannya.

6.1. Simpulan

Berdasarkan hasil analisis yang telah dilakukan pada bab sebelumnya, dapat disimpulkan bahwa analisis regresi data panel terhadap kebijakan dividen dengan objek penelitian perusahaan terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2014 -2018 menunjukkan hasil sebagai berikut:

1. Faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen perusahaan di Indonesia terdiri dari faktor profitabilitas, likuiditas, *leverage*, *free cash flow*, serta *largest shareholder*
2. Faktor likuiditas, *leverage*, dan *largest shareholder* memiliki pengaruh signifikan positif terhadap kebijakan dividen perusahaan. Faktor profitabilitas dan *free cash flow* memiliki pengaruh signifikan negatif terhadap kebijakan dividen perusahaan

6.2. Saran

Saran bagi penelitian selanjutnya, untuk dapat mengembangkan penelitian adalah sebagai berikut:

1. Menggunakan indikator lain yang dapat merepresentasikan variabel-variabel yang diteliti, seperti pengukuran profitabilitas menggunakan *Return on Aset* (ROE) serta *Debt to Asset* (DER) hasil yang menghasilkan rasio keuangan perusahaan yang berfokus pada perbandingan nilai ekuitas yang dimiliki perusahaan.
2. Penguji selanjutnya dapat meneliti objek yang berbeda, yaitu pada salah satu sektor perusahaan terdaftar untuk mendapatkan hasil yang lebih spesifik.
3. Penguji selanjutnya dapat memodifikasi atau menambahkan variabel independen baik dari segi faktor eksternal maupun faktor internal.

4. Penguji selanjutnya dapat meneliti kebijakan dividen berdasarkan sudut pandang *shareholder* untuk melengkapi determinan kebijakan dividen yang telah diuji pada penelitian ini.

6.3. Keterbatasan Penelitian

Keterbatasan penelitian ini terkait dengan jumlah sampel, hal ini dikarenakan dari total 619 perusahaan terdaftar di Bursa Efek Indonesia hanya terdapat 115 perusahaan non keuangan yang secara rutin membagikan dividen sejak tahun 2014 hingga 2018. Kelengkapan laporan dan data perusahaan selama periode pengamatan menggunakan *balanced data panel* dengan data sekunder, dimana masing-masing perusahaan amatan harus memiliki data pada periode waktu yang sama. Jika periode waktu amatan lebih panjang, maka akan didapatkan hasil yang lebih representatif.

Penelitian ini hanya meneliti faktor-faktor keuangan tanpa mempertimbangkan subjektivitas manajer, sehingga seluruh manajer perusahaan dianggap mutlak dan memiliki pertimbangan yang sama dalam menentukan kebijakan dividen perusahaan.

Penelitian terbatas pada sudut pandang manajer berdasarkan teori *signalling*, teori *pecking order*, teori *tax preference*, teori *agency cost* dengan tidak menguji faktor-faktor yang mempengaruhi preferensi *shareholder* dalam menentukan kebijakan dividen perusahaan.

DAFTAR PUSTAKA

- Abor, J., & Bokpin, G. A. (2010). Investment opportunities, corporate finance, and dividend payout policy: Evidence from emerging markets. *Studies in Economics and Finance*, 27(3), 180-194.
- Acker, D., & Duck, N. (2014). Inflation illusion and the dividend yield: evidence from the UK. *The European Journal of Finance*, 20(12), 1230-1245.
- Afzal, Arie dan Abdul Rohman. 2012. Pengaruh Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan, dan Kebijakan Dividen terhadap Nilai Perusahaan. *Journal of Accounting*, 1(2), 5-16
- Agyei, S. K., & Yiadom, E. (2011). Dividend policy and bank performance in Ghana. *International Journal of Economics and Finance*, 3(4), 202.
- Ahmad, G. N., Dewi, F. A., & Mardiyati, U. (2016). *The Influence of Market To Book Value, Annual Tax, And Risk Towards Dividend Policy In Banking Company Listed In Indonesia Stock Exchange (IDX) Period 2010-2014*. *JRMSI-Jurnal Riset Manajemen Sains Indonesia*, 7(1), 157-175.
- Ahmad, G. N., & Wardani, V. K. (2014). The effect of fundamental factor to dividend policy: Evidence in Indonesia Stock Exchange. *International Journal of Business and Commerce*, 4(2), 14-25.
- Ahmed, H., & Javid, A. Y. (2008). Dynamics and determinants of dividend policy in Pakistan (evidence from Karachi stock exchange non-financial listed firms).148-171
- Al-Kayed, L. T. (2017). Dividend payout policy of Islamic vs conventional banks: case of Saudi Arabia. *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*, 10(1), 117-128.
- Al-Shubiri, N. (2011). Determinants of Changes Dividend Behavior Policy : Evidence from the Amman Stock Exchange, *East Journal of Psychology and Business*, Vol. 4 No.2, pp. 1-15.
- Alam, M., & Hossain, M. E. (2012). Dividend policy: a comparative study of UK and Bangladesh based companies. *IOSR Journal of Business and Management*, 1(1), 57-67.
- Amidu, M., & Abor, J. (2006). Determinants of dividend payout ratios in Ghana. *The journal of risk finance*, 7(2), 136-145.

- Appannan, S., & Sim, L. W. (2011). A Study on Leading Determinants of Dividend Policy in Malaysia Listed Companies fo Food Industry Under Consumer Product Sector, Paper Presented at 2nd Internasional Confrence on Business and Economic Research Proceeding.
- Arko, A. C., Abor. J., Adjasi C. K., & Amidu. (2014). What influence dividend decisions of firms in Sub-Saharan African? *Journal of Accounting in Emerging Economies*, 4(1), 57-78
- Artikis, G. P., Harada, K., & Nguyen, P. (2011). Ownership concentration and dividend policy in Japan. *Managerial Finance*. 26 (2), 233-248
- Astuti, D. M. (2019). Pengaruh tata kelola perusahaan, generasi keluarga, dan kepemilikan keluarga terhadap kebijakan dividen pada perusahaan keluarga terbuka di Indonesia.
- Atrill, P., & McLaney, E. J. (2008). *Financial accounting for decision makers*: Pearson Education.
- Baily, N., & Friedman, P. (1995). *Macroeconomics, Financial Markets, and the International Sector (2nd Edition)*. New York: Irwin.
- Baker, H. K., Farrelly, G. E., & Edelman, R. B. (1985). A survey of management views on dividend policy. *Financial management*, 78-84.
- Baker, H. K., Weigand, R., & Kapoor, S. (2015). Dividend policy in India: new survey evidence. *Managerial Finance*.
- Baridwan, Zaki. 2004. *Intermediate Accounting*. Edisi 8. Yogyakarta: BPFE
- Basuki, A. T., & Prawoto, N. (2016). *Analisis Regresi Dalam Penelitian Ekonomi & Bisnis (Dilengkapi Aplikasi SPSS & EVIEWS)*: PT RajaGrafindo Persada Jakarta.
- Bhattacharya, S. (1979). Imperfect information, dividend policy, and “the bird in the hand” fallacy. *Bell journal of economics*, 10(1), 259-270.
- Black, F. (1976). The dividend puzzle. *The Journal of Portfolio Management*, 2(2), 5-8.
- Botoc, C. & Pitrea, M. (2014). Dividend payout policy drivers : evidence from emerging countries. *Emerging Market Finance and Trade*. Vol. 50 No.4, pp. 95-112.

- Brigham, E. F., & Houston, J. F. (2006). *Fundamentals of Financial Management: Dasar-Dasar Manajemen Keuangan. Jakarta: Salemba Empat.*
- Chang, R. P., & Rhee, S. G. (1990). The Impact of Personal Taxes on Corporate Dividend Policy and Capital Structure Decisions. *Financial Management(Financial Management Association)*. Vol. 19 No. 2, pp. 21-31.
- Chaudry, S. N., Iqbal, S., & Butt, M. Dividend Policy, Stock Price Volatility & Firm Size Moderation: Investigation of Bird in Hand Theory in Pakistan.
- Chen, J., & Dhiensiri, N. (2009). Determinants of dividend policy: The evidence from New Zealand.
- Dewasiri, N. J., Yatiwelle Koralalage, W. B., Abdul Azeez, A., Jayarathne, P., Kurupparachchi, D., & Weerasinghe, V. (2019). Determinants of dividend policy: evidence from an emerging and developing market. *Managerial Finance*, 45(3), 413-429.
- Eddy, A., & Seifert, B. (1988). Firm size and dividend announcements. *Journal of financial Research*, 11(4), 295-302.
- Elly, O. D., & Hellen, K. W. (2013). Relationship between inflation and dividend payout for companies listed at the Nairobi Securities Exchange. *International Journal of Education and Research*, 1(6).
- Elton, E. J., & Gruber, M. J. (1970). Marginal stockholder tax rates and the clientele effect. *The review of economics and statistics*, 68-74.
- Easterbrook, F. H. (1984). Two agency-cost explanations of dividends. *The American economic review*, 74(4), 650-659.
- Faccio et al. (2001).
- Fajaria, A. Z. (2015). Pengaruh Keputusan Investasi , Keputusan Pendanaan, dan Kebijakan DIdividen terhadap Nilai Perusahaan.
- Fenandar, G. I., & Raharja, S. (2012). *Pengaruh keputusan investasi, keputusan pendanaan, dan kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan*. Fakultas Ekonomika dan Bisnis.
- Filbert, R. (2015). *Trading VS Investing : Strategi Meraih Keuntungan Melalui Trading dan Investasi Secara Bersamaan*. PT Elex Media Komputindo : Jakarta

- Ghozali, I. (2006). *Aplikasi analisis multivariate dengan program SPSS*: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Ghozali, I. (2009). *Aplikasi analisis multivariate dengan program SPSS. Fourth Editions*, Publisher Universitas Diponegoro
- Gill, A., Biger, N., & Tibrewala, R. (2010). Determinants of dividend payout ratios: evidence from United States. *The Open Business Journal*, 3(1).
- Ginting, S. (2018). Pengaruh Likuiditas, Profitabilitas, dan Leverage Terhadap Kebijakan Dividen pada Perusahaan LQ45 yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2012-2016. *Jurnal Wira Ekonomi Mikroskil: JWEM*, 8(2), 195-204.
- Graham, J. R. (2000). How big are the tax benefits of debt? *The Journal of Finance*, 55(5), 1901-1941.
- Gujarati, D. (2012). *Dasar-dasar Ekonometrika*. Jakarta: Salemba Empat.
- Gumanti, T. A. (2013). *Kebijakan Dividen Teori, Empiris dan Implikasi*.
- Hasnawati, S. (2005). Implikasi Keputusan Investasi, Pendanaan, dan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan Publik di Bursa Efek Jakarta. *Usahawan Indonesia*, 34(9), 33-41.
- Hikmah, K., & Astuti, R. (2013). Growth of Sales, Investment, Liquidity, Profitability, dan Size of Firm terhadap kebijakan dividend payout ratio pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Manajemen dan Akuntansi*, 2(1), 1-14.
- Ho, H. (2003). Dividend policies in Australia and Japan. *International Advances in Economic Research*, 9(2), 91-100.
- Hoberg, G., & Prabhala, N. R. (2009). Dividend policy, risk, and catering. *Review of Financial Studies*, 22(1), 79-116.
- Hoechle, D. (2007). Robust standard errors for panel regressions with cross-sectional dependence. *The stata journal*, 7(3), 281-312.
- Horne, V. &. (2002). *Fundamental of Financial Management : Prinsip-prinsip Manajemen Keuangan*. Jakarta: Salemba Empat.
- Humphrey, A. S. (2004). The origins of the SWOT analysis model. *SWOT Analysis*, by Alan Chapman, [www. bussinessballs. com](http://www.businessballs.com), 63-69.
- IDX. (2019). idx.co.id. Diakses pada tanggal 22 September 2019

- Ikatan Akuntansi Indonesia. (2010). Standar Akuntansi Keuangan, PSAK No. 46 (Revisi). Jakarta
- Imran, K. (2011). Determinants of dividend payout policy: A case of Pakistan engineering sector. *The Romanian Economic Journal*, 41(14), 47-59.
- Jatmiko, I., & Kusumastuti R. (2017). Ownership structure and dividend policy in non financial company. *MIMBAR*, Vol 33, No. 1. pp 21-28
- Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American economic review*, 76(2), 323-329.
- John, K., & Williams, J. (1985). Dividends, dilution, and taxes: A signalling equilibrium. *The Journal of Finance*, 40(4), 1053-1070.
- Kale, J.R. and Noe, T. H. (1990). Dividend, uncertainty and underwriting costs under asymmetric information, *The Journal of Financial Research* , Vol. 13 No. 4. pp. 265-267.
- Kania, S. L. (2005). What factors motivate the corporate dividend decision?.
- Kapoor, S., Mishra, A., & Anil, K. (2010). Dividend policy determinants of Indian services sector: a factorial analysis. *Paradigm*, 14(1), 24-41.
- Kasmir, P. (2010). Pengantar Manajemen Keuangan. Jakarta. *Kencana Pranada Media Group*.
- Kaźmierska-Jóźwiak, B. (2015). Determinants of dividend policy: evidence from polish listed companies. *Procedia economics and finance*, 23, 473-477.
- Khan, T. (2006). Company dividends and ownership structure: Evidence from UK panel data. *The Economic Journal*, 116(510), C172-C189.
- Khan, N., Jehan, Q. Shah, A. (2017). Impact of Taxation on Dividend Policy : Evidence from Pakistan. *Research in Internasional Business and Finance*, 365-370.
- Kuncoro, M. (2011). Metode Kuantitatif: Teori dan Aplikasi untuk Bisnis & Ekonomi. *Yogyakarta: Upp Stim Ykpn*.
- Lily, J., Venkatesh, S., & Sukserm, T. (2009). Determinants of dividend payout in Thailand. *UBU Journal*, 11(3), 73-81.
- Lintner, J. (1956). Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes. *The American economic review*, 2(46). 97-113.

- Lopolusi, I. (2013). Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Dividen Sektor Manufaktur yang Terdaftar di PT Bursa Efek Indonesia Periode 2007-2011. *Calyptra*, 2(1), 1-18.
- Lease, R. C., John, K., Kalay, A., Loewenstein, U., & Sarig, O. H. (2000). Dividend policy: Its impact on firm value (Harvard Business School Press, Boston, Massachusetts).
- Malhotra, N., & Birks, D. (2007). *Marketing Research: an applied approach: 3rd European Edition*: Pearson education.
- Mathilda, M. (2012). Pengaruh Struktur Kepemilikan, Pajak, dan Pertumbuhan Perusahaan Terhadap Pembayaran Dividen Pada Perusahaan Non Finansial Yang Terdaftar di BEI
- Miller, M., & Modigliani, F. (1961). Dividend policy, growth, and the valuation of shares.
- Miller, M. H., & Rock, K. (1985). Dividend policy under asymmetric information. *The Journal of Finance*, 40(4), 1031-1051.
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of financial economics*, 13(2), 187-221.
- Naceur, S., Goaid, M., & Belanes, A. (2006). On the determinants and dynamics of dividend policy. *International review of Finance*, 6(1-2), 1-23
- Ningrum, N. P. (2017). Determinan Kebijakan Dividen. *Jurnal Akuntansi Multi Paradigma*, 5(3), 427-611.
- Nizar Al-Malkawi, H.-A. (2007). Determinants of corporate dividend policy in Jordan: an application of the Tobit model. *Journal of Economic and Administrative Sciences*, 23(2), 44-70.
- Peraturan Menteri Keuangan Republik Indonesia Nomor Nomor 169/PMK.010/2015 tentang Penentuan Besarnya Perbandingan antara Utang dan Modal Perusahaan Untuk Keperluan Penghitungan Pajak Penghasilan. 9 September 2015. Berita Negara Republik Indonesia Tahun 2015 Nomor 1351
- Perretti, G., T. Allen, M., & Shelton Weeks, H. (2013). Determinants of dividend policies for ADR firms. *Managerial Finance*, 39(12), 1155-1168.

- Purnamasari, Linda.,dkk. 2009. Interpedensi Antara Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan, dan Kebijakan Dividen. *Jurnal Keuangan dan Perbankan*. Vol 13,No 1,Hal: 106-119
- Redding, L. S. (1997). Firm size and dividend payouts. *Journal of financial intermediation*, 6(3), 224-248.
- Rudianto. (2012). *Pengantar Akuntansi*. Jakarta: Erlangga.
- Rozeff, M. S. (1982). Growth, beta and agency costs as determinants of dividend payout ratios. *Journal of financial Research*, 5(3), 249-259.
- Setyawan, W., & Subagyo, P. (1995). *Analisis beberapa faktor yang berpengaruh terhadap kebijakan dividen pada Badan Usaha Milik Negara bentuk Persero*. [Yogyakarta]: Universitas Gadjah Mada.
- Sheikh, N. A., & Qureshi, M. A. (2017) Determinant of capital struture of Islamic and conventional banks. *Internasional Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*, 24-41.
- Sudana, I. M. (2011). Manajemen keuangan perusahaan teori dan praktik. *Jakarta: Erlangga*. The Indonesian Accounting Review Vol. 5, No. 2, pp 129 – 140
- Suhartono, Afandi. (2015). The effect of free cash flow and ownership structure on dividend payout ratio in manufacturing companies in Indonesia
- Sulaiman, W. (2004). analisis regresi menggunakan SPSS. *Andi, Jogjakarta*.
- Tandelilin, Eduardus. 2010. *Portofolio dan Investasi Teori dan Aplikasi*. Edisi pertama. Yogyakarta : Kanisius.
- Trang, N. T. X. (2012). Determinants of dividend policy: The case of Vietnam. *International Journal of Business, Economics and Law*, 1(2289-1552), 48-56.
- The Companies Act 2016 (CA 2016) repealed the Companies Act 1965 (CA 1965). *Company Law in Malaysia*. Malaysia
- Ullah, A., Anjum, N., Ali, M. A., & Khan, F.(2012). Impact of Macroeconomic Variables on the dividend payout ratio: Evidence from the Textile Sector listed on the Pakistan Stock Market. *Internasional Journal of Business and Social Science* Vol. 3 No. 9, 298-307

- Undang-Undang Republik Indonesia nomor 40 tahun 2007 tentang Perseroan Terbatas. 16 Agustus 2007. Lembaran Negara Republik Indonesia Tahun 2007 Nomor 106. Jakarta
- Utami, S.R., Inanga, E.L. (2011). Agency Costs of free cash flow, dividend policy, and leverage of firms in Indonesia. *International Researcher of Finance and Economics, Vol. 33, pp. 7-24.*
- Wasesa, S., & Hayat, A. (2016). Manajemen Keuangan: MADENATERA.
- Wedhana, N. A. N. S., & Wiksuana, I. G. B. (2015). Determinasi Kebijakan Dividen Perusahaan-Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *E-Jurnal Manajemen, 4(11).*
- Wijaya, L. R. P., & Wibawa, B. A. (2010). Pengaruh Keputusan Investasi. *Keputusan Pendanaan, dan Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan, Fakultas Ekonomi, Universitas Sebelas Maret.*
- Xelion Dom Inwestycyjny. Inwestycje i działalność maklerska. <https://www.xelion.pl/dywidenda>. diakses pada tanggal 10 Januari 2020.
- Yusof, Y., & Ismail, S. (2016). Determinants of dividend policy of public listed companies in Malaysia. *Review of International Business and Strategy, 26(1), 88-99.*

LAMPIRAN

Lampiran 1 Perusahaan Pembagi Dividen 2014-2018 (Sampel Penelitian)

<i>No.</i>	<i>Kode</i>	<i>Nama Perusahaan</i>	<i>Sektor</i>
1	AALI	Astra Agro Lestari	Pertanian
2	ACES	Ace Hardware Indonesia	Perdagangan, Jasa & Investasi
3	ACST	Acset Indonusa Tbk	Properti, Real Estate & Konstruksi Bangunan
4	ADHI	Adhi Karya (Persero)	Properti, Real Estate & Konstruksi Bangunan
5	ADRO	Adaro Energy	Pertambangan
6	AKRA	AKR Corporindo	Perdagangan, Jasa & Investasi
7	AMFG	Asahimas Flat Glass	Industri Dasar & Kimia
8	AMRT	Sumber Alfaria Trijaya	Perdagangan, Jasa & Investasi
9	ANJT	Austindo Nusantara Jaya	Pertanian
10	ARNA	Arwana Citramulia	Industri Dasar & Kimia
11	ASGR	Astra Graphia	Perdagangan, Jasa & Investasi
12	ASII	Astra International	Aneka Industri
13	ASSA	Adi Sarana Armada	Infrastruktur, Utilitas & transportasi
14	AUTO	Astra Otoparts	Aneka Industri
15	BATA	Sepatu Bata	Aneka Industri
16	BEST	Bekasi Fajar Industrial Estate	Properti, Real Estate & Konstruksi Bangunan
17	BIRD	Blue Bird	Infrastruktur, Utilitas & transportasi
18	BISI	Bisi International	Pertanian
19	CASS	Cardig Aero Service	Infrastruktur, Utilitas & transportasi
20	CLPI	Colorpak Indonesia	Perdagangan, Jasa & Investasi
21	CPIN	Charoen Pokphand Indonesia	Industri Dasar & Kimia
22	CSAP	Catur Sentosa Adiprana	Perdagangan, Jasa & Investasi
23	CTRA	Ciputra Development	Properti, Real Estate & Konstruksi Bangunan
24	DLTA	Delta Jakarta	Industri Barang Konsumsi
25	DPNS	Duta Pertiwi Nusantara	Industri Dasar & Kimia
26	DSNG	Dharma Satya Nusantara	Pertanian
27	DVLA	Darya-Varia Laboratoria	Industri Barang Konsumsi
28	EKAD	Ekadharma International	Industri Dasar & Kimia
29	ELSA	Elnusa	Pertambangan
30	FAST	Fast Food Indonesia	Perdagangan, Jasa & Investasi
31	FISH	FKS Multi Agro	Perdagangan, Jasa & Investasi
32	GEMA	Gema Grahasarana	Perdagangan, Jasa & Investasi
33	GGRM	Gudang Garam	Industri Barang Konsumsi
34	GMTD	Gowa Makassar Tourism Development	Properti, Real Estate & Konstruksi Bangunan
35	GPRA	Perdana Gapuraprima	Properti, Real Estate & Konstruksi Bangunan

<i>No.</i>	<i>Kode</i>	<i>Nama Perusahaan</i>	<i>Sektor</i>
36	HEXA	Hexindo Adiperkasa	Perdagangan, Jasa & Investasi
37	HMSP	HM Sampoerna	Industri Barang Konsumsi
38	ICBP	Indofood CBP Sukses Makmur	Industri Barang Konsumsi
39	IKBI	Sumi Indo Kabel	Aneka Industri
40	IMAS	Indomobil Sukses Internasional	Aneka Industri
41	INAI	Indal Aluminium Industry	Industri Dasar & Kimia
42	INDF	Indofood Sukses Makmur	Industri Barang Konsumsi
43	INKP	Indah Kiat Pulp & Paper	Industri Dasar & Kimia
44	INTP	Indocement Tunggul Prakarsa	Industri Dasar & Kimia
45	ITMG	Indo Tambangraya Megah	Pertambangan
46	JKON	Jaya Konstruksi Manggala Pratama	Perdagangan, Jasa & Investasi
47	JRPT	Jaya Real Property	Properti, Real Estate & Konstruksi Bangunan
48	JSMR	Jasa Marga	Infrastruktur, Utilitas & transportasi
49	JSPT	Jakarta Setiabudi Internasional	Perdagangan, Jasa & Investasi
50	JTPE	Jasuindo Tiga Perkasa	Perdagangan, Jasa & Investasi
51	KAEF	Kimia Farma (persero)	Industri Barang Konsumsi
52	KBLI	KMI Wire and Cable	Aneka Industri
53	KLBF	Kalbe Farma	Industri Barang Konsumsi
54	LION	Lion Metal Works	Industri Dasar & Kimia
55	LMSH	Lionmesh Prima	Industri Dasar & Kimia
56	LPKR	Lippo Karawaci	Properti, Real Estate & Konstruksi Bangunan
57	LPPF	Matahari Department Store	Perdagangan, Jasa & Investasi
58	LSIP	PP London Sumatra Indonesia	Pertanian
59	MDIA	Intermedia Capital	Perdagangan, Jasa & Investasi
60	MERK	Merck	Industri Barang Konsumsi
61	MFMI	Multifiling Mitra Indonesia	Perdagangan, Jasa & Investasi
62	MIDI	Midi Utama Indonesia	Perdagangan, Jasa & Investasi
63	MKPI	Metropolitan Kentjana	Properti, Real Estate & Konstruksi Bangunan
64	MLBI	Multi Bintang Indonesia	Industri Barang Konsumsi
65	MLPT	Multipolar Technology	Perdagangan, Jasa & Investasi
66	MNCN	Media Nusantara Citra	Perdagangan, Jasa & Investasi
67	MTLA	Metropolitan Land	Properti, Real Estate & Konstruksi Bangunan
68	MYOH	Samindo Resources	Pertambangan
69	MYOR	Mayora Indah	Industri Barang Konsumsi
70	NELY	Pelayaran Nelly Dwi Putri	Infrastruktur, Utilitas & transportasi
71	NRCA	Nusa Raya Cipta	Properti, Real Estate & Konstruksi Bangunan
72	PBRX	Pan Brothers	Aneka Industri
73	PGAS	Perusahaan Gas Negara (Persero)	Infrastruktur, Utilitas & transportasi
74	PGLI	Pembangunan Graha Lestari Indah	Perdagangan, Jasa & Investasi

<i>No.</i>	<i>Kode</i>	<i>Nama Perusahaan</i>	<i>Sektor</i>
75	PJAA	Pembangunan Jaya Ancol	Perdagangan, Jasa & Investasi
76	PNSE	Pudjiadi & Sons	Perdagangan, Jasa & Investasi
77	PTBA	Tambang Batubara Bukit Asam (Persero)	Pertambangan
78	PTPP	Pembangunan Perumahan (persero)	Properti, Real Estate & Konstruksi Bangunan
79	PUDP	Pudjiadi Prestige	Properti, Real Estate & Konstruksi Bangunan
80	PWON	Pakuwon Jati	Properti, Real Estate & Konstruksi Bangunan
81	RALS	Ramayana Lestari Sentosa	Perdagangan, Jasa & Investasi
82	RDTX	Roda Vivatex	Properti, Real Estate & Konstruksi Bangunan
83	RICY	Ricky Putra Globalindo	Aneka Industri
84	ROTI	Nippon Indosari Corpindo	Industri Barang Konsumsi
85	RUIS	Radiant Utama Interinsco	Pertambangan
86	SCCO	Supreme Cable Manufacturing & Commerce	Aneka Industri
87	SCMA	Surya Citra Media	Perdagangan, Jasa & Investasi
88	SGRO	Sampoerna Agro	Pertanian
89	SIDO	Industri Jamu dan Farmasi Sido Muncul	Industri Barang Konsumsi
90	SIMP	Salim Ivomas Pratama	Pertanian
91	SKLT	Sekar Laut	Industri Barang Konsumsi
92	SMBR	Semen Baturaja (Persero)	Industri Dasar & Kimia
93	SMDR	Samudera Indonesia	Infrastruktur, Utilitas & transportasi
94	SMGR	Semen Indonesia (Persero)	Industri Dasar & Kimia
95	SMRA	Summarecon Agung	Properti, Real Estate & Konstruksi Bangunan
96	SMSM	Selamat Sempurna	Aneka Industri
97	SRIL	Sri Rejeki Isman	Aneka Industri
98	SSMS	Sawit Sumbermas Sarana	Pertanian
99	TBLA	Tunas Baru Lampung	Pertanian
100	TCID	Mandom Indonesia	Industri Barang Konsumsi
101	TGKA	Tigaraksa Satria	Perdagangan, Jasa & Investasi
102	TINS	Timah (Persero)	Pertambangan
103	TKIM	Pabrik Kertas Tjiwi Kimia	Industri Dasar & Kimia
104	TLKM	Telekomunikasi Indonesia (Persero)	Infrastruktur, Utilitas & transportasi
105	TOTL	Total Bangun Persada	Properti, Real Estate & Konstruksi Bangunan
106	TOTO	Surya Toto Indonesia	Industri Dasar & Kimia
107	TPIA	Chandra Asri Petrochemical	Industri Dasar & Kimia
108	TRIS	Trisula International	Aneka Industri
109	TSPC	Tempo Scan Pacific	Industri Barang Konsumsi
110	TURI	Tunas Ridean	Perdagangan, Jasa & Investasi
111	UNTR	United Tractors	Perdagangan, Jasa & Investasi

<i>No.</i>	<i>Kode</i>	<i>Nama Perusahaan</i>	<i>Sektor</i>
112	UNVR	Unilever Indonesia	Industri Barang Konsumsi
113	WIKA	Wijaya Karya (Persero)	Properti, Real Estate & Konstruksi Bangunan
114	WSKT	Waskita Karya (Persero)	Properti, Real Estate & Konstruksi Bangunan
115	WTON	Wijaya Karya Beton	Industri Dasar & Kimia

Lampiran 2 Data Penelitian

IDE	Tahun	Y	X1	X2	X3	X4	X5	X6	X7	X8	X9
AALI	2014	0,387	0,141	0,585	0,362	30,552	0,568	0,416	0,108	0,797	0,290
AALI	2015	1,185	0,032	0,799	0,456	30,700	0,484	0,681	0,009	0,797	0,408
AALI	2016	0,121	0,087	1,028	0,274	30,818	0,507	0,879	0,093	0,797	0,043
AALI	2017	0,508	0,085	1,838	0,257	30,847	0,524	0,330	0,071	0,797	0,281
AALI	2018	0,598	0,057	1,463	0,275	30,922	0,528	0,249	0,042	0,797	0,311
ACES	2014	0,186	0,186	5,089	0,199	28,712	0,628	0,095	0,113	0,600	0,195
ACES	2015	0,466	0,179	5,985	0,195	28,815	0,656	0,080	0,115	0,600	0,206
ACES	2016	0,372	0,189	7,261	0,183	28,948	0,688	0,172	0,061	0,600	0,182
ACES	2017	0,360	0,176	7,023	0,207	29,119	0,683	0,112	0,092	0,600	0,187
ACES	2018	0,399	0,183	6,491	0,204	29,303	0,689	0,253	-0,020	0,600	0,188
ACST	2014	0,190	0,070	1,563	0,561	28,019	0,247	0,111	-0,044	0,385	0,281
ACST	2015	0,497	0,022	1,326	0,655	28,288	0,199	0,706	-0,024	0,501	0,007
ACST	2016	0,362	0,027	1,796	0,480	28,549	0,169	0,602	-0,073	0,501	0,009
ACST	2017	0,264	0,029	1,273	0,729	29,300	0,101	1,301	-0,220	0,501	0,019
ACST	2018	1,896	0,002	1,097	0,840	29,821	0,056	0,845	0,091	0,501	0,116
ADHI	2014	1,340	0,031	1,393	0,833	29,978	0,144	0,168	-0,135	0,510	0,451
ADHI	2015	0,139	0,028	1,560	0,692	30,450	0,087	0,255	0,011	0,510	0,377
ADHI	2016	0,296	0,016	1,291	0,729	30,632	0,101	0,179	-0,092	0,510	0,486
ADHI	2017	0,182	0,018	1,405	0,793	30,975	0,086	0,563	-0,117	0,510	0,460
ADHI	2018	0,160	0,021	1,341	0,791	31,036	0,099	0,220	-0,001	0,510	0,448
ADRO	2014	0,415	0,029	1,642	0,492	32,010	0,204	0,233	0,080	0,439	0,436
ADRO	2015	0,515	0,025	2,404	0,437	32,043	0,233	0,043	0,073	0,439	0,461
ADRO	2016	0,225	0,052	2,471	0,420	32,085	0,250	0,861	0,092	0,439	0,377
ADRO	2017	0,348	0,079	2,559	0,400	32,142	0,289	0,723	0,098	0,439	0,423
ADRO	2018	0,633	0,068	1,960	0,391	32,251	0,306	0,049	0,085	0,439	0,418
AKRA	2014	0,321	0,053	1,087	0,597	30,325	0,260	0,355	0,127	0,592	0,204
AKRA	2015	0,484	0,070	1,496	0,521	30,353	0,288	0,326	0,031	0,592	0,196
AKRA	2016	0,343	0,066	1,271	0,490	30,393	0,318	0,122	0,018	0,586	0,095
AKRA	2017	0,460	0,078	1,624	0,463	30,454	0,334	0,000	0,005	0,585	0,134
AKRA	2018	0,553	0,080	1,398	0,502	30,624	0,325	0,230	-0,067	0,585	0,255
AMFG	2014	0,076	0,117	5,684	0,187	28,997	0,715	0,326	0,135	0,439	0,233
AMFG	2015	0,102	0,080	4,654	0,206	29,083	0,704	0,223	0,078	0,439	0,265
AMFG	2016	0,133	0,047	2,020	0,346	29,337	0,569	0,249	0,054	0,439	0,253
AMFG	2017	0,900	0,006	2,010	0,434	29,466	0,505	0,818	0,042	0,439	0,393
AMFG	2018	1,974	0,001	1,270	0,573	29,763	0,381	0,824	0,024	0,439	0,410
AMRT	2014	0,299	0,038	0,915	0,785	30,270	0,137	0,054	0,099	0,528	0,186
AMRT	2015	0,336	0,031	1,102	0,681	30,352	0,146	0,104	0,214	0,525	0,263
AMRT	2016	0,326	0,028	0,896	0,728	30,600	0,136	0,187	0,099	0,525	0,259

IDE	Tahun	Y	X1	X2	X3	X4	X5	X6	X7	X8	X9
AMRT	2017	0,701	0,012	0,884	0,760	30,718	0,126	0,490	0,143	0,525	0,324
AMRT	2018	0,358	0,030	1,150	0,729	30,730	0,143	1,274	0,258	0,525	0,229
ANJT	2014	0,528	0,041	1,221	0,035	29,340	0,614	0,014	0,083	0,403	0,460
ANJT	2015	1,007	-0,018	0,925	0,276	29,504	0,547	0,982	-0,016	0,417	16,043
ANJT	2016	0,924	0,018	1,430	0,325	29,566	0,490	32,117	0,024	0,414	0,525
ANJT	2017	0,093	0,084	1,453	0,307	29,655	0,528	2,827	0,017	0,414	0,352
ANJT	2018	5,579	-0,001	1,667	0,358	29,790	0,500	0,902	0,006	0,414	1,074
ARNA	2014	0,449	0,208	1,608	0,276	27,861	0,641	0,101	0,096	0,245	0,249
ARNA	2015	1,237	0,050	1,021	0,375	27,989	0,552	0,726	0,017	0,245	0,254
ARNA	2016	0,402	0,059	1,349	0,386	28,065	0,545	0,297	0,038	0,373	0,262
ARNA	2017	0,300	0,076	1,626	0,357	28,102	0,575	0,342	0,130	0,373	0,265
ARNA	2018	0,557	0,096	1,736	0,337	28,134	0,599	0,274	0,163	0,374	0,253
ASGR	2014	0,358	0,159	1,867	0,448	28,122	0,432	0,224	0,057	0,769	0,236
ASGR	2015	0,392	0,146	2,088	0,414	28,224	0,476	0,021	0,111	0,769	0,237
ASGR	2016	0,634	0,148	2,452	0,323	28,175	0,562	0,022	-0,038	0,769	0,250
ASGR	2017	0,388	0,107	1,848	0,452	28,511	0,466	0,027	0,239	0,769	0,264
ASGR	2018	0,404	0,119	2,434	0,347	28,451	0,567	0,033	-0,064	0,769	0,251
ASII	2014	0,461	0,094	1,323	0,490	33,095	0,371	0,007	0,020	0,501	0,191
ASII	2015	0,678	0,064	1,379	0,484	33,134	0,379	0,282	0,062	0,501	0,205
ASII	2016	0,445	0,070	1,239	0,466	33,199	0,388	0,134	0,043	0,501	0,178
ASII	2017	0,371	0,078	1,229	0,471	33,320	0,384	0,312	0,050	0,501	0,207
ASII	2018	0,373	0,079	1,147	0,494	33,474	0,371	0,199	0,051	0,501	0,218
ASSA	2014	0,712	0,017	0,401	0,666	28,550	0,049	0,471	-0,055	0,250	0,237
ASSA	2015	0,497	0,012	0,425	0,705	28,693	0,048	0,009	-0,040	0,249	0,399
ASSA	2016	0,219	0,021	0,490	0,702	28,740	0,062	0,562	0,054	0,249	0,300
ASSA	2017	0,230	0,031	0,428	0,702	28,827	0,082	0,556	0,051	0,251	0,252
ASSA	2018	0,287	0,035	0,467	0,720	29,033	0,091	0,319	0,022	0,251	0,220
AUTO	2014	0,460	0,067	1,332	0,295	30,297	0,381	0,085	-0,012	0,800	0,137
AUTO	2015	0,864	0,023	1,323	0,293	30,294	0,384	0,609	0,041	0,800	0,256
AUTO	2016	0,259	0,033	1,505	0,279	30,313	0,399	0,497	0,064	0,800	0,255
AUTO	2017	0,343	0,037	1,719	0,271	30,323	0,414	0,097	0,014	0,800	0,231
AUTO	2018	0,340	0,043	1,479	0,291	30,397	0,412	0,210	0,028	0,800	0,210
BATA	2014	0,549	0,091	1,552	0,446	27,376	0,537	0,552	0,030	0,819	0,285
BATA	2015	0,051	0,163	2,471	0,312	27,398	0,680	0,504	0,016	0,820	0,130
BATA	2016	0,685	0,052	2,570	0,308	27,414	0,682	0,575	-0,012	0,820	0,364
BATA	2017	0,463	0,063	2,464	0,323	27,475	0,672	0,256	0,027	0,820	0,325
BATA	2018	0,252	0,077	2,373	0,274	27,500	0,712	0,168	0,027	0,820	0,268
BEST	2014	0,056	0,107	2,261	0,220	28,927	0,461	0,515	0,128	0,480	0,006
BEST	2015	0,104	0,046	3,924	0,343	29,164	0,405	0,455	0,010	0,481	0,012
BEST	2016	0,056	0,041	3,290	0,349	29,281	0,423	0,587	0,054	0,481	0,012

IDE	Tahun	Y	X1	X2	X3	X4	X5	X6	X7	X8	X9
BEST	2017	0,068	0,085	2,760	0,327	29,375	0,464	0,434	0,117	0,481	0,010
BEST	2018	0,228	0,067	7,760	0,337	29,470	0,473	0,125	0,098	0,481	0,011
BIRD	2014	0,406	0,103	0,848	0,498	29,601	0,108	0,032	0,118	0,372	0,250
BIRD	2015	0,815	0,116	0,587	0,395	29,599	0,209	0,120	0,112	0,372	0,250
BIRD	2016	0,326	0,070	1,084	0,361	29,619	0,250	0,374	0,135	0,372	0,263
BIRD	2017	0,359	0,066	1,769	0,243	29,505	0,316	0,187	0,135	0,372	0,240
BIRD	2018	0,279	0,066	1,743	0,243	29,571	0,349	0,078	0,135	0,352	0,241
BISI	2014	0,218	0,088	7,247	0,142	28,258	0,647	0,339	0,048	0,310	0,210
BISI	2015	0,239	0,123	6,369	0,152	28,393	0,664	0,585	0,084	0,310	0,204
BISI	2016	0,294	0,139	6,772	0,146	28,513	0,686	0,369	0,044	0,310	0,260
BISI	2017	0,655	0,154	5,636	0,161	28,595	0,685	0,143	0,125	0,310	0,223
BISI	2018	0,743	0,146	5,483	0,165	28,648	0,689	0,026	- 0,170	0,310	0,201
CASS	2014	0,709	0,249	1,670	0,550	27,713	0,274	0,092	0,065	0,258	0,280
CASS	2015	0,773	0,229	2,235	0,564	27,877	0,291	0,106	0,002	0,258	0,291
CASS	2016	0,539	0,180	2,231	0,517	28,130	0,281	0,035	0,108	0,258	0,308
CASS	2017	0,670	0,169	1,332	0,581	28,277	0,298	0,050	0,077	0,258	0,282
CASS	2018	0,927	0,098	1,248	0,584	28,330	0,282	0,337	0,098	0,258	0,340
CLPI	2014	0,119	0,113	1,950	0,403	27,000	0,522	0,479	0,161	0,514	0,173
CLPI	2015	0,480	0,074	2,621	0,305	27,025	0,614	0,202	0,086	0,514	0,307
CLPI	2016	0,191	0,112	3,252	0,245	27,065	0,697	0,470	0,226	0,514	0,257
CLPI	2017	0,785	0,068	3,125	0,253	27,099	0,686	0,395	0,036	0,510	0,221
CLPI	2018	0,620	0,045	2,155	0,360	27,287	0,589	0,372	- 0,046	0,510	0,026
CPIN	2014	0,432	0,084	2,241	0,475	30,669	0,510	0,383	- 0,025	0,555	0,171
CPIN	2015	0,161	0,074	2,106	0,491	30,837	0,497	0,083	0,060	0,555	0,197
CPIN	2016	0,211	0,093	2,173	0,415	30,818	0,578	0,746	0,152	0,555	0,435
CPIN	2017	0,373	0,100	2,317	0,360	30,831	0,641	0,183	0,035	0,555	0,233
CPIN	2018	0,202	0,079	2,979	0,143	31,685	0,334	0,814	0,071	0,555	0,230
CSAP	2014	0,126	0,035	1,129	0,753	28,828	0,116	0,449	0,031	0,323	0,187
CSAP	2015	0,336	0,012	1,089	0,758	28,890	0,120	0,628	0,022	0,313	0,180
CSAP	2016	0,098	0,018	1,258	0,667	29,076	0,114	0,922	- 0,041	0,352	0,260
CSAP	2017	0,159	0,017	1,159	0,703	29,268	0,108	0,141	0,009	0,352	0,227
CSAP	2018	0,181	0,015	1,237	0,665	29,386	0,110	0,146	- 0,025	0,320	0,321
CTRA	2014	0,159	0,077	1,472	0,509	30,779	0,118	0,256	0,097	0,306	0,164
CTRA	2015	0,091	0,066	1,565	0,503	30,899	0,143	0,008	0,045	0,306	0,197
CTRA	2016	0,105	0,040	1,875	0,508	31,001	0,150	0,307	- 0,003	0,306	0,220
CTRA	2017	0,094	0,032	1,949	0,513	31,088	0,163	0,135	0,014	0,470	0,215
CTRA	2018	0,151	0,038	2,020	0,515	31,166	0,180	0,232	0,025	0,470	0,189
DLTA	2014	0,503	0,290	4,473	0,229	27,623	0,728	0,059	0,020	0,583	0,241
DLTA	2015	0,817	0,185	6,424	0,182	27,669	0,782	0,341	0,086	0,583	0,232
DLTA	2016	0,377	0,212	7,604	0,155	27,812	0,813	0,307	0,137	0,583	0,222

IDE	Tahun	Y	X1	X2	X3	X4	X5	X6	X7	X8	X9
DLTA	2017	0,514	0,209	8,638	0,146	27,924	0,825	0,128	0,148	0,583	0,242
DLTA	2018	0,614	0,222	7,198	0,157	28,052	0,817	0,196	0,088	0,583	0,234
DPNS	2014	0,417	0,054	12,228	0,122	26,318	0,469	0,803	-0,001	0,512	0,155
DPNS	2015	0,461	0,036	13,350	0,121	26,338	0,474	0,311	0,002	0,512	0,167
DPNS	2016	0,151	0,034	15,165	0,111	26,414	0,472	0,039	0,043	0,512	0,185
DPNS	2017	0,308	0,019	9,621	0,132	26,455	0,470	0,384	-0,019	0,512	0,212
DPNS	2018	0,097	0,029	7,736	0,138	26,498	0,479	0,631	-0,043	0,512	0,240
DSNG	2014	0,065	0,091	1,137	0,680	29,602	0,204	1,847	0,133	0,532	0,255
DSNG	2015	0,350	0,039	1,103	0,681	29,692	0,217	0,511	0,031	0,530	0,291
DSNG	2016	0,207	0,031	0,894	0,670	29,733	0,233	0,209	0,042	0,530	0,253
DSNG	2017	0,089	0,071	1,009	0,610	29,752	0,294	1,806	0,125	0,584	0,291
DSNG	2018	0,245	0,036	1,033	0,688	30,094	0,243	0,354	0,017	0,584	0,293
DVLA	2014	0,304	0,065	5,181	0,221	27,843	0,496	0,398	0,065	0,930	0,236
DVLA	2015	0,724	0,078	3,523	0,293	27,950	0,467	0,364	0,099	0,930	0,253
DVLA	2016	0,257	0,099	2,855	0,295	28,057	0,494	0,484	0,097	0,925	0,291
DVLA	2017	0,688	0,099	2,662	0,320	28,126	0,492	0,055	0,073	0,925	0,283
DVLA	2018	0,595	0,119	2,889	0,287	28,151	0,528	0,206	-0,055	0,925	0,265
EKAD	2014	0,148	0,099	2,330	0,336	26,743	0,452	0,130	-0,003	0,755	0,306
EKAD	2015	0,129	0,121	3,569	0,251	26,689	0,571	0,129	0,243	0,755	0,291
EKAD	2016	0,074	0,129	4,886	0,157	27,278	0,445	0,786	0,111	0,755	0,234
EKAD	2017	0,146	0,096	4,519	0,168	27,404	0,484	0,133	0,051	0,768	0,258
EKAD	2018	0,172	0,087	5,050	0,151	27,472	0,528	0,012	0,057	0,775	0,270
ELSA	2014	0,288	0,098	1,623	0,392	29,077	0,327	0,713	0,071	0,411	0,245
ELSA	2015	0,764	0,086	1,435	0,402	29,114	0,341	0,112	0,030	0,411	0,260
ELSA	2016	0,241	0,075	1,487	0,313	29,064	0,411	0,171	0,088	0,411	0,257
ELSA	2017	0,126	0,052	1,354	0,371	29,211	0,399	0,208	0,075	0,411	0,256
ELSA	2018	0,134	0,049	1,492	0,417	29,364	0,385	0,119	0,054	0,411	0,267
FAST	2014	0,394	0,070	1,883	0,448	28,402	0,459	0,041	0,124	0,438	0,281
FAST	2015	0,570	0,045	1,262	0,517	28,469	0,396	0,369	0,120	0,438	0,213
FAST	2016	0,208	0,067	1,793	0,525	28,578	0,397	0,696	0,157	0,438	0,237
FAST	2017	0,360	0,061	1,892	0,530	28,642	0,398	0,272	0,095	0,438	-0,014
FAST	2018	0,235	0,071	1,905	0,485	28,726	0,448	0,694	0,175	0,438	0,240
FISH	2014	0,114	0,035	1,189	0,741	28,549	0,228	0,354	0,029	0,729	0,323
FISH	2015	0,036	0,040	1,146	0,967	29,080	0,215	0,475	-0,007	0,729	0,216
FISH	2016	0,087	0,080	1,396	0,680	28,859	0,281	0,912	0,095	0,791	0,258
FISH	2017	0,126	0,047	1,261	0,702	29,139	0,255	0,269	0,066	0,791	0,209
FISH	2018	0,114	0,028	1,293	0,748	29,456	0,226	0,141	0,000	0,791	0,259
GEMA	2014	0,128	0,043	1,462	0,604	26,765	0,302	0,266	0,012	0,747	0,254
GEMA	2015	0,091	0,056	1,519	0,580	26,828	0,332	0,252	0,014	0,747	0,187
GEMA	2016	0,183	0,045	1,456	0,420	27,247	0,255	0,153	-0,037	0,747	0,131

IDE	Tahun	Y	X1	X2	X3	X4	X5	X6	X7	X8	X9
GEMA	2017	0,469	0,029	1,311	0,500	27,422	0,227	0,235	-0,060	0,747	0,116
GEMA	2018	0,370	0,022	1,293	0,568	27,618	0,207	0,177	0,032	0,747	0,321
GGRM	2014	0,293	0,093	1,542	0,429	31,695	0,551	0,214	0,001	0,693	0,251
GGRM	2015	0,243	0,102	0,789	0,402	31,782	0,581	0,198	0,026	0,693	0,253
GGRM	2016	0,753	0,106	1,938	0,372	31,773	0,611	0,034	0,030	0,693	0,253
GGRM	2017	0,644	0,113	2,058	0,347	31,867	0,639	0,173	0,046	0,693	0,256
GGRM	2018	0,651	0,116	1,936	0,368	31,832	0,617	0,004	0,093	0,693	0,257
GMTD	2014	0,042	0,079	2,085	0,563	28,053	0,254	0,127	0,023	0,325	0,006
GMTD	2015	0,056	0,093	1,064	0,565	27,873	0,393	0,011	-0,056	0,325	0,008
GMTD	2016	0,053	0,071	1,165	0,480	27,837	0,474	0,267	-0,032	0,325	0,007
GMTD	2017	0,037	0,055	1,195	0,434	27,848	0,521	0,214	-0,001	0,325	0,008
GMTD	2018	0,026	0,049	1,371	0,390	27,856	0,565	0,098	0,005	0,325	0,010
GPRA	2014	0,093	0,061	2,977	0,414	28,048	0,225	0,285	0,044	0,568	0,012
GPRA	2015	0,147	0,046	3,126	0,398	28,085	0,263	0,209	-0,029	0,334	0,013
GPRA	2016	0,455	0,030	4,219	0,356	28,082	0,283	0,359	0,005	0,569	0,007
GPRA	2017	0,344	0,025	4,594	0,311	28,036	0,307	0,198	-0,002	0,234	0,017
GPRA	2018	0,085	0,033	5,703	0,296	28,060	0,323	0,360	0,005	0,363	0,023
HEXA	2014	0,349	0,054	1,935	0,461	29,245	0,462	0,000	0,074	0,486	0,270
HEXA	2015	0,350	0,051	2,294	0,394	29,286	0,523	0,029	0,232	0,486	0,269
HEXA	2016	0,917	0,027	5,341	0,188	28,943	0,706	0,619	0,234	0,486	0,284
HEXA	2017	5,868	0,076	2,182	0,405	28,793	0,464	1,388	-0,200	0,486	0,269
HEXA	2018	0,645	0,080	1,935	0,470	29,036	0,420	0,333	-0,149	0,486	0,264
HMSP	2014	1,046	0,359	1,528	0,524	30,977	0,435	0,055	0,016	0,982	0,258
HMSP	2015	1,182	0,273	6,567	0,158	31,269	0,275	0,016	-0,301	0,925	0,256
HMSP	2016	0,811	0,300	5,234	0,196	31,381	0,297	0,221	0,088	0,925	0,250
HMSP	2017	0,990	0,294	5,272	0,209	31,395	0,292	0,007	0,066	0,925	0,250
HMSP	2018	0,924	0,291	4,302	0,241	31,473	0,295	0,063	0,165	0,925	0,246
ICBP	2014	0,446	0,102	2,183	0,396	30,846	0,300	0,142	0,110	0,805	0,253
ICBP	2015	0,452	0,110	2,326	0,383	30,910	0,333	0,183	0,082	0,805	0,271
ICBP	2016	0,425	0,126	2,407	0,360	30,995	0,380	0,244	0,105	0,805	0,272
ICBP	2017	0,548	0,112	2,428	0,357	31,085	0,405	0,044	0,102	0,805	0,319
ICBP	2018	0,577	0,136	1,952	0,339	31,168	0,437	0,238	0,057	0,805	0,277
IKBI	2014	1,915	0,015	5,531	0,165	27,522	0,104	0,774	0,081	0,931	0,296
IKBI	2015	0,283	0,024	4,917	0,186	27,674	0,117	0,831	0,017	0,931	0,276
IKBI	2016	0,284	0,028	5,140	0,196	27,643	0,118	0,100	0,187	0,931	0,266
IKBI	2017	0,145	0,060	5,493	0,194	27,720	0,163	1,280	-0,110	0,922	0,253
IKBI	2018	1,439	0,015	4,633	0,199	27,789	0,154	0,725	0,100	0,922	0,268
IMAS	2014	0,921	-0,003	1,032	0,713	30,787	0,083	0,968	0,020	0,715	4,552
IMAS	2015	1,929	-0,001	0,935	0,731	30,844	0,076	8,705	0,030	0,715	1,123
IMAS	2016	0,180	-0,012	0,924	0,738	30,875	0,061	2,351	0,002	0,715	-0,263

IDE	Tahun	Y	X1	X2	X3	X4	X5	X6	X7	X8	X9
IMAS	2017	1,409	-0,002	0,838	0,704	31,077	0,046	1,475	-0,022	0,715	1,547
IMAS	2018	0,804	0,002	0,768	0,748	31,344	0,035	1,154	-0,057	0,715	0,610
INAI	2014	0,115	0,025	1,082	0,837	27,523	0,046	1,883	0,088	0,330	0,327
INAI	2015	0,387	0,022	1,004	0,820	27,916	0,025	0,744	0,027	0,330	0,499
INAI	2016	0,401	0,027	1,003	0,807	27,923	0,039	0,017	-0,122	0,330	0,388
INAI	2017	0,451	0,032	0,993	0,771	27,825	0,059	0,100	0,028	0,330	0,261
INAI	2018	0,470	0,029	1,023	0,783	27,968	0,070	0,238	0,081	0,330	0,375
INDF	2014	0,242	0,060	1,807	0,520	32,085	0,189	0,557	-0,014	0,501	0,293
INDF	2015	0,521	0,040	1,705	0,530	32,151	0,183	0,203	-0,021	0,501	0,349
INDF	2016	0,280	0,064	1,508	0,465	32,040	0,237	0,488	-0,020	0,501	0,343
INDF	2017	0,401	0,059	1,503	0,468	32,108	0,243	0,037	-0,023	0,501	0,328
INDF	2018	0,534	0,051	1,066	0,483	32,201	0,241	0,028	-0,026	0,501	0,334
INKP	2014	0,085	0,019	1,381	0,631	32,027	0,033	0,390	0,045	0,527	0,001
INKP	2015	0,043	0,032	1,402	0,627	32,209	0,060	1,023	0,022	0,527	0,031
INKP	2016	0,014	0,105	1,598	0,590	32,139	0,089	0,397	0,022	0,527	-3,974
INKP	2017	0,028	0,054	2,093	0,579	32,256	0,133	2,187	0,086	0,527	0,096
INKP	2018	0,065	0,067	2,406	0,569	32,466	0,179	0,733	0,058	0,530	0,201
INTP	2014	0,628	0,183	4,934	0,142	30,994	0,698	0,029	0,070	0,510	0,223
INTP	2015	1,140	0,158	4,887	0,136	30,950	0,707	0,169	0,003	0,510	0,228
INTP	2016	0,395	0,128	4,525	0,133	31,037	0,726	0,266	0,067	0,510	0,066
INTP	2017	1,838	0,064	3,703	0,149	30,994	0,704	0,448	-0,022	0,510	0,187
INTP	2018	2,248	0,041	3,137	0,164	30,956	0,680	0,388	-0,021	0,510	0,182
ITMG	2014	0,999	0,153	1,564	0,313	30,420	0,387	0,113	-0,007	0,651	0,236
ITMG	2015	1,815	0,054	1,802	0,292	30,422	0,375	0,408	0,066	0,651	0,547
ITMG	2016	0,318	0,108	2,257	0,250	30,401	0,440	0,313	0,086	0,651	0,319
ITMG	2017	0,788	0,186	2,434	0,295	30,530	0,430	0,910	0,088	0,651	0,302
ITMG	2018	0,964	0,179	1,966	0,328	30,663	0,416	0,092	0,073	0,651	0,296
JKON	2014	0,311	0,057	1,555	0,541	28,978	0,202	0,061	0,010	0,609	0,310
JKON	2015	0,296	0,063	1,791	0,485	28,960	0,266	0,089	0,077	0,609	0,187
JKON	2016	0,221	0,083	1,693	0,451	29,019	0,312	0,381	0,090	0,609	0,175
JKON	2017	0,337	0,074	1,704	0,428	29,067	0,345	0,117	-0,039	0,609	0,127
JKON	2018	0,353	0,056	1,298	0,462	29,201	0,338	0,098	-0,057	0,609	0,162
JRPT	2014	0,249	0,107	0,756	0,521	29,531	0,388	0,161	-0,010	0,664	0,131
JRPT	2015	0,271	0,115	0,982	0,454	29,656	0,427	0,195	-0,018	0,650	0,008
JRPT	2016	0,278	0,120	0,975	0,422	29,769	0,467	0,172	0,023	0,649	0,009
JRPT	2017	0,289	0,118	1,115	0,369	29,879	0,501	0,131	0,028	0,636	0,039
JRPT	2018	0,341	0,100	1,127	0,365	29,986	0,515	0,070	0,063	0,636	0,029
JSMR	2014	0,442	0,038	0,844	0,641	31,092	0,119	0,390	0,041	0,700	0,333
JSMR	2015	0,372	0,036	0,482	0,582	31,234	0,133	0,135	0,033	0,700	0,362

IDE	Tahun	Y	X1	X2	X3	X4	X5	X6	X7	X8	X9
JSMR	2016	0,163	0,034	0,696	0,695	31,611	0,121	0,281	0,036	0,700	0,320
JSMR	2017	0,271	0,026	0,760	0,768	32,003	0,103	0,227	0,048	0,700	0,356
JSMR	2018	0,216	0,025	0,380	0,755	32,043	0,120	0,012	0,006	0,700	0,366
JSPT	2014	0,102	0,089	2,381	0,355	28,905	0,264	0,363	0,068	0,577	0,192
JSPT	2015	0,176	0,057	2,815	0,327	28,932	0,296	0,283	0,030	0,577	0,249
JSPT	2016	0,233	0,044	6,376	0,319	28,989	0,300	0,176	0,074	0,577	0,268
JSPT	2017	0,233	0,043	1,688	0,324	29,047	0,304	0,035	0,030	0,577	0,252
JSPT	2018	0,094	0,092	2,009	0,359	29,250	0,301	1,184	0,063	0,577	0,108
JTPE	2014	0,223	0,082	1,375	0,568	27,214	0,353	0,232	-0,080	0,636	0,200
JTPE	2015	0,262	0,073	1,159	0,603	27,513	0,313	0,326	-0,030	0,657	0,268
JTPE	2016	0,301	0,076	1,299	0,474	27,682	0,319	0,104	0,063	0,657	0,193
JTPE	2017	0,606	0,081	1,191	0,422	27,646	0,357	0,122	0,077	0,657	0,259
JTPE	2018	0,455	0,111	1,438	0,404	27,715	0,385	0,448	0,091	0,657	0,247
KAEF	2014	0,228	0,079	2,387	0,429	28,734	0,413	0,211	0,077	0,900	0,251
KAEF	2015	0,185	0,078	1,930	0,425	28,805	0,450	0,017	0,040	0,900	0,252
KAEF	2016	0,183	0,059	1,714	0,508	29,160	0,363	0,133	0,032	0,900	0,291
KAEF	2017	0,161	0,054	1,546	0,578	29,439	0,319	0,174	-0,008	0,900	0,262
KAEF	2018	0,244	0,042	1,423	0,645	29,878	0,239	0,285	0,017	0,900	0,305
KBLI	2014	0,228	0,052	3,326	0,297	27,922	0,213	0,104	0,115	0,269	0,257
KBLI	2015	0,139	0,074	2,848	0,338	28,070	0,251	0,592	0,019	0,294	0,231
KBLI	2016	0,084	0,179	3,411	0,294	28,258	0,372	1,573	0,190	0,294	0,134
KBLI	2017	0,106	0,119	1,974	0,407	28,734	0,337	0,111	-0,034	0,294	0,163
KBLI	2018	0,129	0,073	2,464	0,374	28,808	0,381	0,280	0,018	0,294	0,237
KLBF	2014	0,376	0,171	3,404	0,210	30,151	0,716	0,074	0,122	0,102	0,233
KLBF	2015	0,433	0,150	3,698	0,201	30,248	0,731	0,015	0,112	0,102	0,244
KLBF	2016	0,379	0,154	4,131	0,181	30,354	0,750	0,136	0,083	0,102	0,239
KLBF	2017	0,420	0,148	4,509	0,164	30,441	0,770	0,049	0,059	0,102	0,243
KLBF	2018	0,469	0,138	4,658	0,157	30,529	0,776	0,020	0,088	0,102	0,245
LION	2014	0,419	0,082	3,695	0,260	27,120	0,650	0,261	0,069	0,289	0,220
LION	2015	0,445	0,072	3,802	0,289	27,184	0,627	0,070	0,046	0,289	0,213
LION	2016	0,487	0,062	3,559	0,314	27,254	0,608	0,065	0,064	0,289	0,225
LION	2017	2,264	0,014	3,271	0,337	27,248	0,584	0,631	-0,006	0,289	0,540
LION	2018	0,545	0,021	3,514	0,317	27,269	0,605	0,185	0,008	0,289	0,386
LMSH	2014	0,292	0,053	5,568	0,171	25,664	0,759	0,420	0,056	0,256	0,487
LMSH	2015	0,412	0,015	8,089	0,082	25,619	0,767	0,662	0,076	0,256	0,489
LMSH	2016	0,091	0,038	2,770	0,280	25,816	0,661	1,475	0,039	0,256	0,337
LMSH	2017	0,085	0,080	4,282	0,196	25,806	0,744	0,856	0,110	0,256	0,259
LMSH	2018	0,330	0,018	5,293	0,171	25,799	0,768	0,713	0,005	0,256	0,425
LPKR	2014	0,111	0,083	5,233	0,533	31,262	0,185	0,920	0,010	0,181	0,151
LPKR	2015	0,505	0,025	6,913	0,542	31,353	0,172	0,652	-0,081	0,181	0,203

IDE	Tahun	Y	X1	X2	X3	X4	X5	X6	X7	X8	X9
LPKR	2016	0,071	0,027	5,455	0,516	31,451	0,174	0,212	-0,014	0,102	0,212
LPKR	2017	0,053	0,015	5,137	0,474	31,670	0,150	0,251	-0,080	0,141	0,266
LPKR	2018	0,044	0,035	4,532	0,489	31,539	0,183	0,819	-0,041	0,467	0,187
LPPF	2014	0,324	0,416	0,841	0,948	28,857	0,987	0,215	0,415	0,189	0,233
LPPF	2015	0,478	0,458	0,932	0,716	28,989	1,103	0,213	0,359	0,189	0,207
LPPF	2016	0,617	0,416	1,149	0,618	29,212	0,688	0,128	0,264	0,159	0,203
LPPF	2017	0,741	0,351	1,139	0,571	29,322	1,016	0,054	0,147	0,159	0,204
LPPF	2018	1,217	0,218	1,100	0,639	29,248	1,057	0,343	0,126	0,159	0,303
LSIP	2014	0,342	0,106	2,491	0,166	29,789	0,633	0,193	0,139	0,595	0,229
LSIP	2015	0,580	0,070	2,221	0,171	29,811	0,631	0,312	0,055	0,595	0,238
LSIP	2016	0,426	0,063	2,459	0,192	29,878	0,627	0,049	0,087	0,595	0,239
LSIP	2017	0,313	0,078	5,209	0,166	29,908	0,656	0,292	0,105	0,595	0,241
LSIP	2018	0,931	0,033	4,657	0,170	29,937	0,658	0,586	0,036	0,595	0,210
MDIA	2014	0,111	0,190	3,798	0,251	28,250	0,360	1,551	0,071	0,900	0,256
MDIA	2015	0,150	0,114	2,617	0,296	28,459	0,386	0,257	0,242	0,900	0,260
MDIA	2016	0,060	0,219	3,801	0,254	28,721	0,499	1,206	0,114	0,900	0,164
MDIA	2017	0,184	0,107	5,141	0,485	29,270	0,372	0,177	0,047	0,900	0,135
MDIA	2018	0,802	-0,025	2,591	0,556	29,326	0,307	1,173	0,088	0,900	-0,236
MERK	2014	0,770	0,253	4,586	0,227	27,298	0,717	0,047	0,209	0,740	0,266
MERK	2015	1,542	0,222	3,652	0,262	27,187	0,676	0,058	-0,025	0,740	0,265
MERK	2016	0,291	0,207	4,217	0,217	27,335	0,730	0,108	0,167	0,740	0,284
MERK	2017	0,847	0,035	3,081	0,273	27,465	0,679	0,805	0,087	0,740	0,297
MERK	2018	1,084	0,030	1,372	0,590	27,865	0,379	0,198	-0,812	0,740	0,256
MFMI	2014	0,089	0,085	5,482	0,070	25,799	0,305	0,129	0,130	0,660	0,231
MFMI	2015	0,083	0,089	2,642	0,121	25,942	0,338	0,244	0,152	0,660	0,253
MFMI	2016	0,080	0,097	1,864	0,158	26,096	0,378	0,250	0,147	0,660	0,241
MFMI	2017	0,136	0,095	1,687	0,180	26,223	0,411	0,104	0,178	0,660	0,239
MFMI	2018	0,175	0,097	1,763	0,188	26,336	0,447	0,137	0,161	0,660	0,232
MIDI	2014	0,146	0,054	0,825	0,760	28,579	0,100	1,256	0,129	0,867	0,208
MIDI	2015	0,297	0,043	0,790	0,772	28,804	0,113	0,043	0,158	0,867	0,230
MIDI	2016	0,221	0,046	0,766	0,790	29,081	0,121	0,361	0,153	0,867	0,211
MIDI	2017	0,575	0,021	0,721	0,811	29,216	0,115	0,504	0,150	0,867	0,166
MIDI	2018	0,194	0,032	0,735	0,782	29,232	0,139	0,599	0,169	0,867	0,193
MKPI	2014	0,444	0,101	0,642	0,499	29,093	0,509	0,187	0,243	0,474	0,206
MKPI	2015	0,238	0,156	0,931	0,504	29,373	0,504	0,615	0,265	0,474	0,001
MKPI	2016	0,259	0,181	1,112	0,438	29,520	0,569	0,348	0,107	0,474	0,000
MKPI	2017	0,293	0,175	1,590	0,333	29,552	0,675	0,005	0,043	0,474	0,000
MKPI	2018	0,349	0,143	1,877	0,253	29,578	0,753	0,154	0,082	0,474	0,009
MLBI	2014	1,535	0,356	0,524	0,752	28,433	0,238	0,316	-0,138	0,818	0,263
MLBI	2015	0,584	0,237	0,584	0,635	28,373	0,354	0,374	0,300	0,818	0,264

IDE	Tahun	Y	X1	X2	X3	X4	X5	X6	X7	X8	X9
MLBI	2016	0,940	0,432	0,680	0,639	28,453	0,351	0,954	0,143	0,818	0,256
MLBI	2017	0,812	0,527	0,826	0,576	28,551	0,415	0,348	0,103	0,818	0,257
MLBI	2018	0,916	0,424	0,778	0,596	28,692	0,396	0,061	0,101	0,818	0,267
MLPT	2014	0,043	0,039	1,276	0,649	28,182	0,091	0,173	0,152	0,800	0,169
MLPT	2015	0,110	0,058	1,431	0,582	28,152	0,152	0,478	0,128	0,800	0,193
MLPT	2016	0,101	0,073	1,448	0,538	28,208	0,220	0,459	0,171	0,800	0,259
MLPT	2017	0,590	0,053	1,452	0,531	28,257	0,236	0,249	0,075	0,800	0,241
MLPT	2018	0,666	0,041	1,355	0,557	28,353	0,239	0,089	0,034	0,870	0,297
MNCN	2014	0,322	0,138	2,057	0,310	30,242	0,393	0,063	0,036	0,669	0,260
MNCN	2015	0,695	0,088	7,460	0,339	30,303	0,392	0,339	0,025	0,646	0,240
MNCN	2016	0,396	0,104	1,581	0,334	30,287	0,454	0,281	0,097	0,627	0,311
MNCN	2017	0,378	0,104	4,604	0,349	30,343	0,486	0,122	0,107	0,638	0,351
MNCN	2018	0,130	0,098	3,407	0,349	30,425	0,531	0,129	0,110	0,651	0,237
MTLA	2014	0,159	0,095	2,457	0,373	28,810	0,289	0,081	- 0,012	0,375	0,019
MTLA	2015	0,142	0,066	2,321	0,389	28,918	0,301	0,233	0,014	0,375	0,008
MTLA	2016	0,077	0,080	2,595	0,364	29,000	0,340	0,330	0,072	0,375	0,017
MTLA	2017	0,074	0,113	2,518	0,385	29,215	0,358	0,719	0,008	0,375	0,004
MTLA	2018	0,122	0,106	3,078	0,338	29,279	0,416	0,004	0,088	0,375	0,002
MYOH	2014	0,214	0,132	1,862	0,506	28,340	0,171	0,539	0,190	0,591	0,257
MYOH	2015	0,324	0,153	2,330	0,421	28,433	0,362	0,283	0,218	0,591	0,261
MYOH	2016	0,395	0,144	4,298	0,270	28,295	0,484	0,162	0,109	0,636	0,278
MYOH	2017	1,488	0,090	2,845	0,246	28,228	0,489	0,415	0,093	0,636	0,277
MYOH	2018	0,582	0,204	3,475	0,247	28,409	0,529	1,622	0,242	0,590	0,254
MYOR	2014	0,502	0,040	2,090	0,602	29,962	0,346	0,609	- 0,104	0,329	0,226
MYOR	2015	0,119	0,110	2,365	0,542	30,060	0,408	2,097	0,193	0,329	0,238
MYOR	2016	0,198	0,107	2,250	0,515	30,190	0,439	0,125	0,030	0,329	0,248
MYOR	2017	0,288	0,109	2,386	0,507	30,333	0,452	0,185	0,054	0,329	0,254
MYOR	2018	0,343	0,100	2,655	0,514	30,498	0,449	0,089	- 0,008	0,329	0,261
NELY	2014	0,402	0,053	1,817	0,235	26,816	0,191	0,293	0,125	0,849	0,086
NELY	2015	0,248	0,067	3,164	0,145	26,769	0,252	0,238	0,133	0,849	0,015
NELY	2016	0,675	0,034	4,533	0,101	26,738	0,270	0,494	0,133	0,849	0,048
NELY	2017	0,290	0,058	6,038	0,075	26,755	0,305	0,738	0,095	0,849	0,044
NELY	2018	0,267	0,111	6,038	0,107	26,885	0,349	1,163	0,082	0,849	0,040
NRCA	2014	0,389	0,095	1,683	0,451	28,265	0,225	0,035	- 0,035	0,625	0,367
NRCA	2015	0,378	0,099	1,847	0,455	28,322	0,266	0,296	0,017	0,613	0,000
NRCA	2016	0,394	0,047	1,856	0,465	28,389	0,274	0,490	0,050	0,615	0,000
NRCA	2017	0,477	0,066	1,947	0,486	28,482	0,276	0,760	0,064	0,615	0,138
NRCA	2018	0,828	0,052	2,071	0,464	28,444	0,289	0,327	- 0,009	0,648	0,016
PBRX	2014	0,054	0,028	3,863	0,442	29,148	0,094	0,013	0,049	0,263	0,217
PBRX	2015	0,056	0,019	3,598	0,513	29,443	0,093	0,011	- 0,062	0,263	0,250

IDE	Tahun	Y	X1	X2	X3	X4	X5	X6	X7	X8	X9
PBRX	2016	0,072	0,026	3,761	0,562	29,555	0,107	0,516	-0,071	0,280	0,273
PBRX	2017	0,173	0,014	4,581	0,590	29,667	0,115	0,393	-0,040	0,280	0,286
PBRX	2018	0,055	0,028	6,457	0,567	29,751	0,144	1,019	-0,021	0,280	0,209
PGAS	2014	0,608	0,120	1,706	0,523	31,979	0,373	0,082	0,071	0,570	0,236
PGAS	2015	0,612	0,068	2,581	0,535	32,129	0,374	0,462	0,040	0,570	0,073
PGAS	2016	0,393	0,045	2,606	0,536	32,132	0,375	0,225	0,078	0,570	0,198
PGAS	2017	0,925	0,023	3,874	0,494	32,063	0,409	0,275	0,094	0,570	0,464
PGAS	2018	0,151	0,046	1,542	0,597	32,369	0,347	1,285	0,109	0,570	0,377
PGLI	2014	0,797	0,018	2,385	0,177	24,970	0,105	0,953	0,034	0,468	-0,010
PGLI	2015	2,075	0,007	3,743	0,121	24,899	0,106	0,610	0,006	0,468	0,024
PGLI	2016	0,705	0,009	2,858	0,153	24,948	0,105	0,778	0,038	0,468	0,273
PGLI	2017	0,661	0,018	0,858	0,279	25,117	0,096	1,933	0,120	0,468	0,412
PGLI	2018	0,113	0,051	2,444	0,256	25,158	0,145	2,075	-0,150	0,468	0,443
PJAA	2014	0,367	0,080	0,896	0,443	28,698	0,369	0,162	0,097	0,720	0,235
PJAA	2015	0,359	0,092	1,180	0,429	28,772	0,398	0,243	0,103	0,720	0,236
PJAA	2016	0,717	0,041	0,890	0,515	28,958	0,335	0,348	0,151	0,720	0,376
PJAA	2017	0,221	0,060	1,043	0,469	28,952	0,377	0,366	0,047	0,720	0,335
PJAA	2018	0,258	0,074	0,804	0,513	29,104	0,355	0,023	0,033	0,720	0,065
PNSE	2014	0,385	0,069	2,851	0,334	26,794	0,281	0,684	0,046	0,557	0,244
PNSE	2015	0,686	0,036	1,677	0,346	26,792	0,255	0,406	0,055	0,557	0,333
PNSE	2016	6,682	-0,001	1,751	0,453	26,940	0,205	0,884	0,020	0,557	1,239
PNSE	2017	0,152	0,055	1,702	0,430	26,953	0,230	9,628	0,073	0,557	0,048
PNSE	2018	0,467	-0,022	1,015	0,383	26,849	0,238	1,253	0,033	0,557	-0,367
PTBA	2014	0,541	0,126	2,075	0,415	30,326	0,621	0,019	0,065	0,650	0,228
PTBA	2015	0,346	0,121	1,544	0,450	30,458	0,603	0,103	0,071	0,650	0,235
PTBA	2016	0,302	0,109	1,656	0,432	30,553	0,612	0,012	0,071	0,650	0,249
PTBA	2017	0,132	0,207	2,463	0,372	30,721	0,662	1,250	0,082	0,650	0,251
PTBA	2018	0,656	0,212	2,378	0,327	30,816	0,696	0,121	0,187	0,650	0,247
PTPP	2014	0,237	0,036	1,377	0,836	30,313	0,099	0,199	0,039	0,510	0,421
PTPP	2015	0,126	0,044	1,388	0,732	30,582	0,107	0,400	-0,004	0,510	0,343
PTPP	2016	0,105	0,054	1,533	0,654	31,072	0,094	0,323	0,026	0,510	0,010
PTPP	2017	0,178	0,041	1,445	0,659	31,364	0,097	0,052	0,028	0,510	0,038
PTPP	2018	0,148	0,037	1,415	0,690	31,593	0,100	0,118	0,008	0,510	0,022
PUDP	2014	0,261	0,037	2,009	0,282	26,719	0,406	0,431	-0,035	0,445	0,100
PUDP	2015	0,143	0,062	1,641	0,304	26,823	0,420	0,876	0,006	0,445	0,120
PUDP	2016	0,157	0,043	1,769	0,380	26,998	0,384	0,157	0,054	0,445	0,133
PUDP	2017	0,163	0,012	1,552	0,337	26,948	0,415	0,796	0,107	0,445	-0,115
PUDP	2018	0,053	0,012	3,958	0,309	26,917	0,436	0,312	-0,049	0,445	0,191
PWON	2014	0,091	0,155	1,407	0,506	30,451	0,275	1,148	0,105	0,209	0,091
PWON	2015	0,164	0,075	1,223	0,496	30,564	0,301	0,502	0,081	0,209	0,017

IDE	Tahun	Y	X1	X2	X3	X4	X5	X6	X7	X8	X9
PWON	2016	0,129	0,086	1,327	0,467	30,660	0,344	0,215	0,053	0,561	-0,028
PWON	2017	0,175	0,087	1,715	0,452	30,782	0,375	0,196	0,081	0,697	0,023
PWON	2018	0,117	0,113	2,312	0,388	30,851	0,440	0,378	0,081	0,687	0,009
RALS	2014	0,600	0,078	2,785	0,262	29,147	0,636	0,152	0,156	0,559	0,085
RALS	2015	0,570	0,073	2,946	0,271	29,152	0,666	0,061	0,102	0,576	0,078
RALS	2016	0,506	0,088	2,806	0,282	29,167	0,699	0,275	0,118	0,590	0,122
RALS	2017	0,595	0,083	2,950	0,286	29,219	0,697	0,003	0,125	0,590	0,129
RALS	2018	0,458	0,112	3,255	0,270	29,288	0,711	0,537	0,099	0,590	0,181
RDTX	2014	0,121	0,142	0,903	0,177	28,128	0,738	0,134	0,161	0,378	0,000
RDTX	2015	0,088	0,138	2,061	0,151	28,258	0,774	0,025	0,141	0,378	-0,001
RDTX	2016	0,077	0,124	3,253	0,130	28,374	0,803	0,004	0,107	0,378	0,000
RDTX	2017	0,098	0,108	4,617	0,099	28,455	0,838	0,032	0,101	0,378	0,001
RDTX	2018	0,055	0,106	4,495	0,084	28,558	0,859	0,080	0,096	0,378	0,002
RICY	2014	0,170	0,013	2,441	0,661	27,789	0,046	0,397	0,038	0,198	0,332
RICY	2015	0,191	0,011	1,762	0,666	27,812	0,047	0,010	0,109	0,198	0,399
RICY	2016	0,137	0,011	1,149	0,680	27,885	0,050	0,043	0,063	0,198	0,399
RICY	2017	0,116	0,012	1,188	0,687	27,949	0,054	0,105	0,153	0,198	0,358
RICY	2018	0,104	0,012	1,218	0,711	28,063	0,054	0,156	0,109	0,198	0,381
ROTI	2014	0,084	0,088	1,366	0,552	28,393	0,128	0,199	0,163	0,315	0,254
ROTI	2015	0,103	0,100	2,053	0,380	28,627	0,338	0,496	0,195	0,315	0,285
ROTI	2016	0,192	0,096	2,962	0,596	28,702	0,386	0,023	0,124	0,315	0,243
ROTI	2017	0,513	0,030	2,259	0,381	29,148	0,262	0,496	0,066	0,258	0,273
ROTI	2018	0,283	0,029	3,571	0,336	29,111	0,304	0,004	0,059	0,258	0,320
RUIS	2014	0,104	0,044	0,969	0,754	27,865	0,159	0,382	0,045	0,251	0,285
RUIS	2015	0,187	0,038	0,865	0,690	27,719	0,211	0,101	0,218	0,272	0,411
RUIS	2016	0,221	0,027	0,896	0,633	27,610	0,257	0,217	0,157	0,275	0,525
RUIS	2017	0,221	0,022	1,005	0,604	27,590	0,284	0,310	0,028	0,275	0,448
RUIS	2018	0,142	0,027	1,108	0,590	27,621	0,301	0,177	0,020	0,275	0,393
SCCO	2014	0,223	0,083	1,566	0,508	28,135	0,359	0,256	0,019	0,297	0,245
SCCO	2015	0,258	0,090	1,686	0,480	28,204	0,396	0,130	0,088	0,297	0,228
SCCO	2016	0,135	0,139	1,689	0,502	28,527	0,408	1,133	0,195	0,297	0,225
SCCO	2017	0,228	0,067	1,742	0,320	29,021	0,304	0,215	-0,033	0,297	0,219
SCCO	2018	0,284	0,061	1,908	0,301	29,058	0,339	0,006	-0,049	0,297	0,260
SCMA	2014	0,515	0,306	3,907	0,264	29,185	0,515	0,087	0,092	0,618	0,245
SCMA	2015	1,201	0,333	3,305	0,252	29,150	0,460	0,063	-0,070	0,618	0,252
SCMA	2016	0,803	0,313	2,981	0,231	29,204	0,495	0,007	0,036	0,607	0,252
SCMA	2017	0,644	0,245	3,644	0,182	29,315	0,533	0,119	0,074	0,608	0,261
SCMA	2018	0,545	0,240	4,261	0,169	29,446	0,579	0,105	0,144	0,609	0,251
SGRO	2014	0,081	0,064	0,802	0,450	29,326	0,352	1,936	0,157	0,671	0,314
SGRO	2015	0,266	0,035	1,270	0,532	29,618	0,291	0,224	0,043	0,685	0,354
SGRO	2016	0,170	0,032	1,277	0,549	29,751	0,301	0,326	0,060	0,697	-0,001

IDE	Tahun	Y	X1	X2	X3	X4	X5	X6	X7	X8	X9
SGRO	2017	0,150	0,037	1,118	0,517	29,745	0,333	0,804	0,092	0,697	0,370
SGRO	2018	2,001	0,007	0,919	0,553	29,830	0,309	0,703	0,032	0,697	0,555
SIDO	2014	0,975	0,147	10,254	0,066	28,668	0,157	0,064	-0,013	0,410	0,239
SIDO	2015	0,823	0,156	9,277	0,071	28,659	0,183	0,027	0,026	0,410	0,219
SIDO	2016	0,767	0,161	8,318	0,077	28,725	0,205	0,123	0,032	0,405	0,236
SIDO	2017	0,725	0,169	7,812	0,083	28,781	0,237	0,084	0,080	0,816	0,217
SIDO	2018	0,986	0,199	4,201	0,130	28,836	0,226	0,273	0,057	0,816	0,235
SIMP	2014	0,140	0,036	0,871	0,458	31,065	0,281	0,762	0,084	0,735	0,326
SIMP	2015	0,680	0,012	0,936	0,456	31,087	0,269	0,588	0,045	0,735	0,462
SIMP	2016	0,127	0,019	1,247	0,459	31,113	0,276	1,057	0,064	0,735	0,563
SIMP	2017	0,223	0,021	1,016	0,456	31,140	0,277	0,144	0,055	0,735	0,417
SIMP	2018	0,871	-0,005	0,897	0,472	31,177	0,271	0,827	0,029	0,735	1,861
SKLT	2014	0,168	0,050	1,184	0,537	26,527	0,189	0,419	0,062	0,268	0,300
SKLT	2015	0,172	0,053	1,192	0,597	26,656	0,163	0,163	0,070	0,268	0,267
SKLT	2016	0,201	0,036	0,818	0,298	27,066	0,132	0,081	-0,004	0,268	0,180
SKLT	2017	0,135	0,036	0,813	0,332	27,179	0,136	0,088	-0,002	0,268	0,161
SKLT	2018	0,136	0,043	0,874	0,390	27,340	0,159	0,446	0,014	0,268	0,192
SMBR	2014	0,238	0,112	12,995	0,071	28,705	0,239	0,014	0,070	0,762	0,168
SMBR	2015	0,232	0,108	7,573	0,098	28,815	0,300	0,124	0,135	0,762	0,201
SMBR	2016	0,342	0,059	3,274	0,286	29,106	0,260	0,212	0,000	0,762	0,258
SMBR	2017	0,442	0,029	1,680	0,326	29,252	0,241	0,402	0,023	0,756	0,298
SMBR	2018	0,482	0,014	2,134	0,373	29,343	0,227	0,304	0,005	0,755	0,477
SMDR	2014	0,113	0,034	1,106	0,531	29,679	0,255	1,042	0,102	0,580	0,237
SMDR	2015	0,442	0,017	1,167	0,489	29,701	0,493	0,380	0,065	0,580	0,360
SMDR	2016	0,440	0,019	1,086	0,476	29,651	0,293	0,378	0,072	0,580	-0,050
SMDR	2017	0,530	0,020	1,129	0,480	29,693	0,291	0,715	0,033	0,580	0,327
SMDR	2018	0,757	0,012	1,095	0,489	29,786	0,290	0,209	0,038	0,580	0,411
SMGR	2014	0,434	0,162	2,209	0,271	31,167	0,630	0,025	0,125	0,510	0,214
SMGR	2015	0,492	0,119	1,597	0,281	31,273	0,624	0,175	0,133	0,510	0,227
SMGR	2016	0,399	0,103	1,273	0,309	31,420	0,600	0,131	-0,041	0,510	0,108
SMGR	2017	0,885	0,042	1,568	0,378	31,522	0,546	0,460	0,019	0,510	0,256
SMGR	2018	0,261	0,060	1,951	0,360	31,566	0,462	0,495	0,071	0,510	0,248
SMRA	2014	0,205	0,105	1,369	0,610	30,364	0,262	0,226	0,074	0,244	0,000
SMRA	2015	0,271	0,057	1,653	0,599	30,563	0,242	0,341	-0,016	0,254	0,002
SMRA	2016	0,119	0,029	2,063	0,608	30,666	0,229	0,422	0,000	0,335	0,018
SMRA	2017	0,135	0,025	1,459	0,614	30,707	0,233	0,124	-0,021	0,254	0,014
SMRA	2018	0,104	0,030	1,453	0,611	30,779	0,233	0,299	-0,008	0,254	0,015
SMSM	2014	0,529	0,241	2,112	0,344	28,190	0,464	0,173	0,130	0,581	0,221
SMSM	2015	0,390	0,208	2,394	0,351	28,429	0,466	0,079	0,159	0,581	0,210
SMSM	2016	0,559	0,223	2,860	0,299	28,444	0,529	0,128	0,134	0,581	0,237

IDE	Tahun	Y	X1	X2	X3	X4	X5	X6	X7	X8	X9
SMSM	2017	0,518	0,227	3,739	0,252	28,524	0,570	0,095	0,065	0,581	0,229
SMSM	2018	0,473	0,226	3,943	0,232	28,661	0,595	0,149	0,087	0,581	0,235
SRIL	2014	0,060	0,072	5,328	0,667	29,794	0,109	0,491	0,007	0,561	0,234
SRIL	2015	0,133	0,071	4,812	0,786	30,014	0,156	0,089	0,078	0,561	0,138
SRIL	2016	0,068	0,063	3,060	0,535	30,156	0,188	0,025	0,061	0,561	0,101
SRIL	2017	0,061	0,057	3,682	0,629	30,399	0,202	0,107	-0,028	0,601	0,057
SRIL	2018	0,143	0,062	3,085	0,622	30,607	0,230	0,484	0,038	0,590	0,149
SSMS	2014	0,067	0,183	4,516	0,255	29,026	0,276	0,156	0,215	0,265	0,252
SSMS	2015	0,367	0,084	1,330	0,565	29,573	0,209	0,214	-0,022	0,265	0,243
SSMS	2016	0,284	0,083	1,367	0,518	29,600	0,261	0,093	0,069	0,265	0,302
SSMS	2017	0,205	0,090	4,209	0,579	29,895	0,255	0,322	0,076	0,585	0,227
SSMS	2018	7,514	0,003	5,277	0,640	30,055	0,216	0,696	0,008	0,538	0,908
TBLA	2014	0,136	0,060	1,104	0,664	29,623	0,174	3,723	0,064	0,278	0,224
TBLA	2015	0,612	0,022	1,155	0,690	29,859	0,145	0,532	-0,016	0,278	0,237
TBLA	2016	0,206	0,049	1,104	0,728	30,164	0,147	2,050	0,024	0,262	0,226
TBLA	2017	0,168	0,068	1,109	0,715	30,272	0,173	0,550	0,139	0,281	0,233
TBLA	2018	0,524	0,047	1,879	0,707	30,425	0,196	0,162	-0,024	0,281	0,267
TCID	2014	0,426	0,094	1,798	0,307	28,248	0,535	0,097	0,027	0,608	0,272
TCID	2015	0,144	0,262	4,991	0,176	28,364	0,685	1,435	0,020	0,608	0,066
TCID	2016	0,509	0,074	5,260	0,184	28,413	0,684	0,620	0,083	0,608	0,268
TCID	2017	0,460	0,076	4,913	0,213	28,490	0,657	0,098	0,119	0,608	0,263
TCID	2018	0,476	0,071	5,759	0,193	28,525	0,688	0,035	0,045	0,608	0,262
TGKA	2014	0,420	0,067	1,553	0,704	28,536	0,253	0,149	0,044	0,373	0,268
TGKA	2015	0,443	0,074	1,598	0,681	28,604	0,277	0,185	0,041	0,373	0,267
TGKA	2016	0,463	0,079	1,721	0,649	28,619	0,311	0,076	0,114	0,373	0,146
TGKA	2017	0,414	0,087	1,784	0,632	28,704	0,332	0,317	0,181	0,366	0,217
TGKA	2018	0,461	0,091	1,708	0,642	28,880	0,327	0,309	-0,031	0,366	0,253
TINS	2014	0,444	0,065	1,865	0,425	29,909	0,532	0,180	-0,095	0,650	0,338
TINS	2015	1,888	0,011	1,815	0,421	29,859	0,557	0,836	0,118	0,650	0,396
TINS	2016	0,121	0,026	1,711	0,408	29,887	0,565	1,468	0,111	0,650	0,318
TINS	2017	0,150	0,042	2,056	0,490	30,106	0,491	0,726	-0,019	0,650	0,289
TINS	2018	0,331	0,035	1,490	0,569	30,347	0,408	0,070	0,082	0,650	0,250
TKIM	2014	0,108	0,008	1,900	0,656	31,149	0,092	0,252	0,067	0,600	-0,848
TKIM	2015	1,368	0,001	1,432	0,644	31,245	0,092	2,170	0,131	0,600	1,125
TKIM	2016	0,133	0,003	1,394	0,624	31,123	0,102	1,072	0,060	0,600	-7,677
TKIM	2017	0,037	0,011	1,438	0,614	31,171	0,109	39,823	0,017	0,600	0,232
TKIM	2018	0,027	0,083	1,697	0,583	31,384	0,175	6,597	0,012	0,600	0,020
TLKM	2014	0,464	0,152	1,062	0,389	32,579	0,449	0,060	0,197	0,526	0,255
TLKM	2015	0,377	0,140	1,353	0,438	32,744	0,424	0,089	0,210	0,526	0,256
TLKM	2016	0,556	0,112	1,200	0,412	32,822	0,427	0,069	0,201	0,526	0,309

IDE	Tahun	Y	X1	X2	X3	X4	X5	X6	X7	X8	X9
TLKM	2017	0,356	0,165	1,048	0,435	32,922	0,428	0,462	0,190	0,521	0,233
TLKM	2018	0,616	0,131	0,935	0,431	32,960	0,441	0,147	0,141	0,521	0,259
TOTL	2014	0,729	0,066	1,298	0,678	28,541	0,182	0,169	0,037	0,565	0,321
TOTL	2015	0,535	0,067	1,258	0,696	28,677	0,177	0,181	0,072	0,565	0,031
TOTL	2016	0,616	0,075	1,281	0,681	28,713	0,200	0,144	0,025	0,565	0,020
TOTL	2017	0,664	0,071	1,261	0,689	28,808	0,210	0,036	0,023	0,565	0,012
TOTL	2018	0,834	0,063	1,373	0,674	28,803	0,223	0,116	-0,004	0,565	0,012
TOTO	2014	0,504	0,145	2,108	0,393	28,338	0,575	0,190	0,079	0,395	0,268
TOTO	2015	0,404	0,117	2,407	0,389	28,523	0,547	0,008	0,051	0,379	0,252
TOTO	2016	0,698	0,065	2,190	0,410	28,579	0,534	0,341	0,073	0,379	0,329
TOTO	2017	0,281	0,099	2,295	0,401	28,670	0,557	0,503	0,121	0,379	0,261
TOTO	2018	0,509	0,120	2,954	0,334	28,695	0,599	0,197	0,062	0,379	0,233
TPIA	2014	0,142	0,009	1,394	0,548	30,806	0,205	0,459	0,059	0,554	0,268
TPIA	2015	0,171	0,014	1,103	0,524	30,880	0,222	1,495	0,054	0,450	0,530
TPIA	2016	0,145	0,141	1,526	0,464	30,966	0,314	5,831	0,203	0,450	0,251
TPIA	2017	0,503	0,107	2,434	0,441	31,317	0,277	0,074	0,078	0,415	0,248
TPIA	2018	0,444	0,057	2,052	0,442	31,452	0,292	0,356	0,102	0,415	0,282
TRIS	2014	0,280	0,067	2,002	0,409	26,985	0,127	0,300	-0,019	0,402	0,246
TRIS	2015	0,264	0,066	1,888	0,427	27,076	0,135	0,234	0,093	0,402	0,249
TRIS	2016	0,346	0,038	1,642	0,458	27,184	0,083	0,185	0,008	0,402	0,474
TRIS	2017	0,369	0,026	1,923	0,346	27,024	0,174	0,545	0,072	0,401	0,350
TRIS	2018	0,266	0,031	1,610	0,437	27,174	0,149	0,113	0,025	0,401	0,191
TSPC	2014	0,447	0,104	2,544	0,261	29,352	0,607	0,105	0,045	0,775	0,213
TSPC	2015	0,423	0,084	2,538	0,310	29,469	0,575	0,048	0,088	0,782	0,252
TSPC	2016	0,323	0,083	2,652	0,296	29,516	0,595	0,017	0,048	0,784	0,241
TSPC	2017	0,318	0,075	2,521	0,316	29,637	0,566	0,035	0,049	0,789	0,251
TSPC	2018	0,265	0,069	2,516	0,310	29,694	0,577	0,022	0,031	0,799	0,257
TURI	2014	0,041	0,064	1,404	0,457	29,008	0,507	0,226	0,102	0,438	0,155
TURI	2015	0,039	0,067	1,380	0,454	29,104	0,512	0,137	0,056	0,455	0,145
TURI	2016	0,027	0,111	1,306	0,433	29,236	0,548	1,024	0,120	0,429	0,202
TURI	2017	0,293	0,087	1,407	0,426	29,329	0,546	0,143	0,015	0,444	0,197
TURI	2018	0,278	0,093	1,450	0,411	29,429	0,565	0,158	0,022	0,462	0,183
UNTR	2014	0,412	0,080	2,060	0,360	31,730	0,405	0,005	0,122	0,595	0,269
UNTR	2015	1,063	0,045	2,148	0,364	31,754	0,409	0,367	0,147	0,595	0,334
UNTR	2016	0,426	0,080	2,299	0,334	31,790	0,441	0,605	0,122	0,595	0,242
UNTR	2017	0,328	0,093	1,804	0,422	32,041	0,401	0,564	0,135	0,595	0,271
UNTR	2018	0,317	0,099	1,141	0,509	32,387	0,348	0,493	0,168	0,595	0,268
UNVR	2014	0,893	0,402	0,715	0,678	30,290	0,310	0,021	0,094	0,850	0,252
UNVR	2015	0,956	0,372	0,654	0,693	30,387	0,296	0,020	0,045	0,850	0,253
UNVR	2016	0,806	0,382	0,606	0,719	30,449	0,271	0,095	0,092	0,850	0,254
UNVR	2017	0,927	0,370	0,634	0,726	30,571	0,265	0,093	0,030	0,850	0,253

IDE	Tahun	Y	X1	X2	X3	X4	X5	X6	X7	X8	X9
UNVR	2018	0,760	0,467	0,748	0,612	30,603	0,379	0,300	0,051	0,850	0,252
WIKA	2014	0,228	0,047	1,123	0,687	30,398	0,095	0,127	- 0,022	0,651	0,345
WIKA	2015	0,174	0,036	1,185	0,723	30,607	0,103	0,344	0,005	0,651	0,064
WIKA	2016	0,109	0,037	1,476	0,598	31,068	0,085	0,638	- 0,040	0,651	0,068
WIKA	2017	0,254	0,030	1,344	0,680	31,453	0,088	0,188	0,034	0,651	0,073
WIKA	2018	0,116	0,035	1,542	0,709	31,712	0,093	0,613	0,042	0,651	0,121
WSKT	2014	0,220	0,040	1,362	0,773	30,160	0,076	0,236	- 0,002	0,673	0,337
WSKT	2015	0,096	0,035	1,323	0,680	31,042	0,064	0,478	0,018	0,660	0,062
WSKT	2016	0,116	0,030	1,172	0,727	31,749	0,054	0,930	- 0,130	0,660	0,159
WSKT	2017	0,122	0,043	1,002	0,768	32,215	0,068	1,144	- 0,066	0,660	0,091
WSKT	2018	0,168	0,037	1,179	0,768	32,454	0,083	0,198	0,018	0,660	0,166
WTON	2014	0,052	0,085	1,409	0,415	28,967	0,100	0,253	0,046	0,600	0,217
WTON	2015	0,360	0,039	1,369	0,492	29,125	0,103	0,515	0,089	0,600	0,139
WTON	2016	0,116	0,060	1,309	0,466	29,171	0,146	0,705	- 0,024	0,600	0,172
WTON	2017	0,240	0,048	1,032	0,610	29,588	0,132	0,233	0,067	0,600	0,188
WTON	2018	0,208	0,055	1,119	0,647	29,815	0,144	0,476	0,071	0,600	0,214

(Halaman sengaja dikosongkan)

Lampiran 3 Uji Model

Uji Chow

```

Fixed-effects (within) regression      Number of obs   =      575
Group variable: id                    Number of groups =      115

R-sq:  within = 0.1112                Obs per group:  min =      5
        between = 0.0318                avg =      5.0
        overall = 0.0011                max =      5

corr(u_i, Xb) = -0.7199                F(9,451)       =      6.27
                                        Prob > F        =      0.0000
    
```

Y	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
X1	-3.440871	.8226751	-4.18	0.000	-5.057623	-1.824118
X2	.0652276	.0293461	2.22	0.027	.0075556	.1228997
X3	1.144458	.4656817	2.46	0.014	.2292822	2.059633
X4	.0071312	.1093405	0.07	0.948	-.2077489	.2220113
X5	-.0012935	.5627591	-0.00	0.998	-1.107249	1.104662
X6	-.0183892	.0120983	-1.52	0.129	-.0421651	.0053868
X7	-.9784486	.3635753	-2.69	0.007	-1.692961	-.2639366
X8	1.181468	.6144769	1.92	0.055	-.0261253	2.389061
X9	.0146699	.0335351	0.44	0.662	-.0512345	.0805743
_cons	-.6990537	3.203668	-0.22	0.827	-6.995024	5.596917
sigma_u	.53909055					
sigma_e	.55197323					
rho	.4881942	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u_i=0: F(114, 451) = 1.96 Prob > F = 0.0000

Uji Hausman

	Coefficients		(b-B) Difference	sqrt(diag(V_b-V_B)) S.E.
	(b) fe	(B) re		
X1	-3.440871	.1028014	-3.543672	.7172525
X2	.0652276	.0101096	.055118	.0230663
X3	1.144458	.1115622	1.032895	.4059451
X4	.0071312	.001936	.0051953	.1077913
X5	-.0012935	.3111898	-.3124833	.5299988
X6	-.0183892	.0018516	-.0202407	.0042554
X7	-.9784486	-1.133812	.1553634	.1757255
X8	1.181468	.2953464	.8861216	.5966163
X9	.0146699	.093619	-.0789491	.0110552

b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg
 B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg

Test: Ho: difference in coefficients not systematic

$\chi^2(9) = (b-B)' [(V_b-V_B)^{-1}] (b-B)$
 = 98.89
 Prob>chi2 = 0.0000

(Halaman sengaja dikosongkan)

Lampiran 4 Uji Asumsi Klasik Model

Uji Multikolinieritas

	x1	x2	x3	x4	x5	x6	x7	x8	x9
x1	1.0000								
x2	0.1209	1.0000							
x3	-0.1959	-0.6124	1.0000						
x4	0.0073	-0.2445	0.2977	1.0000					
x5	0.4375	0.2992	-0.6026	-0.1331	1.0000				
x6	-0.0972	-0.0544	0.0504	0.0428	-0.0774	1.0000			
x7	0.2698	-0.0175	-0.1166	-0.0240	0.2461	-0.0198	1.0000		
x8	0.1373	0.0001	-0.0978	0.0809	-0.0167	-0.0017	0.0067	1.0000	
x9	-0.0621	-0.0364	-0.0213	-0.0094	0.0377	0.0230	-0.0328	-0.0112	1.0000

Uji Heteroskedestisitas

Modified Wald test for groupwise heteroskedasticity
in fixed effect regression model

H0: $\sigma(i)^2 = \sigma^2$ for all i

chi2 (115) = 6.8e+05

Prob>chi2 = 0.0000

Uji Autokorelasi

Wooldridge test for autocorrelation in panel data

H0: no first-order autocorrelation

F(1, 114) = 28.958

Prob > F = 0.0000

(Halaman sengaja dikosongkan)

Lampiran 5 Regresi Data Panel Model

```

Regression with Driscoll-Kraay standard errors   Number of obs   =       575
Method: Fixed-effects regression                 Number of groups =       115
Group variable (i): id                          F( 9, 114)      =       4.32
maximum lag: 2                                  Prob > F        =       0.0001
                                                within R-squared =       0.1112
    
```

Y	Drisc/Kraay		t	P> t	[95% Conf. Interval]	
	Coef.	Std. Err.				
X1	-3.440871	.8621283	-3.99	0.000	-5.14874	-1.733001
X2	.0652276	.0301007	2.17	0.032	.0055985	.1248568
X3	1.144458	.4570186	2.50	0.014	.2391072	2.049808
X4	.0071312	.0885228	0.08	0.936	-.1682318	.1824942
X5	-.0012935	.3172439	-0.00	0.997	-.6297512	.6271642
X6	-.0183892	.012482	-1.47	0.143	-.0431159	.0063376
X7	-.9784486	.427281	-2.29	0.024	-1.824889	-.1320083
X8	1.181468	.5499336	2.15	0.034	.0920538	2.270882
X9	.0146699	.0314269	0.47	0.642	-.0475865	.0769263
_cons	-.6990537	3.141412	-0.22	0.824	-6.922167	5.524059

(Halaman sengaja dikosongkan)

LAMPIRAN 6 ANALISIS DESKRIPTIF

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
Y	575	.4466918	.6155013	.0136118	7.514068
X1	575	.0867178	.0780683	-.025127	.5267036
X2	575	2.425188	1.897859	.3800932	15.1646
X3	575	.4367429	.1874441	.066187	.9671544
X4	575	29.30869	1.60042	24.89924	33.47373
X5	575	.3663088	.2042854	.0254556	1.103365
X6	575	.5564873	2.237551	.0000544	39.82273
X7	575	.05687	.0843962	-.8123178	.414933
X8	575	.541732	.1942696	.1017	.9818
X9	575	.2490611	.7989301	-7.676871	16.04254

(Halaman sengaja dikosongkan)

BIODATA PENULIS



Fahmi Anwar lahir di Surabaya, 4 Desember 1997. Penulis menyelesaikan pendidikan formal di SD Muhammadiyah 4 Pucang, SMP Negeri 19 Surabaya, dan SMA Negeri 5 Surabaya. Kemudian melanjutkan pendidikan S1 di Departemen Manajemen Bisnis, Fakultas Bisnis Manajemen Teknologi, Institut Teknologi Sepuluh Nopember Surabaya dan mengambil konsentrasi studi dibidang manajemen keuangan. Pada periode perkuliahan penulis memiliki beberapa pengalaman organisasi dan kepanitian, baik dilingkup Departemen maupun tingkat Institut. Lingkup Departemen, penulis bergabung dengan Business Management Student Association (BMSA) sebagai Urusan dalam negeri (*College Affair*), Inkubasi Bisnis (IMPROVE) sebagai staff Event, serta pernah tergabung dalam BEM ITS sebagai staff Kementerian Dalam Negeri. Penulis juga mengikut beberapa kepanitian acara di tingkat Departemen dan Institut yaitu acara lomba departemen Manifest serta pernah dipercaya menjadi wakil ketua pelaksana Tasyakuran Wisuda Manajemen Bisnis 116 serta menjadi Ketua pelaksana Tasyakuran Wisuda Manajemen Bisnis 117. Pengalaman kerja praktik penulis didapatkan di Kantor Regional IV Otoritas Jasa Keuangan dengan penempatan satuan kerja pada divisi Industri Keuangan Non Bank (IKNB) dengan mengambil topik Pembentukan Program Gerakan Cerdas Keuangan bagi masyarakat Jawa Timur.

Penulis mendapat banyak pengalaman, pembelajaran selama menempuh pendidikan, bertemu beberapa orang hebat yang pernah memberikan ilmu yang luar biasa, dan bergabung dalam berbagai kegiatan maupun organisasi, yang semoga dapat bermanfaat untuk tahapan selanjutnya. Penulis memiliki ketertarikan pada bidang keuangan, investasi, *business appraisal* dan *entrepreneurship*. Penulis berharap bisa memberikan karya dan memberikan manfaat bagi masyarakat sekitar. Penulis terbuka untuk berdiskusi mengenai berbagai hal dan dapat dihubungi melalui fahmianwar14@gmail.com.