

BAB IV

DESKRIPSI, PEMBUKTIAN HIPOTESIS DAN PEMBAHASAN

A. Deskripsi Objek Penelitian

1. Bursa Efek Indonesia (BEI)

a. Sejarah Bursa Efek Indonesia

Perdagangan di pasar modal sudah dimulai sejak Indonesia belum merdeka atau saat kolonial Belanda berkuasa tepatnya pada Desember 1912 di Batavia atau sekarang Jakarta. Meskipun sudah berdiri lebih dari 100 tahun yang lalu, perjalanan pasar modal ini tidaklah mudah, bahkan di beberapa periode pernah mengalami kevakuman (tutup). Kevakuman pasar modal ini ditimbulkan beberapa faktor di tiap periode, seperti pada perang dunia ke I dan II.

Pengertian dari Bursa Efek Indonesia (BEI) atau *Indonesia Stock Exchange* (IDX) merupakan pihak yang menjadi perantara untuk mengurus dan menyiapkan sistem dan sarana untuk menjembatani penawaran jual dan beli efek pihak lain yang bertujuan untuk diperdagangkan. Pemerintah Indonesia mereaktifkan pasar modal pada tahun 1977 oleh Presiden Soeharto pada 10 Agustus 1977 serta dibuktikan dengan PT Semen Cibinong sebagai emiten pertama yang go public dan Bursa Efek Jakarta dijalankan di bawah Badan Pelaksana Pasar Modal (BAPEPAM).

Bursa Efek Surabaya (BES) dan Bursa Efek Jakarta (BEJ) diputuskan untuk digabung dan menjadi Bursa Efek Indonesia (BEI) pada tanggal 30 November 2007 dan mulai beroperasi pada 1 Desember 2007. BEI

mengadakan kampanye pertama kali pada tanggal 12 November 2015 yang dikenal dengan nama “Yuk Nabung Saham” yang diperuntukkan bagi seluruh rakyat Indonesia agar tertarik untuk berinvestasi. Pada tahun 2018, Sistem Perdagangan dan *New Data Center* diperbarui, peluncuran Penyelesaian Transaksi T+2 (*T+2 Settlement*) dan dilakukan penambahan tampilan informasi notasi khusus pada kode Perusahaan Tercatat.¹

b. Indeks Saham Bursa Efek Indonesia

Guna memberikan informasi yang lebih lengkap kepada masyarakat mengenai perkembangan bursa, BEI berinisiatif untuk menyebarkan data pergerakan harga saham atau yang dikenal dengan indeks harga saham melalui berbagai media, baik cetak maupun elektronik. BEI memiliki beberapa jenis indeks sampai sekarang. Indeks-indeks tersebut sebagai berikut:

1. Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG)

IHSG adalah indeks yang menjadi tolok ukur pergerakan seluruh saham di BEI.

2. Indeks LQ45

Indeks LQ45 merupakan indeks yang mengukur performa harga 45 saham yang memiliki kapitalisasi pasar besar dan likuiditas tinggi serta didukung oleh fundamental perusahaan yang baik.

¹ Indonesia Stock Exchange, “*Sejarah dan Milestone*”, *Bursa Efek Indonesia* (blog), Oktober 2020, <https://www.idx.co.id/tentang-bei/sejarah-dan-milestone/>.

3. Indeks IDX30

Indeks IDX30 merupakan indeks yang mengukur performa harga dari 30 saham yang mempunyai likuiditas tinggi dan kapitalisasi pasar besar serta didukung oleh fundamental perusahaan yang baik.

4. Indeks IDX80

Indeks IDX80 adalah indeks yang menjadi indikator kinerja harga 80 saham yang mempunyai likuiditas yang tinggi, kapitalisasi pasar besar, dan didukung fundamental yang baik.

5. Indeks Kompas100

Indeks Kompas100 adalah indeks yang menjadi indikator kinerja harga 100 saham yang mempunyai likuiditas yang baik dan kapitalisasi pasar besar.

6. Indeks IDX SMC Composite/*IDX Small-Mid Cap Composite Index*

Indeks ini adalah indeks yang menjadi indikator kinerja harga dari saham yang berkapitalisasi pasar kecil dan menengah.

7. Indeks IDX SMC Liquid/*IDX Small-Mid Cap Liquid Index*

Indeks ini adalah indeks yang menjadi indikator kinerja harga saham dengan likuiditas tinggi dan berkapitalisasi pasar kecil dan menengah.

8. Indeks IDX High Dividend 20/*IDX High Dividend 20 Index*

Indeks IDX High Dividend 20 adalah indeks harga 20 saham yang mempunyai *dividend yield* yang tinggi dan membayarkan dividen tunai selama 3 tahun terakhir.

9. Indeks IDX BUMN20/*IDX BUMN20 Index*

Indeks IDX BUMN20/*IDX BUMN20 Index* adalah indeks yang mengukur kinerja harga dari 20 saham perusahaan tercatat yang merupakan Badan Usaha Milik Negara (BUMN), Badan Usaha Milik Daerah (BUMD), dan afiliasinya.

10. Indeks Saham Syariah Indonesia/*Indonesia Sharia Stock Index (ISSI)*

Indeks Saham Syariah Indonesia/*Indonesia Sharia Stock Index (ISSI)* adalah indeks yang mengukur kinerja harga seluruh saham yang dinyatakan sebagai saham syariah sesuai dengan Daftar Efek Syariah (DES) yang ditetapkan oleh Otoritas Jasa Keuangan (OJK).

11. *Jakarta Islamic Index (JII)*

Jakarta Islamic Index (JII) adalah indeks yang mengukur kinerja harga dari 30 saham syariah yang memiliki kinerja keuangan yang baik dan likuiditas transaksi yang tinggi.

12. *Jakarta Islamic Index 70 (JII70)*

Jakarta Islamic Index 70 (JII70) adalah indeks yang mengukur kinerja harga dari 70 saham syariah yang memiliki kinerja keuangan yang baik dan likuiditas transaksi yang tinggi.

13. Indeks Sektoral

Indeks Sektoral adalah indeks yang mengukur kinerja harga seluruh saham dari masing-masing sektor industri yang terdapat pada klasifikasi Jakarta Stock Industrial Classification (JASICA). Indeks ini terdiri dari:

- a. Indeks Pertanian
- b. Indeks Pertambangan

- c. Indeks Industri Dasar dan Kimia
- d. Indeks Aneka Industri
- e. Indeks Industri Barang Konsumsi
- f. Indeks Properti, Real Estate, dan Konstruksi Bangunan
- g. Indeks Infrastruktur, Utilitas, dan Transportasi
- h. Indeks Keuangan
- i. Indeks Perdagangan, Jasa, dan Investasi
- j. Indeks Manufaktur

14. Indeks Papan Pencatatan (*Board Index*)

Indeks ini adalah indeks yang menjadi tolok ukur harga semua saham sesuai dengan papan pencatatannya yakni Utama dan Pengembangan.

15. Indeks BISNIS-27

Indeks BISNIS-27 adalah indeks yang mengukur kinerja harga dari 27 saham yang dipilih oleh Komite Indeks Bisnis Indonesia. Indeks BISNIS-27 diluncurkan bekerja sama dengan perusahaan media PT Jurnalindo Aksara Grafika (penerbit surat kabar harian Bisnis Indonesia).

16. Indeks PEFINDO25

Indeks PEFINDO25 adalah indeks yang menjadi tolok ukur kinerja harga saham 25 emiten kecil dan menengah yang mempunyai performa keuangan yang baik dan likuiditas transaksi yang tinggi. Indeks PEFINDO25 diluncurkan dan bekerja sama dengan perusahaan pemeringkat PT Pemeringkat Efek Indonesia (PEFINDO).

17. Indeks SRI-KEHATI

Indeks SRI-KEHATI adalah indeks yang mengukur kinerja harga saham dari 25 emiten yang mempunyai kinerja yang baik dalam mendorong usaha-usaha berkelanjutan, serta mempunyai kesadaran terhadap lingkungan hidup, sosial, dan tata kelola perusahaan yang baik atau disebut Sustainable and Responsible Investment (SRI). Indeks SRI-KEHATI diluncurkan dan bekerja sama dengan Yayasan Keanekaragaman Hayati Indonesia (Yayasan KEHATI).

18. Indeks Infobank15

Indeks Infobank15 adalah indeks yang terdiri dari 15 saham perbankan yang mempunyai faktor fundamental yang baik dan likuiditas perdagangan yang tinggi. Indeks infobank15 ini diluncurkan dan bekerja sama dengan perusahaan media PT Info Artha Pratama (penerbit Majalah Infobank).

19. Indeks SMinfra18

Indeks SMinfra18 adalah indeks yang terdiri dari 18 saham yang konstituennya dipilih dari sektor-sektor infrastruktur, penunjang infrastruktur, dan pembiayaan infrastruktur (dari sektor perbankan) yang dipilih berdasarkan kriteria tertentu. Indeks SMinfra18 diluncurkan dan bekerja sama dengan PT Sarana Multi Infrastruktur (Persero) (SMI).

20. Indeks MNC36

Indeks MNC36 adalah indeks yang tersusun atas 36 saham yang mempunyai performa positif berdasarkan kapitalisasi pasar, likuiditas transaksi, dan fundamental serta rasio keuangan.

21. Indeks Investor33

Indeks Investor33 adalah indeks yang menjadi tolok ukur kinerja harga 33 saham dari 100 perusahaan terbaik versi Majalah Investor yang dipilih berdasarkan kapitalisasi pasar, likuiditas transaksi, dan fundamental serta rasio keuangan.

22. Indeks PEFINDO *i-Grade/PEFINDO Investment Grade Index*

Indeks PEFINDO *i-Grade/PEFINDO Investment Grade Index* adalah indeks yang mengukur kinerja harga dari 30 saham emiten-emiten yang mempunyai peringkat investment grade dari PEFINDO (idAAA hingga idBBB-) yang memiliki kapitalisasi pasar paling besar.²

2. Gambaran Umum Indeks Saham Syariah Indonesia

a. Sejarah Indeks Saham Syariah Indonesia

ISSI merupakan indeks yang mengukur kinerja saham syariah yang ada di Bursa Efek Indonesia. Metode perhitungan dalam ISSI menggunakan perhitungan rata-rata tertimbang dari kapitalisasi pasar dengan menggunakan tahun dasar Desember 2007 sesuai dengan pertama kali diterbitkannya DES (Daftar Efek Syariah). jika dianalogikan, saham-saham yang terdaftar dalam ISSI ini hampir mirip dengan saham-saham yang terdaftar di IHSG (Indeks Harga Saham Gabungan). Bedanya, jika IHSG mencerminkan performa sekuruh saham yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI), maka ISSI

² Wikipedia, “*Bursa Efek Indonesia*”, *Indeks Saham Bursa Efek Indonesia* (blog), Oktober 2020, https://id.m.wikipedia.org/wiki/Bursa_Efek_Indonesia.

mencerminkan performa kinerja seluruh saham syariah yang terdaftar di BEI. Jadi, ISSI adalah IHSGnya pasar modal syariah.³

Menyikapi anggapan masyarakat bahwa investasi saham dianggap tidak halal arena mengandung unsur spekulatif dan judi. Untuk menjawab hal ini, dikeluarkan fatwa Dewan Syariah Nasional Majelis Ulama Indonesia (DSN MUI) tentang hal ini, yang tertulis dalam fatwa No. 80/DSN-MUI/III/2011 yang menyebutkan bahwa investasi saham dianggap sesuai syariah jika hanya melakukan jual-beli saham syariah, karena dalam saham syariah tidak ada transaksi yang tidak sesuai dengan prinsip syariah seperti transaksi spekulatif.⁴

b. Kriteria Saham Syariah yang Terdaftar di Indeks Saham Syariah Indonesia

Saham syariah adalah efek dalam bentuk saham yang sesuai dengan syariat islam dan prinsip syariah yang ada di pasar modal. Pengertian saham syariah berdasarkan pada pengertian saham pada umumnya, baik yang ada dalam UU maupun peraturan OJK lainnya. Kriteria penyeleksian saham syariah oleh OJK sebagai berikut:

- 1) perusahaan tidak melakukan aktivitas usaha sebagai berikut:
 - a) Perjudian dan permainan yang tergolong judi.
 - b) Perdagangan yang dilarang menurut syariah.
 - c) Jasa keuangan ribawi, antara lain:

³ Heridanu, “Memahami ISSI (Indeks Saham Syariah Indonesia)”, *Indeks Saham Syariah Indonesia* (blog), Oktober 2020, <http://www.baraqareserach.com/memahami-issi-indeks-saham-syariah-indonesia/>.

⁴ Wihdan, “Apa itu Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI)?”, *Indeks Saham Syariah Indonesia* (blog), Oktober 2020, <https://republika.co.id/berita/q1knqo423/apa-itu-indeks-saham-syariah-indonesia-issi>.

- d) Jual beli *gharar* dan/atau judi (*maisir*).
- e) Memproduksi, mendistribusikan, memperdagangkan, serta menyediakan barang haram dan mengandung *mudharat*.
- f) Melakukan transaksi dengan unsur suap.
- g) Emiten dengan rasio-rasio keuangan sebagai berikut:
 - i. Total utang yang berbasis bunga dibandingkan dengan total aset tidak > 45%.
 - ii. Total pendapatan bunga dan pendapatan tidak halal lainnya dibandingkan dengan total pendapatan usaha (*revenue*) dan pendapatan lain-lain tidak > 10%.⁵

B. Deskripsi Data

Data yang digunakan dalam penelitian ini merupakan data sekunder berupa laporan keuangan tahunan perusahaan yang digunakan sebagai sampel penelitian yang didapatkan dari website resmi www.idx.co.id. Metode pengumpulan data adalah metode dokumentasi, yakni penulis melakukan dokumentasi terhadap laporan keuangan perusahaan yang menjadi objek penelitian melalui website resmi www.idx.co.id. Jenis sampel yang dipakai merupakan jenis *non-probability sampling*. Teknik pengambilan sampel yang dipakai merupakan teknik *purposive sampling*, yaitu teknik pengambilan sampel berdasarkan kategori-kategori yang dipilih oleh peneliti terlebih dahulu.⁶ Kategori *purposive sampling* yang digunakan adalah sebagai berikut:

⁵ Indonesia Stock Exchange, "Produk Syariah", *Produk Syariah* (blog), Oktober 2020, <https://www.idx.co.id/idx-syariah/produk-syariah/>.

⁶ Siregar, *Metode Penelitian Kuantitatif: Dilengkapi Perbandingan Perhitungan Manual & SPSS*, 33.

1. Saham-saham syariah yang konsisten terdaftar di ISSI periode 2017-2019.
2. Saham-saham syariah yang terdaftar di ISSI yang konsisten mengeluarkan laporan keuangan tahunan dalam periode 2017-2019.

Dengan kategori yang ditetapkan di atas, maka diperoleh 23 perusahaan yang memenuhi syarat dengan jumlah sampel keseluruhan 69 sampel dengan periode penelitian selama 3 tahun, yakni dari tahun 2017-2019.

1. Gambaran Umum Perusahaan yang Konsisten Terdaftar di Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI)

a. Akasha Wira International Tbk. (ADES)

ADES dibangun pada tahun 1985 dengan nama PT Alfindo Putrasetia dan pada tahun 2010 berubah menjadi PT Akasha Wira International Tbk. Anggaran Dasar Perusahaan ini telah berubah beberapa kali, terakhir dibuat dengan Akta Notaris Jose Dima Satria, SH, M.Kn, No. 48 tanggal 25 Juni 2013 tentang perubahan atas Kuorum, Hak Suara, dan Keputusan serta mengenai perubahan atas Tugas dan Wewenang Direksi.⁷

b. Bumi Teknokultura Unggul Tbk. (BTEK)

BTEK didirikan pada tahun 1992. Ruang lingkup kegiatan Perusahaan berdasarkan pasal 3 Anggaran Dasar Perseroan mencakup bioteknologi pertanian, Hak Perusahaan Hutan (HPH), Hutan Tanaman Industri (HTI) dan Perdagangan. Awalnya, Perusahaan ini bergerak di bidang bio teknologi pertanian, dan sekarang berfokus pada kegiatan pembibitan, baik untuk

⁷ Akasha Wira International, "Akasha International", *Akasha International*, Oktober 2020, https://www.akashainternational.com/id_ID/.

tanaman kehutanan, tanaman pangan, tanaman obat-obatan, dan lain sebagainya.⁸

c. Budi Starch & Sweetener Tbk. (BUDI)

BUDI adalah salah satu Perusahaan yang di bawah naungan kelompok usaha Sungai Budi Group (SBG). PT Budi Starch & Sweetener Tbk. didirikan pada tahun 1972. Anggaran Dasar Perusahaan beberapa kali mengalami perubahan, terakhir dengan Akta No. 17 tanggal 10 Juni 2016 di Jakarta, mengenai penambahan kegiatan usaha penunjang Perusahaan.⁹ Unit usaha yang dijalankan oleh perusahaan ini antara lain kopi, lada hitam, keripik singkong, dan komoditas pertanian lainnya.¹⁰

d. Wilmar Cahaya Indonesia Tbk. (CEKA)

PT Wilmar Cahaya Indonesia Tbk. merupakan yang bergerak di bidang industri antara lain minyak nabati, usaha bidang perdagangan lokal, ekspor, impor, dan perdagangan hasil bumi, hasil hutan, perdagangan barang keperluan sehari-hari, dan lain sebagainya. Kantor cabang dan pabrik perusahaan ini beralamatkan di Jl. Khatulistiwa Km. 4,3 Batulayang, Pontianak 78244, Kalimantan Barat. Sedangkan pabrik yang ada di daerah Cikarang difokuskan untuk produksi *Specialty Fats*, sedangkan pabrik di daerah pontianak di fokuskan untuk memproduksi *Cooking Oil*. Selain itu,

⁸ PT. Bumi Teknokultura Unggul, Tbk, "PT. Bumi Teknokultura Unggul, Tbk", *PT. Bumi Teknokultura Unggul*, Tbk, Oktober 2020, <http://btek.co.id/new/tentang-kami/>.

⁹ BSSW, "PT Budi Starch & Sweetener Tbk (BSSW)", *PT Budi Starch & Sweetener Tbk*, Oktober 2020, <http://budistarchsweetener.com/#>.

¹⁰ Wikipedia, "Budi Acid Jaya", *Budi Acid Jaya*, Oktober 2020, https://id.m.wikipedia.org/wiki/Budi_Acid_Jaya.

PT Wilmar Cahaya Indonesia Tbk. juga mempunyai kantor perwakilan di Jakarta yang beralamatkan di Multivision Tower, Jakarta Selatan.¹¹

e. Chitose Internasional Tbk. (CINT)

PT. Chitose Indonesia Manufacturing didirikan pada tahun 1979. Perusahaan ini bermitra dengan perusahaan dari Jepang yakni Chitose Mfg. Col. Ltd. maupun perusahaan dalam negeri. Perusahaan ini awalnya memproduksi kursi lipat yang telah menjadi ikon industri mebel Indonesia, dan kini memproduksi lebih dari 200 varian mebel dan tempat tidur rumah sakit. Kini, untuk pemasaran produknya, PT. Chitose Indonesia Manufacturing mempunyai jaringan distributor dan agen yang tersebar di seluruh Indonesia, serta memiliki jaringan pemasaran ekspor di 34 negara.¹²

f. Darya Varia Laboratoria Tbk. (DVLA)

DVLA merupakan perusahaan farmasi yang beroperasi mulai tahun 1976. Setelah *go public* di tahun 1994, PT Darya-Varia Laboratoria Tbk mengakuisisi PT Pradja Pharin (Prafa) pada tahun 1995. Perusahaan ini mengoperasikan dua fasilitas manufaktur kelas dunia di Gunung Putri dan Citeureup, Bogor. Kedua pabrik tersebut berfokus pada produksi produk-produk Perusahaan dan memberikan jasa *toll manufacturing* untuk pelaku nasional dan multinasional baik untuk pasar lokal maupun untuk diekspor.

¹¹ PT. Wilmar Cahaya Indonesia, "PT. Wilmar Cahaya Indonesia", *PT. Wilmar Cahaya Indonesia*, Oktober 2020, www.wilmarcahayaindonesia.com.

¹² PT. Chitose International Tbk, "PT. Chitose International Tbk.", *PT. Chitose International Tbk*, Oktober 2020, <https://www.chitose-indonesia.com/tentang-kami/>.

g. Indofood CBP Sukses Makmur Tbk. (ICBP)

ICBP adalah salah satu produsen produk konsumen bermerek yang sudah terdiversifikasi, antara lain mi instan, dairy, makanan ringan, penyedap makanan, nutrisi dan makanan khusus, serta minuman. ICBP berawal dari Grup Produk Konsumen Bermerek (Consumer Branded Product atau “CBP”) perusahaan induknya adalah PT Indofood Sukses Makmur Tbk (Indofood). Kegiatan usaha Grup CBP ini dimulai dari bisnis di bidang mie instan pada tahun 1982. Di tahun 1985, Grup CBP memulai kegiatan usaha di bidang nutrisi dan makanan khusus.¹³

h. Inti Agri Resources Tbk. (IIKP)

PT. Inti Agri Resources Tbk adalah perusahaan yang bergerak dalam bidang budidaya, distribusi dan perdagangan ikan arwana. Perusahaan ini juga bergerak di bidang perkebunan. Produk utamanya adalah Super Red Arowana, dengan nama merek ShelookRED. Alamat perusahaan ini adalah Puri Britania T7 No.B27-29, Puri Kembangan West Jakarta DKI Jakarta 11610.¹⁴

i. Indofarma (Persero) Tbk. (INAF)

Perusahaan ini berawal dari unit produksi kecil di Rumah Sakit Pusat Pemerintah Hindia Belanda yang memproduksi salep dan kasa pembalut

¹³ Indofood CBP, “Indofood CBP”, *Indofood CBP*, Oktober 2020, <https://www.indofoodcbp.com/company/icbp-at-glance>.

¹⁴ IDN Financials, “PT. Inti Agri Resources Tbk (IIKP)”, *PT. Inti Agri Resources Tbk*, Oktober 2020, <https://www.idnfinancials.com/id/iikp/PT-Inti-Agri-Resources-Tbk#company-overview>.

pada tahun 1918. Segmen usaha obat adalah bidang fundamental dalam kegiatan usaha Indofarma (Persero) Tbk. Hingga akhir tahun 2018, Perusahaan ini telah memiliki 231 persetujuan izin edar obat yang terdiri atas *Ethical Generic* (OGB), *Over The Counter* (OTC), *Ethical Branded*, serta alat kesehatan.¹⁵

j. Indofood Sukses Makmur Tbk. (INDF)

INDF berdiri dengan nama awal PT Panganjaya Intikusuma di tahun 1990. Perusahaan ini mempunyai berbagai kegiatan usaha yang sudah beroperasi mulai awal tahun 1980an. Dalam dua dekade terakhir, Indofood telah berubah menjadi sebuah perusahaan *Total Food Solutions* dengan kegiatan operasional yang mencakup semua tahapan proses produksi makanan, mulai dari tahapan produksi dan pengolahan bahan baku hingga menjadi produk akhir yang tersedia di pasar.

Dalam menjalankan kegiatan operasionalnya, Indofood memperoleh manfaat dari skala ekonomis serta ketangguhan model bisnisnya yang terdiri dari empat Kelompok Usaha Strategis (Grup) yang saling melengkapi sebagai berikut: Produk Konsumen Bermerek (CBP), Bogasari, Agribisnis, dan Distribusi.¹⁶

k. Kimia Farma (Persero) Tbk. (KAEF)

Kimia Farma merupakan perusahaan industri farmasi pertama di Indonesia yang didirikan oleh Pemerintah kolonial Hindia Belanda pada tahun 1817.

¹⁵ Indofarma, "Indofarma", *Indofarma*, Oktober 2020, <https://indofarma.id/industri-farmasi/>.

¹⁶ Indofood, "Indofood", *Indofood*, Oktober 2020, <https://www.indofood.com/company/indofood-at-a-glance>.

Pada awalnya nama perusahaan ini adalah NV Chemicalien Handle Rathkamp & Co. Berdasarkan kebijaksanaan nasionalisasi atas eks perusahaan Belanda di masa awal kemerdekaan pada tahun 1958, Pemerintah Republik Indonesia melakukan peleburan sejumlah perusahaan farmasi menjadi Perusahaan Negara Farmasi Bhinneka Kimia Farma.

Pada tanggal 16 Agustus 1971, bentuk badan hukum PNF diubah menjadi Perseroan Terbatas (PT), sehingga nama perusahaan berubah menjadi PT Kimia Farma (Persero). Perusahaan ini mencatatkan saham perdananya untuk publik (IPO) pada tanggal 4 Juli 2001 dengan kode emiten KAEF dan komposisi saham 90,025% milik pemerintah dan 9,975% milik publik. Melalui proses inbreng yang dilaksanakan Pemerintah Republik Indonesia pada 28 Februari 2020, kepemilikan saham 4.999.999.999 saham seri B dialihkan kepada PT Biofarma¹⁷

1. Kedaung Indah Can Tbk. (KICI)

KICI adalah salah satu perusahaan yang ada di bawah naungan Kedaung Group. Perusahaan ini didirikan oleh Agus Nursalim pada tahun 1974. Perusahaan ini merupakan produsen sekaligus pengeksport peralatan masak enamel berupa panci, mangkuk, tempat nasi, dan produk-produk rumah tangga lainnya. Perusahaan ini berhasil mencatatkan sahamnya untuk pertama kali di Bursa Efek Jakarta pada tahun 1993. Perusahaan ini mampu memproduksi 15 juta set item per tahunnya.¹⁸

¹⁷ Kimia Farma, "Kimia Farma", *Kimia Farma*, Oktober 2020, <https://www.kimiafarma.co.id/index.php?lang=id#>.

¹⁸ Merdeka.com, "Kedaung Indah Can", *Kedaung Indah Can*, Oktober 2020, <https://www.merdeka.com/kedaung-indah-can/profil/>.

m. Kino Indonesia Tbk. (KINO)

KINO bermula dari perusahaan distribusi kecil bernama PT Dutalestari Sentratama (DLS) yang didirikan pada tahun 1991. Saat ini Kino menjadi suatu perusahaan besar dengan 8 grup perusahaan, 6 pabrik, dan total lebih dari 8.000 karyawan. Kino mempunyai 37 brands yang terbagi dalam 34 kategori dengan lebih dari 700 SKU. Kino sudah memproduksi berbagai jenis produk kecantikan, seperti perawatan wajah, perawatan rambut, wewangian, pembersih daerah kewanitaan, perawatan pria, dan kosmetik. Selain itu, Kino juga memproduksi aneka produk perawatan rumah tangga.¹⁹

n. Kalbe Farma Tbk. (KLBF)

Perusahaan ini berdiri pada tahun 1966, berawal dari usaha sederhana di sebuah garasi hingga kini berubah menjadi perusahaan farmasi terdepan di Indonesia. Kalbe memiliki 4 kelompok divisi usaha, yakni Divisi Obat Resep, Divisi Produk Kesehatan, Divisi Nutrisi, dan Divisi Distribusi and Logistik.²⁰

o. Langgeng Makmur Industri Tbk. (LMPI)

LMPI adalah perusahaan multinasional yang berdomisili di Sidoarjo, Jawa Timur tepatnya di Jl. Letjen Sutoyo 256, Waru Sidoarjo 61256. Perusahaan ini berdiri pada tanggal 30 November 1972. Perusahaan ini dicatat pada

¹⁹ Kino Indonesia, "Kino Indonesia", *Kino Indonesia*, 22 Oktober 2020, www.kino.co.id.

²⁰ PT Kalbe Farma, "Kalbe", *Kalbe*, Oktober 2020, www.kalbe.co.id.

tahun 1994. Perusahaan ini menghasilkan berbagai macam-macam bahan alat rumah tangga.²¹ Perusahaan ini beberapa kali mengalami perubahan nama: PT Langgeng Jaya Plastic Industry Ltd (1972), PT Langgeng Makmur Plastic Industry Ltd (1976), PT Langgeng Makmur Industri Tbk (1997).²²

p. Martina Berto Tbk. (MBTO)

Pada tahun 1977 perusahaan ini didirikan oleh Dr HC. Martha Tilaar, (Alm) Pranata Bernard, dan Theresa Harsini Setiady. Aktivitas utama perusahaan yakni memproduksi barang kosmetik dan obat tradisional (jamu), pemasaran dan Niaga kosmetik, serta perawatan kecantikan dan barang obat tradisional. Selain itu, perusahaan mempunyai dukungan dari usaha yang dilakukan oleh anak perusahaannya, yakni PT Cedefindo.²³

q. Mustika Ratu Tbk. (MRAT)

Perusahaan ini berawal dari upaya pelestarian budaya bangsa 40 tahun yang lalu. PT Mustika Ratu mulai beroperasi pada tanggal 14 Maret 1978 dan mendirikan pabrik pertamanya pada tanggal 8 April 1981 di Ciracas, Jakarta Timur. Pada tahun 1995, Mustika Ratu *go public* dengan melakukan

²¹ Wikipedia, "Langgeng Makmur Industri", *Langgeng Makmur Industri*, November 2020, https://id.m.wikipedia.org/wiki/Langgeng_Makmur_Industri.

²² Langgeng Makmur Industri, "Langgeng Makmur Industri", *Langgeng Makmur Industri*, November 2020, https://upperline.id/profile/profile_detail/langgeng-makmur-industri.

²³ PT. Martina Berto Tbk, "PT Martina Berto Tbk", *PT Martina Berto Tbk*, Oktober 2020, <http://www.martinaberto.co.id/company.php?page=history&lang=id>.

penawaran umum perdana dan mencatatkan sahamnya di Bursa Efek Indonesia.²⁴

r. Nippon Indosari Corpindo Tbk. (ROTI)

Perusahaan ini didirikan pada tahun 1995 sebagai sebuah perusahaan Penanaman Modal Asing bernama PT Nippon Indosari Corporation. Perusahaan ini merubah nama Perseroan dari PT Nippon Indosari Corporation menjadi PT Nippon Indosari Corpindo. Perusahaan ini melakukan penawaran umum saham perdananya pada tanggal 28 Juni 2010 di Bursa Efek Indonesia (BEI).²⁵

s. Industri Jamu dan Farmasi Sido Muncul Tbk. (SIDO)

Perusahaan ini berawal dari usaha susu perah terbesar bernama Melkrey yang dijalankan oleh pasangan suami istri Bapak Siem Thiam Hie dan Ibu Rakhmat Sulistio. Pada tahun 1975, dibentuklah Perseroan Terbatas dengan nama PT Industri Jamu dan Farmasi Sido Muncul (sebelumnya berbentuk CV pada tahun 1970). Pada tanggal 18 Desember 2013, Sido Muncul resmi tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI) dengan kode emiten “SIDO”. Pada tahun 2019.²⁶

t. Mandom Indonesia Tbk. (TCID)

²⁴ Mustika Ratu, “Mustika Ratu”, *Mustika Ratu*, November 2020, <https://mustika-ratu.co.id/milestones/>.

²⁵ PT Nippon Indosari Corpindo, “Sari Roti”, *Sari Roti*, Oktober 2020, <https://www.sariroti.com/tentang-sari-roti/#sejarah>.

²⁶ Sido Muncul, “Sido Muncul”, *Sido Muncul*, November 2020, <https://sidomuncul.co.id/id/history.html>.

TCID berawal dari perusahaan *joint venture* antara Mandom Corporation, Jepang dan PT The City Factory. Perusahaan ini didirikan dengan nama PT Tancho Indonesia dan pada tahun 2001 berganti menjadi PT Mandom Indonesia Tbk. Saat ini Perseroan berkantor pusat di Wisma 46 Kota BNI, Lt.7, Jl. Jend. Sudirman Kav. 1, Jakarta.²⁷

u. Tempo Scan Pacific Tbk. (TSPC)

TSPC merupakan perusahaan yang didirikan di Jakarta pada tanggal 3 November 1953. Perusahaan ini resmi tercatat di Bursa Efek Indonesia sejak tanggal 17 Juni 1994. Perseroan ini dibentuk melalui proses restrukturisasi pada tahun 1991 dan semula Perseroan bernama PT Scanchemie yang pada tahun 1970 memulai kegiatan produksi komersial produk farmasi dalam skala besar.²⁸

v. Ultra Jaya Milk Industry & Trading Company, Tbk. (ULTJ)

Ultrajaya Milk (IDX: ULTJ) adalah perusahaan multinasional yang memproduksi minuman yang bermarkas di Padalarang, Kab. Bandung Barat, Jawa Barat. Perusahaan ini awalnya adalah industri rumah tangga yang didirikan pada tahun 1958, kemudian menjadi suatu entitas perseroan terbatas (PT) pada tahun 1971. Perusahaan ini merupakan pionir di bidang

²⁷ Mandom Indonesia Tbk, "Mandom", *Mandom*, November 2020, <https://www.mandom.co.id/id/company-in-brief>.

²⁸ Wikipedia, "Tempo Scan", *Tempo Scan*, November 2020, https://id.m.wikipedia.org/wiki/Tempo_Scan.

industri minuman dalam kemasan di Indonesia, dan sekarang memiliki mesin pemroses minuman tercanggih se-Asia Tenggara.²⁹

w. Unilever Indonesia Tbk. (UNVR)

Unilever Indonesia pertama kali berdiri pada tanggal 5 Desember 1933 dengan nama “Lever’s Zeepfabrieken N.V.” yang berdomisili di daerah Angke, Jakarta Utara. Pada tanggal 22 Juli 1980, perusahaan ini berubah nama menjadi “PT Unilever Indonesia”. Perubahan nama kembali terjadi pada tanggal 30 Juni 1997 menjadi “PT Unilever Indonesia Tbk”.³⁰

Tabel 1.1: Tabulasi *Firm Size, Asset Growth, Free Cash Flow, dan Dividend Payout Ratio*

PERUSAHAAN	TAHUN	FS	AG	FCF	DPR
ADES	2017	27.46	0.09	0.10	0.00
	2018	27.50	0.05	0.92	0.00
	2019	27.44	-0.07	1.01	0.00
BTEK	2017	29.30	0.09	0.03	0.00
	2018	29.27	-0.03	0.21	0.00
	2019	29.24	-0.04	0.02	0.00
BUDI	2017	28.71	0.00	0.02	0.39
	2018	28.85	0.15	0.01	0.45
	2019	28.73	-0.12	0.09	0.18
CEKA	2017	27.96	-0.02	0.15	0.83
	2018	27.79	-0.16	0.25	0.29
	2019	27.96	0.19	0.33	0.28
CINT	2017	26.89	0.19	0.07	0.19
	2018	26.92	0.03	0.02	0.65
	2019	26.98	0.06	0.00	0.54
DVLA	2017	28.13	0.07	0.14	0.69

²⁹ Wikipedia, “Ultrajaya Milk”, *Ultrajaya Milk*, November 2020, https://id.m.wikipedia.org/wiki/Ultrajaya_Milk.

³⁰ Unilever Indonesia, “Unilever”, *Unilever*, November 2020, <https://www.unilever.co.id/about/who-we-are/our-history/>.

	2018	27.82	-0.27	0.02	0.60
	2019	28.23	0.51	0.15	0.54
ICBP	2017	31.08	0.09	0.16	0.55
	2018	31.17	0.09	0.14	0.58
	2019	31.29	0.13	0.19	0.31
IKP	2017	26.47	-0.14	0.01	0.00
	2018	26.42	-0.05	0.00	0.00
	2019	26.68	0.29	0.00	0.00
INAF	2017	28.06	0.11	0.10	0.00
	2018	28.00	-0.06	-0.05	0.00
	2019	27.96	-0.04	0.02	0.00
INDF	2017	32.11	0.08	0.07	0.53
	2018	32.20	0.09	0.06	0.70
	2019	32.20	0.00	0.14	0.33
KAEF	2017	29.62	0.58	0.00	0.16
	2018	30.06	0.56	0.02	0.24
	2019	30.54	0.62	-0.10	5.24
KICI	2017	32.64	0.07	0.00	0.00
	2018	32.67	0.03	0.00	0.00
	2019	32.66	-0.01	0.98	0.00
KINO	2017	28.81	-0.01	0.07	0.33
	2018	28.91	0.11	0.04	0.26
	2019	29.18	0.31	0.00	0.16
KLBF	2017	30.44	0.09	0.12	0.43
	2018	30.53	0.09	0.15	0.48
	2019	30.64	0.12	0.12	0.49
LMPI	2017	27.45	0.03	0.02	0.00
	2018	27.39	-0.06	0.04	0.00
	2019	27.33	-0.06	0.02	0.00
MBTO	2017	27.38	0.10	0.04	0.00
	2018	27.20	-0.17	0.01	0.00
	2019	27.11	-0.09	0.02	0.00
MRAT	2017	26.93	0.03	0.02	0.00
	2018	26.96	0.03	0.01	0.00
	2019	27.00	0.04	0.01	0.00
ROTI	2017	29.15	0.56	0.08	0.50
	2018	29.11	-0.04	0.07	0.21
	2019	29.17	0.07	0.10	0.20
SIDO	2017	28.78	0.06	0.20	0.58

	2018	28.84	0.06	0.25	0.99
	2019	28.89	0.06	0.24	0.79
TCID	2017	28.49	0.08	0.15	0.46
	2018	28.53	0.04	0.08	0.48
	2019	28.57	0.04	0.05	0.58
TSPC	2017	29.64	0.13	0.07	0.40
	2018	29.69	0.06	0.05	0.37
	2019	29.76	0.06	0.11	0.35
ULTJ	2017	29.28	0.22	0.21	0.07
	2018	29.35	0.07	0.10	0.23
	2019	29.52	0.19	0.17	0.14
UNVR	2017	30.57	0.13	0.37	0.93
	2018	30.64	0.08	0.40	0.76
	2019	30.66	0.02	0.42	1.24

Sumber: Diolah peneliti

C. Uji Asumsi Klasik

1. Normalitas

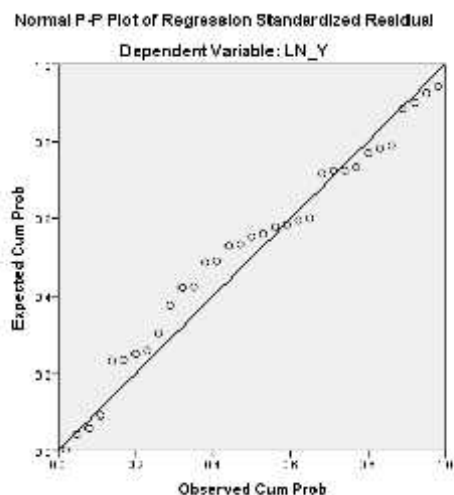
Uji normalitas adalah sebuah uji yang dilakukan dengan tujuan untuk mengetahui apakah suatu data berdistribusi mengikuti atau mendekati sebaran normal.³¹ Tujuan lain dari uji ini adalah untuk mengetahui jumlah sampel yang digunakan dalam suatu penelitian sudah representatif atau belum sehingga kesimpulan penelitian yang dilakukan dapat dipertanggung jawabkan.³² Uji normalitas dalam penelitian ini menggunakan 2 macam pengujian, yakni dengan melihat sebaran titik-titik data pada P-P Plot dan uji Kolmogorov-Smirnov.

a. P-P Plot

Pada uji ini, suatu data dapat dikatakan berdistribusi normal jika sebaran titik-titik data mengikuti garis diagonal.

³¹ Widia Permana, dkk, *Perpustakaan Nasional: Katalog dalam Terbitan (KDT) Layanan Perpustakaan via Mobile Data* (Malang: Universitas Brawijaya Press, 2012), hlm. 93.

³² Tedi Rusman, *Statistika Penelitian: Aplikasinya dengan SPSS* (Yogyakarta: Graha Ilmu, 2015), hlm. 43.



Gambar 4.1: Hasil P-P Plot

Pada hasil *Output SPSS Normal P-P Plot Regression Standardized-Residual* di atas terlihat titik-titik data yang digunakan dalam penelitian ini tersebar mengikuti garis diagonal. Hal ini menunjukkan bahwa data penelitian berdistribusi normal.

b. Uji Kolmogorov-Smirnov

Kriteria pengambilan keputusan dalam uji Kolmogorov-Smirnov adalah sebagai berikut:

- 1) Apabila nilai *probability sig 2 tailed* $> 0,05$, maka data berdistribusi normal.
- 2) Apabila nilai *probability sig 2 tailed* $< 0,05$, maka data tidak berdistribusi normal.³³

³³ Imam Machali, *Metode Penelitian Kuantitatif* (Yogyakarta: Program Studi Manajemen Pendidikan Islam Fakultas Ilmu Tarbiyah dan Keguruan UIN Sunan Kalijaga Yogyakarta, 2016), 246.

Tabel 4.2: Hasil Uji Kolmogorov-Smirnov

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test		Unstandardized Residual
N		33
Normal Parameters ^{a,b}	Mean	0E-7
	Std. Deviation	.51893550
	Absolute	.122
Most Extreme Differences	Positive	.078
	Negative	-.122
Kolmogorov-Smirnov Z		.702
Asymp. Sig. (2-tailed)		.709

a. Test distribution is Normal.

b. Calculated from data.

Pada hasil *output* SPSS *One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test* di atas terlihat bahwa hasil nilai *probability sig 2 tailed* sebesar 0,709. Hal ini menunjukkan bahwa nilai *probability sig 2 tailed* $0,709 > 0,05$. Dengan ini dapat diambil kesimpulan bahwa data berdistribusi normal.

2. Multikolinearitas

Penggunaan uji ini bertujuan untuk mengetahui ada atau tidaknya korelasi yang signifikan di antara variabel dependen (bebas). Jika terjadi korelasi yang signifikan antara variabel dependen (bebas), hal ini menyatakan bahwa terdapat aspek yang sama diukur pada variabel dependen (bebas). Jika hal ini terjadi, maka tidak dapat digunakan untuk mengukur kontribusi secara simultan variabel dependen (bebas) terhadap variabel independen (terikat). Uji multikolinearitas ini dapat dilakukan dengan berpatokan pada nilai VIF (*Variance Inflation Factor*) dan koefisien korelasi antar variabel dependen (*Tolerance*). Kriteria yang dipakai dalam uji multikolinearitas ini adalah sebagai berikut:

- a. Apabila nilai *Tolerance* > 0,1 atau nilai VIF < 10, maka dikatakan model regresi tidak terdapat masalah multikolinearitas.
- b. Apabila nilai *Tolerance* < 0,1 atau nilai VIF > 10, maka dikatakan model regresi terdapat masalah multikolinearitas.³⁴

Tabel 4.3: Hasil Uji Multikolinearitas

Coefficients ^a							
Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	-8.690	7.611		-1.142	.263	
	LN_X1	2.133	2.229	.158	.957	.346	.956
	LN_X2	-.339	.128	-.431	-2.651	.013	.985
	LN_X3	.071	.114	.104	.624	.538	.942

a. Dependent Variable: LN_Y

Dari hasil *Output* SPSS tabel *Coefficients* di atas menunjukkan bahwa VIF FS = 1,046, VIF AG = 1,016, dan VIF FCF = 1,062. Dengan ini menyatakan bahwa nilai VIF < 10. Untuk nilai *Tolerance* FS = 0,956, *Tolerance* AG = 0,985, *Tolerance* FCF = 0,942. Hal ini menunjukkan bahwa nilai *Tolerance* > 0,1. Maka dapat disimpulkan bahwa model regresi yang digunakan dalam penelitian ini tidak terjadi masalah multikolinearitas.

3. Heteroskedastisitas

Uji heteroskedastisitas ini dimaksudkan untuk mengetahui apakah terdapat varian variabel yang tidak sama dalam model regresi yang digunakan.³⁵

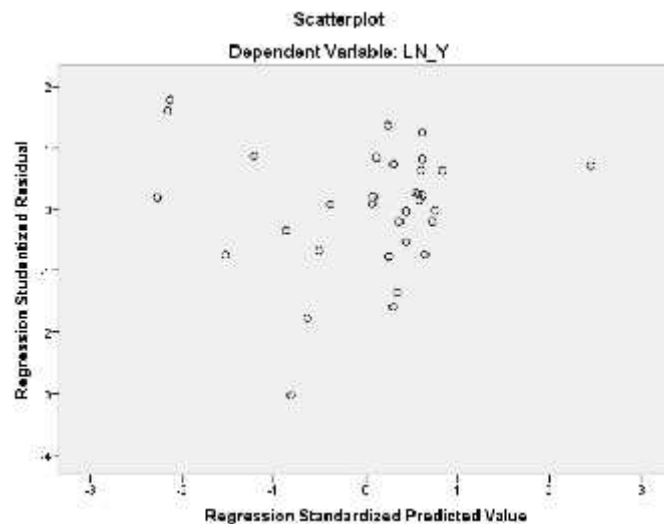
Uji heteroskedastisitas dalam penelitian ini menggunakan 2 uji, yakni melihat grafik *Scatterplot* dan menggunakan metode Park Gleyser.

³⁴ Machali, *Metode Penelitian Kuantitatif*, 107.

³⁵ Machali, 97.

a. Grafik *Scatterplot*

Tidak terjadi gejala heteroskedastisitas jika tidak ada pola yang jelas (bergelombang, melebar kemudian menyempit) pada gambar scatterplot, serta titik-titik menyebar di atas dan di bawah angka 0 pada sumbu Y.



Gambar 4.2: Hasil Scatterplot

Pada gambar *Scatterplot* hasil *Output* SPSS di atas dapat diketahui bahwa tidak ada pola yang jelas pada gambar scatterplot, serta titik-titik menyebar di atas dan di bawah angka 0 pada sumbu Y. Berdasarkan hal tersebut dapat diambil kesimpulan bahwa tidak terjadi gejala heteroskedastisitas pada model regresi yang digunakan.

b. Uji Park Gleyser

Kriteria dalam pengambilan keputusan uji heteroskedastisitas menggunakan uji Park Gleyser adalah sebagai berikut:

- 1) Apabila nilai signifikansi/probabilitas $< 0,05$ maka terjadi masalah heteroskedastisitas dalam model regresi.

2) Apabila nilai signifikansi/probabilitas $> 0,05$ maka tidak terjadi masalah heteroskedastisitas dalam model regresi.

Tabel 4.4: Hasil Uji Park Gleyser

ANOVA ^a						
Model	Sum of Squares	Df	Mean Square	F	Sig.	
1	Regression	.863	3	.288	2.831	.056 ^b
	Residual	2.946	29	.102		
	Total	3.808	32			

a. Dependent Variable: ABS_RES_2

b. Predictors: (Constant), LN_X3, LN_X2, LN_X1

Awalnya, data mengalami gejala mutikolinearitas, sehingga dilakukan upaya penyembuhan dengan teknik transformasi data ke bentuk Logaritma Natural (Ln). Hal ini menyebabkan data berkurang yang awalnya berjumlah 69 data menjadi 33 data penelitian. Pada hasil *Output* SPSS tabel Anova di atas dapat dilihat bahwa nilai signifikansi = 0,056. Hal ini berarti bahwa nilai signifikansi $0,056 > 0,05$. Maka dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat gejala heteroskedastisitas dalam model regresi yang digunakan dalam penelitian ini.

4. Autokorelasi

Uji autokorelasi dilakukan untuk mengetahui aada tidaknya korelasi antardata yang dianalisis. Terdapat beberapa cara dalam pengujian autokorelasi ini, di antaranya dengan menggunakan metode Durbin-Watson, metode uji statistik non-parametik, metode grafik, dan metode *runs test*. Metode yang digunakan dalam penelitian ini adalah metode *runs test*. Dasar pengambilan keputusan dalam metode *run test* adalah sebagai berikut:

- a. Jika nilai *Asymp. Sig. (2-tailed)* < 0,05 maka dapat disimpulkan bahwa model regresi terdapat gejala autokorelasi.
- b. Jika nilai *Asymp. Sig. (2-tailed)* > 0,05 maka dapat disimpulkan bahwa model regresi tidak terdapat gejala autokorelasi.

Tabel 4.5: Hasil Uji Autokorelasi

Runs Test	
	Unstandardized Residual
Test Value ^a	.07495
Cases < Test Value	16
Cases >= Test Value	17
Total Cases	33
Number of Runs	13
Z	-1.411
Asymp. Sig. (2-tailed)	.158

a. Median

Pada hasil *Output SPSS* tabel *Runs Test* dapat diketahui bahwa nilai *Asymp. Sig. (2-tailed)* sebesar 0,158 > 0,05. Maka, kesimpulan dari uji *Runs Test* ini adalah tidak terdapat gejala autokorelasi dalam model regresi yang digunakan.

D. Pembuktian Hipotesis

1. Uji Analisis Regresi Linear Berganda

Teknis analisis yang digunakan dalam penelitian ini merupakan analisis regresi linear berganda. Regresi linear berganda merupakan teknis analisis regresi dengan lebih dari satu variabel independen (bebas) dan variabel dependen (terikat) tunggal. Analisis regresi linear berganda digunakan untuk mengetahui variabilitas Model persamaan regresi linear berganda: $Y = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \dots + \beta_n X_n + \epsilon$. Karena variabel independen dalam penelitian ini ada 3, maka model persamaan regresi linear berganda dalam penelitian ini adalah: $Y = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \epsilon$.

Tabel 4.6: Hasil Uji Analisis Regresi Linear Berganda

Coefficients ^a							
Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	-8.690	7.611		-1.142	.263	
	LN_X1	2.133	2.229	.158	.957	.346	.956
	LN_X2	-.339	.128	-.431	-2.651	.013	.985
	LN_X3	.071	.114	.104	.624	.538	1.062

a. Dependent Variable: LN_Y

Berdasarkan hasil *Output* SPSS tabel *Coefficients* dapat diketahui bahwa nilai $\beta_0 = -8,690$, nilai $\beta_1 = 2,133$, nilai $\beta_2 = -0,339$, dan nilai $\beta_3 = 0,071$. Sehingga model regresi linear berganda yang terbentuk dalam penelitian ini adalah: $Y = -8,690 + 2,133X_1 - 0,339X_2 + 0,071X_3 + \epsilon$. Hasil interpretasi model regresi sebagai berikut:

- $\beta_0 = -8,690$ menunjukkan bahwa apabila nilai variabel independen bernilai tetap (konstan), maka nilai variabel dependen (DPR) sebesar -8,690.
- Berdasarkan model regresi linear berganda yang terbentuk $Y = -8,690 + 2,133X_1 - 0,339X_2 + 0,071X_3 + \epsilon$, koefisien X_1 bernilai positif atau berbanding lurus dengan variabel dependen Y, yang berarti setiap kenaikan *firm size* (ukuran perusahaan) sebesar satu satuan maka *Dividend Payout Rationya* diprediksi akan mengalami kenaikan sebesar 2,133 pada saham industri barang konsumsi yang terdaftar di ISSI dengan asumsi bahwa variabel independen yang lain tetap atau tidak berubah.
- Berdasarkan model regresi linear berganda yang terbentuk $Y = -8,690 + 2,133X_1 - 0,339X_2 + 0,071X_3 + \epsilon$, koefisien X_2 bernilai negatif atau berbanding terbalik dengan variabel dependen Y, yang berarti setiap

kenaikan *Asset Growth* (pertumbuhan aset) sebesar satu satuan maka *Dividend Payout Rationya* diprediksi akan mengalami penurunan sebesar 0,339 pada saham industri barang konsumsi yang terdaftar di ISSI dengan asumsi bahwa variabel independen yang lain tetap atau tidak berubah.

- d. Berdasarkan model regresi linear berganda yang terbentuk $Y = -8,690 + 2,133X_1 - 0,339X_2 + 0,071X_3 + \dots$, koefisien X_3 bernilai positif atau berbanding lurus dengan variabel dependen Y, yang berarti setiap kenaikan *free cash flow* (arus kas bebas) sebesar satu satuan maka *Dividend Payout Rationya* diprediksi akan mengalami kenaikan sebesar 0,071 pada saham industri barang konsumsi yang terdaftar di ISSI dengan asumsi bahwa variabel independen yang lain tetap atau tidak berubah.

2. Uji t atau Uji Parsial

Uji t adalah uji pada setiap variabel independen (bebas) secara individu dalam penelitian untuk mengetahui pengaruh dari masing-masing variabel independen terhadap variabel dependen. Dalam penelitian ini, digunakan 2 cara untuk pengujian t (parsial), yakni melihat nilai signifikansi dan membandingkan antara t_{hitung} dengan t_{tabel} .

- a. Nilai signifikansi

Dasar pengambilan keputusan dalam uji t menggunakan nilai signifikansi adalah jika nilai sig. $< 0,05$ maka artinya variabel independen X secara parsial berpengaruh terhadap variabel dependen Y.

Tabel 4.7: Hasil Signifikansi Uji Parsial (Uji t)

Coefficients ^a							
Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	-8.690	7.611		-1.142	.263	
	LN_X1	2.133	2.229	.158	.957	.346	.956
	LN_X2	-.339	.128	-.431	-2.651	.013	.985
	LN_X3	.071	.114	.104	.624	.538	.942

a. Dependent Variable: LN_Y

Berdasarkan *output* SPSS tabel *Coefficients* di atas dapat diketahui bahwa nilai signifikan:

FS = 0,346 > 0,05, yang berarti tidak terdapat pengaruh *firm size* terhadap *dividend payout ratio* secara parsial.

AG = 0,013 < 0,05, yang berarti terdapat pengaruh *asset growth* terhadap *dividend payout ratio* secara parsial.

FCF = 0,538 > 0,05, yang berarti tidak terdapat pengaruh *free cash flow* terhadap *dividend payout ratio* secara parsial.

b. t_{hitung} VS t_{tabel}

Dasar pengambilan keputusan dalam uji ini adalah:

- 1) Apabila $t_{hitung} > t_{tabel}$ maka terdapat pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen secara parsial.
- 2) Apabila $t_{hitung} < t_{tabel}$ maka tidak terdapat pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen secara parsial.

Cara menghitung t_{tabel} adalah: (/2; n-k-1)

$$(0,05/2; 33-3-1)$$

$$(0,025; 29)$$

$$2,042$$

Tabel 4.8: Hasil t_{hitung} vs t_{tabel} Uji Parsial (Uji t)

Coefficients ^a								
Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics		
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF	
1	(Constant)	-8.690	7.611		-1.142	.263		
	LN_X1	2.133	2.229	.158	.957	.346	.956	1.046
	LN_X2	-.339	.128	-.431	-2.651	.013	.985	1.016
	LN_X3	.071	.114	.104	.624	.538	.942	1.062

a. Dependent Variable: LN_Y

Berdasarkan *output* SPSS tabel *Coefficients* di atas dapat dijelaskan bahwa:

a) *Firm Size* (Ukuran Perusahaan)

Hasil *output* SPSS di atas diketahui bahwa nilai t_{hitung} sebesar $0,957 < 2,042$ dengan signifikansi $0,346$ dengan arah koefisien positif. Hal ini menyatakan menerima H_0 dan menolak H_a . Dengan ini dapat disimpulkan bahwa variabel *firm size* tidak berpengaruh terhadap variabel dependen *dividend payout ratio* secara parsial.

b) *Asset Growth* (Pertumbuhan Aset)

Hasil *output* SPSS di atas diketahui bahwa nilai t_{hitung} sebesar $-2,651 > 2,042$ dengan signifikansi $0,013$ dengan arah koefisien negatif. Hal ini menyatakan menolak H_0 dan menerima H_a . Dengan ini dapat disimpulkan bahwa variabel *asset growth* berpengaruh negatif signifikan terhadap variabel dependen *dividend payout ratio* secara parsial.

c) *Free Cash Flow* (Arus Kas Bebas)

Hasil *output* SPSS di atas diketahui bahwa nilai t_{hitung} sebesar $0,624 < 2,042$ dengan signifikansi $0,538$ dengan arah koefisien positif. Hal ini menyatakan menerima H_0 dan menolak H_a . Dengan ini dapat disimpulkan bahwa variabel *free cash flow* tidak berpengaruh terhadap variabel dependen *dividend payout ratio* secara parsial.

3. Uji F atau Uji Simultan

Dalam penelitian ini uji F dilakukan pada variabel independen *firm size*, *asset growth*, dan *free cash flow* terhadap variabel dependen *dividend payout ratio* secara bersama-sama. Pada penelitian ini, untuk mengetahui uji F dilakukan dengan 2 cara, yaitu melihat nilai signifikansi dan membandingkan nilai F_{hitung} dengan F_{tabel} .

a. Nilai signifikansi

Dasar pengambilan keputusan jika nilai sig. $< 0,05$ maka artinya variabel independen X secara simultan berpengaruh terhadap variabel dependen Y.

Tabel 4.9: Hasil Signifikansi Uji Simultan (Uji F)

ANOVA ^a					
Model	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1 Regression	2.770	3	.923	3.107	.042 ^b
Residual	8.617	29	.297		
Total	11.387	32			

a. Dependent Variable: LN_Y

b. Predictors: (Constant), LN_X3, LN_X2, LN_X1

Berdasarkan *output* SPSS tabel Anova, dapat diketahui bahwa nilai signifikansi = $0,042$, yang berarti nilai signifikansi $0,042 < 0,05$. Maka dapat disimpulkan bahwa seluruh atau setidaknya ada satu variabel

independen yang berpengaruh terhadap variabel dependen yakni *dividend payout ratio* pada perusahaan sektor industri barang konsumsi yang terdaftar di ISSI.

b. F_{hitung} vs F_{tabel} .

Dasar pengambilan keputusan dalam uji ini adalah:

- 1) Apabila nilai $F_{hitung} > F_{tabel}$ maka artinya variabel independen X secara simultan berpengaruh terhadap Y.
- 2) Apabila nilai $F_{hitung} < F_{tabel}$ maka artinya variabel independen X secara simultan tidak berpengaruh terhadap variabel Y.

Rumus mencari F_{tabel} : (k; n-k)

(3; 33-3)

(3; 30)

2,92

Tabel 4.10: Hasil F_{hitung} vs F_{tabel} Uji Simultan (Uji F)

ANOVA ^a						
Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	2.770	3	.923	3.107	.042 ^b
	Residual	8.617	29	.297		
	Total	11.387	32			

a. Dependent Variable: LN_Y

b. Predictors: (Constant), LN_X3, LN_X2, LN_X1

Berdasarkan tabel Anova di atas, dapat diketahui bahwa nilai $F_{hitung} = 3,107$ dengan tingkat signifikansi sebesar 0,042, sedangkan nilai F_{tabel} 2,92. Hal ini menunjukkan bahwa F_{hitung} $3,107 > 2,92$. Dengan begitu, H_0 ditolak dan H_a diterima. Maka, dapat disimpulkan bahwa variabel independen yang berpengaruh terhadap variabel dependen secara simultan. Dalam hal ini variabel *firm size*, *asset growth*, dan *free cash flow* berpengaruh secara

simultan terhadap *dividend payout ratio* di perusahaan sektor industri barang konsumsi yang terdaftar di ISSI.

4. Koefisien Determinasi

Koefisien determinasi merupakan besar kontribusi variabel bebas terhadap variabel terikat.³⁶ Koefisien determinasi ini nantinya akan menjelaskan seberapa besar pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen.

Tabel 4.11: Hasil Uji Koefisien Determinasi

Model Summary ^b					
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.493 ^a	.243	.165	.54512	1.423

a. Predictors: (Constant), LN_X3, LN_X2, LN_X1

b. Dependent Variable: LN_Y

Berdasarkan *output* SPSS tabel *Model Summary* di atas dapat diketahui bahwa nilai *R Square* = 0,243 atau bila dikonversikan dalam bentuk persentase = 24,3% variasi yang bisa dijelaskan oleh tiga variabel independen *firm size*, *asset growth*, dan *free cash flow*. Sedangkan sisanya sebesar 75,7% dijelaskan oleh variabel lain di luar penelitian ini.

E. Pembahasan

1. Pengaruh *Firm Size* Terhadap *Dividend Payout Ratio*

Berdasarkan hasil pengujian diketahui bahwa nilai t_{hitung} sebesar $0,957 < 2,042$ dengan signifikansi 0,346 dengan arah koefisien positif. Hal ini menyatakan menerima H_0 dan menolak H_a . Dengan ini bisa ditarik kesimpulan bahwa variabel

³⁶ M. Thoha B. Sampurna Jaya dan Alben Ambarita, *Statistik Terapan dalam Pendidikan* (Yogyakarta: Media Akademi, 2016), hlm. 132.

firm size tidak berpengaruh terhadap variabel dependen *dividend payout ratio* pada perusahaan sektor industri barang konsumsi yang terdaftar di ISSI. Hal ini berarti besar atau kecilnya *firm size* suatu perusahaan tidak memberikan pengaruh terhadap rasio pembayaran dividen oleh perusahaan kepada para pemegang saham.

Meningkatnya *firm size* tidak berpengaruh bagi perusahaan sebagaimana pendapat Kristina Simbolon dan Djoko Sampurno yang menyatakan bahwa tidak signifikannya variabel *firm size* terhadap *dividend payout ratio* menyatakan bahwa besarnya suatu perusahaan belum bisa dipastikan bahwa perusahaan tersebut akan membagikan dividen yang lebih tinggi kepada para pemegang saham. Perusahaan bisa saja perusahaan lebih memilih untuk menahan labanya (*retained earning*) untuk kepentingan membiayai pertumbuhan perusahaan. Hal ini dibuktikan dengan banyaknya perusahaan besar yang membagikan dividen tidak lebih besar daripada perusahaan dengan aset yang lebih kecil.³⁷

Hal ini juga selaras dengan penelitian yang dilakukan oleh Wisriati Laim dkk yang menyatakan bahwa tidak ada pengaruh *firm size* terhadap *dividend payout ratio* karena *firm size* suatu perusahaan belum bisa menjamin bahwa perusahaan tersebut akan membayarkan dividen yang tinggi kepada para investor dalam bentuk saham maupun dalam bentuk dana tunai.³⁸ Pada penelitian ini menunjukkan bahwa *firm size* tidak berpengaruh terhadap *dividend payout ratio*, artinya ukuran perusahaan yang besar akan mengurangi pendistribusian laba terhadap investor dalam bentuk dividen.

³⁷ Kristina Simbolon dan Djoko Sampurno, "Analisis Pengaruh Firm Size," *Diponegoro Journal of Management* 6, no. 3 (2017): 1–2.

³⁸ Wisriati Laim, "Analisis Faktor-Faktot yang Mempengaruhi Dividend Payout Ratio," *Jurnal EMBA* 3, no. 1 (Maret 2015): 1129–40.

Hasil yang didapatkan dari penelitian ini tidak sesuai dengan riset Yudha Atmoko dkk yang menyatakan bahwa *firm size* berpengaruh positif signifikan terhadap *dividend payout ratio*. Pada penelitiannya Yudha Atmoko menyatakan bahwa dengan adanya kemudahan akses perusahaan dengan ukuran besar ke pasar modal memungkinkan pembagian dividen yang lebih besar kepada para investor.³⁹ Kemudahan akses tersebut menjadi faktor yang menguntungkan perusahaan untuk mendapatkan dana dari pasar modal yang lebih besar yang pada akhirnya akan menyebabkan rasio pembagian dividen akan lebih besar. Total aset yang besar yang dimiliki perusahaan dijadikan jaminan oleh perusahaan terkait untuk memperoleh pinjaman yang pada akhirnya akan digunakan kembali untuk menambah aset perusahaan demi mendukung operasional dan menambah penjualan perusahaan. Hasil penjualan perusahaan yang besar inilah yang menyebabkan rasio pembagian dividen menjadi lebih besar.

Berdasarkan data di laporan keuangan tahunan perusahaan-perusahaan industri barang konsumsi yang menjadi sampel dalam penelitian ini diketahui bahwa sebagian besar perusahaan di sektor ini melalui Rapat Umum Pemegang Saham menyetujui untuk menggunakan keseluruhan atau sebagian besar laba bersih di tahun berjalan untuk digunakan sebagai laba ditahan guna memperkuat ekuitas perusahaan atau untuk keperluan lain seperti membayar utang perusahaan. Bahkan sebagian perusahaan tidak membagikan dividen kepada pemegang saham meskipun mereka memperoleh laba, dengan artian pada tahun berjalan perusahaan tersebut tidak mengalami kerugian. Salah satu contoh perusahaan sampel dalam penelitian ini adalah perusahaan Akasha Wira International Tbk.

³⁹ Yudha Atmoko, dkk, "Pengaruh Return On Assets," *KINERJA* 14, no. 2 (2017): 104.

(ADES) yang memilih menjadikan seluruh laba bersihnya menjadi laba ditahan untuk kepentingan memperkuat ekuitas perusahaan tersebut. Sehingga selama 3 tahun penelitian, perusahaan ini tidak pernah memberikan dividen kepada para investor. Pada perusahaan lain juga melakukan hal yang sama, rata-rata perusahaan menetapkan sebagian besar laba bersih yang mereka peroleh sebagai laba ditahan. Sementara untuk rasio pembayaran dividen hanya berkisar di bawah 30% dari laba yang diperoleh.

Berdasarkan data dari laporan keuangan dan hasil penelitian, dapat ditarik kesimpulan bahwa terdapat kesesuaian antara hasil perhitungan dan kenyataan yang terjadi di sektor industri barang konsumsi, bahwa *firm size* tidak berpengaruh terhadap rasio pembagian dividen kepada para investor. Hal ini berarti bahwa ukuran perusahaan tidak menjamin pembagian dividen yang tinggi.

2. Pengaruh *Asset Growth* Terhadap *Dividend Payout Ratio*

Berdasarkan hasil pengujian diketahui bahwa nilai t_{hitung} sebesar -2,651 > 2,042 dengan signifikansi 0,013 dengan arah koefisien negatif. Hal ini menyatakan menolak H_0 dan menerima H_a . Dengan ini dapat disimpulkan bahwa variabel *asset growth* berpengaruh negatif signifikan terhadap *dividend payout ratio* pada perusahaan *consumer goods* yang terdaftar di ISSI. Hal ini menunjukkan bahwa variabel *asset growth* memiliki pengaruh yang bertolak belakang terhadap *dividend payout ratio*. Artinya, semakin rendah *asset growth*, maka *dividend payout rationya* akan semakin tinggi. Begitu pula sebaliknya, semakin tinggi *asset growth*, maka *dividend payout ratio* akan semakin rendah.

Hasil yang sama diperoleh penelitian yang dilakukan oleh Martha dan Cicilia Juliani yang memperoleh hasil *asset growth* berpengaruh negatif signifikan terhadap *dividend payout ratio*. Hal ini disebabkan karena semakin cepat pertumbuhan suatu perusahaan, maka semakin banyak pula dana yang dibutuhkan oleh perusahaan untuk ekspansi usahanya. Semakin besar kebutuhan biaya di masa yang akan datang, maka perusahaan cenderung semakin ingin untuk menahan labanya untuk digunakan sebagai *retained earnings*.⁴⁰ Sehingga dapat disimpulkan bahwa semakin tinggi pendanaan internal yang dibutuhkan oleh perusahaan yang dapat mengurangi laba, maka semakin sedikit laba yang akan dibagikan kepada investor dalam bentuk dividen. Pertumbuhan aset yang dimiliki oleh perusahaan sering kali digunakan untuk kegiatan operasional perusahaan sehingga banyak aset perusahaan yang ditahan dan tidak ada pengaruhnya terhadap kenaikan rasio pembayaran dividen (DPR). Semakin besar tingkat pertumbuhan suatu perusahaan, maka akan semakin besar pula tingkat kebutuhan dana untuk membiayai total aset perusahaan. Sehingga laba perusahaan digunakan untuk membiayai ekspansi atau pertumbuhan perusahaan daripada dibayarkan dalam bentuk dividen kepada para pemegang saham.

Hal serupa juga terdapat dalam penelitian Andri Indrawan dkk yang menyatakan bahwa *asset growth* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *dividen payout ratio*. Semakin tinggi tingkat pertumbuhan aset suatu perusahaan, maka semakin rendah kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajibannya untuk membayarkan dividen kepada para investor dikarenakan semakin besar bagian aset yang digunakan untuk ekspansi perusahaan. Teori Residual Dividen

⁴⁰ Martha dan Cicilia Juliani, "Effect of Current Ratio, Debt to Equity Ratio, Earning per Share, Return on Assets, and Asset Growth on Dividend Payout Ratio In LQ-45 Company Listed on Indonesia Stock Exchange Period 2010-2016," *KURS* 3, no. 1 (Juni 2018): 80–88

menyebutkan bahwa dividen hanya akan dibagikan kepada para investor jika terdapat kelebihan dana yang ada di perusahaan untuk membiayai proyek yang dianggap dapat memberikan keuntungan bagi perusahaan. Dengan kata lain, jika perusahaan memiliki suatu proyek yang dianggap menguntungkan seperti halnya ekspansi, maka perusahaan akan lebih cenderung untuk membayarkan dividen dalam jumlah yang rendah atau bahkan memilih untuk menahan laba di perusahaan.⁴¹ Hal berbeda ditunjukkan pada penelitian Febrinancy Valencia Putri dan Arry Widodo yang memperoleh hasil bahwa *asset growth* tidak berpengaruh terhadap rasio pembayaran dividen.⁴²

Perusahaan yang menjadi sampel dalam penelitian ini merupakan perusahaan-perusahaan *go public* yang memiliki aset mulai dari miliaran hingga di atas triliunan. Hal ini menandakan bahwa perusahaan yang menjadi sampel penelitian merupakan perusahaan dengan aset yang besar. Namun demikian, seiring berjalannya waktu, semakin banyak perusahaan-perusahaan lain yang memproduksi produk sejenis dengan perusahaan-perusahaan di sektor industri barang konsumsi. Salah satu upaya penanggulangan yang dilakukan adalah dengan perluasan usaha atau yang dikenal dengan istilah ekspansi. Semakin besar pertumbuhan perusahaan, maka semakin besar pula biaya yang harus dikeluarkan oleh perusahaan untuk menunjang usahanya, terlebih untuk masalah ekspansi.

Berdasarkan data yang diperoleh dari laporan keuangan perusahaan-perusahaan sektor industri barang konsumsi dapat diketahui bahwa perusahaan-perusahaan terkait banyak melakukan ekspansi secara berkelanjutan demi

⁴¹ Andri Indrawan, dkk, "Return on Equity, Current Ratio," *Jurnal Ilmiah Ilmu Ekonomi* 6, no. 11 (Oktober 2017): 5.

⁴² Febrinancy Valencia Putri dan Arry Widodo, "Pengaruh ROA, DER, dan AG Terhadap DPR," *Ecodemica* 4, no. 1 (April 2016): 56.

memperoleh pendapatan yang lebih besar di masa yang akan datang baik yang berskala besar maupun yang menengah. Contohnya seperti yang dilakukan oleh perusahaan BUDI yang pada tahun 2018 melakukan ekspansi 2 pabrik sekaligus. Selain dikarenakan ekspansi yang dilakukan perusahaan, perusahaan juga memiliki utang yang harus dibayarkan. Utang timbul karena usaha perusahaan untuk memenuhi kekurangan atau menambah modal yang dimiliki untuk kebutuhan operasional perusahaan.

Selain dari berita dan data yang diperoleh dari laporan keuangan perusahaan yang menjadi sampel penelitian, hasil perhitungan rata-rata *asset growth* selama periode penelitian menunjukkan hasil yang selaras dengan hasil uji yang dilakukan. Hasil perhitungan *asset growth* menunjukkan hampir seluruh sampel dengan *asset growth* yang lebih kecil memiliki kemampuan pembayaran dividen yang lebih tinggi. Hal ini bisa dilihat dari hasil perhitungan *asset growth* pada perusahaan Unilever dengan rata-rata *asset growth* 0,07 pembayaran dividennya mencapai 0,98. Contoh lainnya juga bisa dilihat pada perusahaan Sido Muncul (*asset growth* = 0,06, *dividend payout ratio* = 0,79) dan perusahaan Tempo Scan (*asset growth* = 0,05, *dividend payout ratio* = 0,51).

Hasil penelitian ini dapat ditarik kesimpulan bahwa *asset growth* memiliki pengaruh yang bertolak belakang dengan *dividend payout ratio*. Dengan kata lain, setiap kenaikan *asset growth* sebesar 1 satuan, maka *dividend payout ratio* mengalami penurunan sebesar 2,651 dengan asumsi variabel independen yang lain dianggap konstan.

3. Pengaruh *Free Cash Flow* Terhadap *Dividend Payout Ratio*

Berdasarkan hasil pengujian diketahui bahwa nilai t_{hitung} sebesar $0,624 < 2,042$ dengan signifikansi $0,538$ dengan arah koefisien positif. Hal ini menyatakan menerima H_0 dan menolak H_a . Dengan ini dapat disimpulkan bahwa variabel *free cash flow* tidak berpengaruh terhadap *dividend payout ratio* pada perusahaan sektor industri barang konsumsi yang terdaftar di ISSI.

Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian Alto Amano Andromiko Kafata dan Ulil Hartono yang menunjukkan hasil yang sama. Dalam penelitian tersebut menyatakan bahwa *free cash flow* tidak berpengaruh signifikan terhadap rasio pembayaran dividen. Hal ini berarti meskipun terdapat kas bebas yang besar di perusahaan, belum tentu memberikan sinyal positif bahwa perusahaan akan memberikan dividen yang besar.⁴³

Lain halnya dengan penelitian Sulfikram Harun dan Gregorius Jeandry yang memperoleh hasil *free cash flow* berpengaruh terhadap *dividend payout ratio* dengan arah negatif. Hal tersebut mempunyai arti bahwa semakin besar arus kas bebas yang ada di suatu perusahaan semakin membuat rasio pembayaran dividen menurun.⁴⁴ Artinya pengaruh *free cash flow* bertolak belakang dengan rasio pembayaran dividen. Begitu pula sebaliknya, saat arus kas bebas semakin kecil, maka *dividend payout ratio* akan semakin besar.

Tidak adanya signifikansi antara *free cash flow* dengan *dividend payout ratio* dikarenakan perusahaan menggunakan *free cash flow* untuk kegiatan investasi. Hal ini sesuai dengan teori yang dinamakan dengan teori Residual

⁴³ Alto Amano Andromiko Kafata dan Ulil Hartono, "Pengaruh Free Cash Flow Investment Opportunity Set," *Jurnal Ilmu Manajemen* 6, no. 1 (2018): 8.

⁴⁴ Sulfikram Harun dan Gregorius Jeandry, "Pengaruh Profitabilitas, Free Cash Flow," *Jurnal Riset Akuntansi* 5, no. 2 (Maret 2018): 133.

Dividen yang menjelaskan bahwa perusahaan hanya akan membayarkan dividen kepada para pemegang saham jika perusahaan tidak lagi mempunyai investasi yang dianggap dapat mendatangkan keuntungan bagi perusahaan di masa mendatang. Seperti yang dilakukan oleh perusahaan ADES yang memilih melakukan investasi di bidang teknologi dan sistem informasi demi mendukung kinerja perusahaan di zaman yang semakin maju seperti sekarang ini, atau yang dilakukan oleh perusahaan BUDI yang mengalami peningkatan kas namun perusahaan ini memilih untuk aktivitas investasi dan aktivitas pendanaan.

Berdasarkan fenomena yang terjadi, maka dapat ditarik kesimpulan bahwa rasio pembayaran dividen tidak tergantung pada besarnya arus kas yang dimiliki perusahaan terkait. Suatu perusahaan dengan arus kas yang tinggi tidak menjamin rasio pembayaran dividen yang diberikan kepada para pemegang saham akan semakin tinggi.