



**ANALISIS PENGARUH *PROFITABILITY*, *FIRM SIZE*, *LEVERAGE* DAN
PRICE EARNING RATIO TERHADAP *RETURN DEFENSIVE STOCKS*
DENGAN KEBIJAKAN DIVIDEN SEBAGAI VARIABEL MODERASI
(Studi pada Perusahaan Sektor Manufaktur 2015-2018)**

SKRIPSI

**Untuk Memperoleh Gelar Sarjana Ekonomi
pada Universitas Negeri Semarang**

Oleh

Ali Mahfudz

NIM 7311415151

**JURUSAN MANAJEMEN
FAKULTAS EKONOMI
UNIVERSITAS NEGERI SEMARANG
2020**

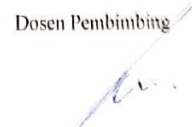
PERSETUJUAN PEMBIMBING

Skripsi ini telah disetujui oleh pembimbing untuk diajukan ke sidang *panitia ujian* skripsi pada

Hari : Jumat
Tanggal : 07 Februari 2020

Mengesahui,
Ketua Jurusan Manajemen

Deregatun Prihandono, S.E., M.M., Ph.D.
NIP: 197311092005011001

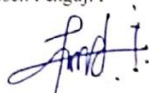
Dosen Pembimbing

Andhi Wijayanto, S.E., M.M.
NIP: 198306172008121003

PENGESAHAN KELULUSAN

Skripsi ini telah dipertahankan di depan Sidang Panitia Ujian Skripsi Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Semarang pada:

Hari : Senin
Tanggal : 17 Februari 2020

Dosen Penguji I



Dr. Dwi Cahyaningdyah, S.E., M.Si.

NIP. 197504042006042001

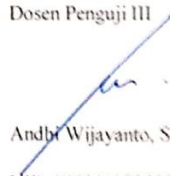
Dosen Penguji II



Rini Setyo Witiastuti, S.E., M.M.

NIP. 197010072006042002

Dosen Penguji III



Andhi Wijayanto, S.E., M.M.

NIP. 198306172008121003



PERNYATAAN

Saya yang bertanda tangan di bawah ini:

Nama : Ali Mahfudz

NIM : 7311415151

Tempat Tanggal Lahir: Demak, 12 September 1996

Alamat : Jl. Raya Angin-angin Buko 03/01 Wedung, Demak

Menyatakan bahwa yang tertulis di dalam skripsi ini benar-benar hasil karya saya sendiri, bukan jiplakan dari karya tulis oranglain, baik sebagian atau seluruhnya. Pendapat atau temuan orang lain yang terdapat dalam skripsi ini dikutip atau dirujuk berdasarkan kode etik ilmiah. Apabila di kemudian hari terbukti skripsi ini adalah hasil jiplakan dari karya tulis orang lain, maka saya bersedia menerima sanksi sesuai dengan ketentuan yang berlaku

Semarang, 07 Februari 2020



Ali Mahfudz

7311415151

MOTTO DAN PERSEMBAHAN

MOTTO :

“Sesungguhnya bersama kesulitan ada kemudahan. Maka apabila engkau telah selesai (dari sesuatu urusan), tetaplah bekerja keras (untuk urusan yang lain). Dan hanya kepada Tuhanmulah engkau berharap.” (QS. Al- Insyirah, 6-8).

PERSEMBAHAN:

Dengan segenap syukur penulis mempersembahkan skripsi ini untuk:

1. Kedua orang tua dan keluarga yang tak henti-hentinya mendoakan, mencurahkan kasih sayang, serta memberikan dukungan dan semangat dalam kondisi apapun.
2. Almamater saya Universitas Negeri Semarang dan Fakultas Ekonomi tempat saya menimba ilmu.

PRAKATA

Puji syukur kehadirat Allah SWT yang telah memberikan rahmat serta hidayah-Nya, sehingga penulis dapat menyelesaikan studi dengan skripsi yang berjudul “ Analisis Pengaruh *Profitability, Firm Size, Leverage* dan *Price Earning Ratio* terhadap *Return Defensive Stocks* dengan Kebijakan Dividen sebagai Variabel Moderasi (Studi pada Perusahaan Sektor Manufaktur di Indonesia 2015-2018)”. Dengan segala kehendak-Nya penulis mampu melalui berbagai tantangan dalam penyusunan skripsi ini.

Skripsi ini disusun untuk memenuhi salah satu syarat dalam menyelesaikan program studi Strata Satu (S1) guna memperoleh Sarjana Ekonomi pada Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Semarang. Penulis menyadari bahwa penulisan skripsi ini dapat diselesaikan dengan bimbingan, bantuan, dan dorongan dari berbagai pihak. Oleh karena itu, pada kesempatan yang baik ini penulis mengucapkan rasa hormat dan terima kasih kepada:

1. Prof. Dr. Fathur Rokhman, M.Hum., Rektor Universitas Negeri Semarang yang telah memberikan kesempatan kepada penulis untuk belajar di Universitas Negeri Semarang.
2. Drs. Heri Yanto MBA.,Ph.D., Dekan Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Semarang yang telah memberikan kesempatan untuk mengikuti program S1 Jurusan Manajemen di Fakultas Ekonomi
3. Dorojatun Prihandono, S.E., M.M., Ph.D., Ketua Jurusan Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Semarang yang telah memberikan fasilitas dan layanan selama masa studi.

4. Bapak Andhi Wijayanto, S.E., M.M., sebagai dosen pembimbing sekaligus sebagai dosen wali yang telah memberikan bimbingan, arahan, nasehat, dan motivasi kepada penulis.
5. Bapak Ibu Dosen serta seluruh staff pengajar Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Semarang yang telah memberikan ilmu serta motivasi selama masa studi.
6. Kedua orang tua yang selalu memberikan dukungan dan motivasi.
7. Teman-teman seperjuangan yang telah memberikan masukan dan dukungan.

Penulis berharap skripsi ini dapat memberikan manfaat bagi mahasiswa Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Semarang khususnya, dan pihak yang membutuhkan pada umumnya.

Semarang, 07 Februari 2020

Ali Mahfudz

7311415151

SARI

Mahfudz, Ali. 2019. “Analisis Pengaruh *Profitability, Firm Size, Leverage* dan *Price Earning Ratio* terhadap *Return Defensive Stocks* dengan Kebijakan Dividen sebagai Variabel Moderasi”. Skripsi. Jurusan Manajemen. Fakultas Ekonomi. Universitas Negeri Semarang. Pembimbing: Andhi Wijayanto, S.E., M.M.

Kata Kunci: *Return Defensive Stocks, Profitability, Firm Size, Leverage, Price Earning Ratio* dan Kebijakan Dividen.

Return saham adalah faktor penting yang dipertimbangkan dalam berinvestasi. Semakin tinggi *return* saham yang akan diperoleh maka akan semakin banyak investor yang tertarik atas suatu saham perusahaan. Faktor fundamental perusahaan menjadi faktor penting untuk informasi para investor untuk pengambilan keputusan. Tujuan penelitian ini adalah untuk menganalisis pengaruh *profitability, firm size, leverage* dan *price earning ratio* terhadap *return defensive stocks* dengan kebijakan dividen sebagai moderasi.

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan sektor manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2015-2018. Pengambilan sampel dalam penelitian ini menggunakan *purposive sampling* dengan jumlah 244 observasi. Pengolahan data menggunakan *Eviews 9*. Teknik analisa yang dipakai dalam penelitian ini adalah regresi linier berganda dan analisis regresi moderasi yaitu untuk mengetahui pengaruh *profitability, firm size, leverage* dan *price earning ratio* terhadap *return defensive stocks* dengan kebijakan dividen sebagai moderasi.

Berdasarkan hasil uji statistik, menunjukkan bahwa *firm size* berpengaruh positif signifikan terhadap *return defensive stocks*. *Profitability* dan *price earning ratio* memiliki pengaruh negatif tidak signifikan terhadap *return defensive stocks*. *Leverage* berpengaruh positif tidak signifikan terhadap *return defensive stocks*. Kebijakan dividen mampu memperkuat pengaruh *firm size* terhadap *return defensive stocks*. Kebijakan dividen mampu memperlemah pengaruh *profitability, leverage* dan *price earning ratio*. Penelitian dilakukan pada perusahaan sektor manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2015-2018. Pengaruh ukuran perusahaan dalam memoderasi variabel independen terhadap variabel dependen tidak signifikan sehingga disebut *Homologizer Moderator* artinya ukuran perusahaan potensial menjadi variabel moderasi.

Saran dalam penelitian ini untuk perusahaan dan investor diharapkan untuk lebih memperhatikan *firm size* dan kebijakan dividen. Variabel tersebut dimaksudkan untuk meningkatkan *return* saham perusahaan dan mengoptimalkan keputusan investasi bagi investor. Penelitian selanjutnya diharapkan dapat menggunakan *interest rate* yang mungkin dapat mempengaruhi *return* saham secara signifikan.

ABSTRACT

Mahfudz, Ali. 2019. "Analysis of the Effect of Profitability, Firm Size, Leverage and Price Earning Ratio on Return Defensive Stocks with Dividend Policy as Moderation Variables". Thesis. Department of Management. Faculty of Economics. Universitas Negeri Semarang. Supervisor: Andhi Wijayanto, S.E., M.M.

Keywords: Return Defensive Stocks, Profitability, Firm Size, Leverage, Price Earning Ratio, and Dividend Policy.

Stock return is an important factor to consider in investing. The higher the stock return to be obtained, the more investors will be attracted to a company's shares. The fundamental factor of the company becomes an important factor for investors' information for decision making. The purpose of this study is to analyze the effect of profitability, firm size, leverage and price earning ratio on return defensive stocks with dividend policy as moderation.

The population in this study were all manufacturing sector companies listed on the Indonesia Stock Exchange in 2015-2018. Sampling in this study used purposive sampling with a total of 244 observations. Data processing uses Eviews 9. The analysis technique used in this study is multiple linear regression and moderating regression analysis to determine the effect of profitability, firm size, leverage and price earning ratio on return defensive stocks with dividend policy as moderation.

Based on the results of statistical tests, it shows that firm size has a significant positive effect on return defensive stocks. Profitability and price earning ratio have an insignificant negative effect on return defensive stocks. Leverage does not have a significant positive effect on return defensive stocks. Dividend policy can strengthen the effect of firm size on return defensive stocks. Mixed dividend policy weakens the effect of profitability, leverage and price-earnings ratio. The study was conducted on manufacturing sector companies listed on the Indonesia Stock Exchange in 2015-2018. The effect of company size in moderating the independent variable on the dependent variable is not significant so it is called Homologizer Moderator meaning that the size of the potential company becomes a moderating variable.

Suggestions in this study for companies and investors are expected to pay more attention to firm size and dividend policy. This variable is intended to increase company stock returns and optimize investment decisions for investors. Future studies are expected to use interest rates that might significantly affect stock returns.

DAFTAR ISI

HALAMAN JUDUL	i
PERSETUJUAN PEMBIMBING	ii
PENGESAHAN KELULUSAN	iii
PERNYATAAN.....	iv
MOTTO DAN PERSEMBAHAN.....	v
PRAKATA	vi
SARI	viii
ABSTRACT	ix
DAFTAR ISI.....	x
DAFTAR TABEL	xiv
DAFTAR GAMBAR.....	xv
DAFTAR LAMPIRAN	xvi
BAB I PENDAHULUAN.....	1
1.1 Latar Belakang	1
1.2 Identifikasi Masalah	14
1.3 Cakupan Masalah	15
1.4 Rumusan Masalah	16
1.5 Tujuan Penelitian	17
1.6 Manfaat Penelitian	18
1.7 Orisinalitas Penelitian	19
BAB II KAJIAN PUSTAKA DAN HIPOTESIS PENELITIAN	20
2.1 Kajian Teori Utama (<i>Grand Theory</i>)	20
2.1.1 <i>Sinalling Theory</i>	22
2.1.2 Beta Saham	25
2.2 Kajian Variabel penelitian	24
2.2.1 <i>Return Defensive Stocks</i>	24

2.2.2 <i>Profitability</i>	26
2.2.3 <i>Firm Size</i>	28
2.2.4 <i>Leverage</i>	30
2.2.5 <i>Price Earning Ratio</i>	31
2.2.6 Kebijakan Dividen	32
2.3 Kajian Penelitian Terdahulu.....	34
2.4 Hubungan Antar Variabel	38
2.4.1 Pengaruh <i>Profitability</i> terhadap <i>Return Defensive Stock</i>	38
2.4.2 Pengaruh <i>Firm Size</i> terhadap <i>Return Defensive Stocks</i>	39
2.4.3 Pengaruh <i>Leverage</i> terhadap <i>Return Defensive Stocks</i>	40
2.4.4 Pengaruh <i>Price Earning Ratio</i> terhadap <i>Return Defensive</i> <i>Stocks</i>	41
2.4.5 Kebijakan Dividen sebagai Variabel Moderasi antara <i>Profitability</i> terhadap <i>Return Defensive Stocks</i>	42
2.4.6 Kebijakan Dividen sebagai Variabel Moderasi antara <i>Firm Size</i> terhadap <i>Return Defensive Stocks</i>	43
2.4.7 Kebijakan Dividen sebagai Variabel Moderasi antara <i>Leverage</i> terhadap <i>Return Defensive Stocks</i>	45
2.4.8 Kebijakan Dividen sebagai Variabel Moderasi antara <i>Price Earning Ratio</i> terhadap <i>Return Defensive Stocks</i>	46
2.5 Hipotesis Penelitian	49
BAB III METODE PENELITIAN	50
3.1 Jenis Penelitian	50
3.2 Populasi, Sampel, dan Teknik Pengambilan Sampel	51
3.3 Definisi Operasional Variabel.....	52
3.3.1 Variabel Dependen	53
3.3.2 Variabel Independen.....	53

3.3.3 Variabel Moderasi	55
3.4 Teknik Pengumpulan Data	57
3.5 Metode Analisis Data	57
3.5.1 Analisis Statistik Deskriptif	58
3.5.2 Pemilihan Model Estimasi Regresi Panel	58
3.5.3 Uji Asumsi Klasik	63
3.5.4 Uji <i>Goodness of Fit</i>	66
3.5.5 Uji Hipotesis	67
3.5.5.1 Analisis Regresi Linear Berganda	67
3.5.5.2 Analisis Regresi Moderasi	69
BAB IV HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN	71
4.1 Deskripsi Objek Penelitian	71
4.2 Analisis Statistik Deskriptif	71
4.3 Pemilihan Model Estimasi Regresi	75
4.3.1 Estimasi Regresi Model I	75
4.3.2 Estimasi Regresi Model II	77
4.4 Uji Asumsi Klasik	80
4.4.1 Asumsi Klasik Model I	80
4.4.1 Asumsi Klasik Model II	85
4.5 Uji <i>Goodness of Fit</i>	90
4.5.1 <i>Goodness of Fit</i> I	90
4.5.2 <i>Goodness of Fit</i> II	93
4.6 Uji Hipotesis	93
4.6.1 Analisis Regresi Berganda Model I	93
4.6.2 <i>Moderated Regression Analysis</i> Model II	96
4.7 Pembahasan	100
4.7.1 Hubungan <i>Profitability</i> terhadap <i>Return Defensive Stocks</i>	100

4.7.2 Hubungan <i>Firm Size</i> terhadap <i>Return Defensive Stocks</i>	102
4.7.3 Hubungan <i>Leverage</i> terhadap <i>Return Defensive Stocks</i>	103
4.7.4 Hubungan <i>Price Earning Ratio</i> terhadap <i>Return Defensive Stocks</i>	105
4.7.5 Kebijakan Dividen Memperlemah Pengaruh <i>Profitability</i> terhadap <i>Return Defensive Stocks</i>	106
4.7.6 Kebijakan Dividen Memperkuat Pengaruh <i>Firm Size</i> terhadap <i>Return Defensive Stocks</i>	108
4.7.7 Kebijakan Dividen Memperlemah Pengaruh <i>Leverage</i> terhadap <i>Return Defensive Stocks</i>	110
4.7.8 Kebijakan Dividen Memperlemah Pengaruh <i>Price Earning Ratio</i> terhadap <i>Return Defensive Stocks</i>	111
BAB V PENUTUP	114
5.1 Simpulan	114
5.2 Saran	115
DAFTAR PUSTAKA	117
LAMPIRAN	123

DAFTAR TABEL

Tabel 1.1 Pertumbuhan Return Sektor Manufaktur dengan Return Pasar	5
Tabel 1.2 <i>Research Gap</i>	13
Tabel 2.1 Penelitian Terdahulu	34
Tabel 3.1 Teknik Pengambilan Sampel Penelitian	52
Tabel 3.2 Definisi Operasional Variabel Penelitian.....	56
Tabel 3.3 Kriteria Uji Autokorelasi	65
Tabel 4.1 Statistik Deskriptif	72
Tabel 4.2 Hasil Uji Chow Model I.....	76
Tabel 4.3 Hasil Uji Hausman Model I.....	77
Tabel 4.4 Hasil Uji Chow Model II	78
Tabel 4.5 Hasil Uji Hausman Model II.....	79
Tabel 4.6 Hasil Uji Multikolinearitas Model I.....	83
Tabel 4.7 Hasil Uji Heteroskedastisitas Model I	84
Tabel 4.8 Hasil Uji Multikolinearitas Model II	88
Tabel 4.9 Hasil Uji Heteroskedastisitas Model II.....	90
Tabel 4.10 Hasil Koefisien Determinasi (R^2) Model I.....	91
Tabel 4.11 Hasil Uji F Model I.....	91
Tabel 4.12 Hasil Koefisien Determinasi (R^2) Model II	92
Tabel 4.13 Hasil Uji F Model II.....	93
Tabel 4.14 Hasil Analisis Regresi Model I.....	94
Tabel 4.15 Hasil Uji t Model I.....	95
Tabel 4.16 Hasil Analisis Regresi Model II.....	97
Tabel 4.17 Ringkasan Hasil Pengujian Hipotesis	99

DAFTAR GAMBAR

Gambar 1.1 Perbandingan <i>Return Defensive Stocks</i> dengan Return Indeks Harga Saham Gabungan.....	7
Gambar 2.1 Kerangka Berfikir.....	48
Gambar 4.1 Hasil Uji Normalitas Model I.....	80
Gambar 4.2 Hasil Uji Normalitas setelah Transformasi Data pada Model I.....	81
Gambar 4.3 Hasil Uji Normalitas Model I setelah <i>Outlier</i>	82
Gambar 4.4 Hasil Uji Normalitas Model II	85
Gambar 4.5 Hasil Uji Normalitas setelah Transformasi Data pada Model II	86
Gambar 4.6 Hasil Uji Normalitas Model II setelah <i>Outlier</i>	87

DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran 1 Daftar Pengungkapan Tanggung Jawab Sosial	124
Lampiran 2 Ringkasan Data Sampel Penelitian.....	126
Lampiran 3 Hasil Uji Statistik Deskriptif Sampel Penelitian	131
Lampiran 4 Hasil Uji Spesifikasi Model.....	131
Lampiran 5 Hasil Uji Asumsi Klasik	133
Lampiran 6 Hasil Uji Model	137

BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang

Investasi merupakan komitmen atas sejumlah dana atau sumber daya lainnya dengan harapan untuk memperoleh keuntungan di masa yang akan datang (Bodie et al, 2014). Bagi pihak investor, pasar modal merupakan sarana yang memberikan berbagai alternatif investasi dengan tingkat pengembalian dan tingkat risiko yang beragam, sedangkan bagi pihak perusahaan penerbit (*emiten atau issuers*) pasar modal merupakan sarana untuk menghimpun dana jangka panjang dalam membiayai kelangsungan usaha.

Salah satu pilihan berinvestasi bisa dilakukan pada instrumen saham, alasan seorang investor menanamkan sahamnya adalah untuk mendapatkan *return* (tingkat keuntungan) yang maksimal dengan risiko tertentu. Berinvestasi pada surat berharga seperti saham, investor akan memilih saham perusahaan mana yang akan memberikan *return* tertinggi dengan risiko yang kecil. Ekspektasi keuntungan masa yang akan datang merupakan kompensasi dari waktu dan risiko yang ada kaitannya dengan investasi yang dilakukan.

Didalam konteks investasi, ekspektasi keuntungan sering disebut sebagai *expected return*. Bagi seorang investor individu ataupun investor institusi, investasi saham yang dipilih diharapkan dapat memberikan tingkat pengembalian (*return*) yang sesuai dengan risiko yang harus ditanggung oleh para investor. Bagi para investor, tingkat *return* ini menjadi faktor utama

karena *return* adalah hasil yang diperoleh dari suatu investasi (Tandelilin, 2001). Perhitungan *return* saham terdiri dari *capital gain* (keuntungan) dan *capital loss* (kerugian). Secara matematis rumus *return* saham dihitung dengan harga sekarang dikurangi periode tahun lalu dan dibagi dengan tahun lalu (Jogiyanto, 2003). Selain *return*, investor juga mendapat risiko yang timbul akibat adanya investasi tersebut.

Didalam memilih investasi berupa saham, tentunya banyak hal yang perlu dipertimbangkan. Salah satunya adalah risiko yang terkandung dalam berbagai pilihan saham di pasar modal. Risiko ini timbul akibat adanya perbedaan antara *return* yang diharapkan dengan *return* aktual yang disebabkan oleh adanya ketidakpastian *return*. Horne et al., (2009:154) menyatakan bahwa risiko dibedakan menjadi dua yaitu risiko sistematis (*systematic risk*) dan risiko tidak sistematis (*unsystematic risk*).

Risiko sistematis atau risiko pasar berkaitan dengan perubahan yang terjadi di pasar secara keseluruhan (Tandelilin, 2001). Perubahan pasar tersebut akan mempengaruhi variabilitas *return* suatu investasi. Sedangkan risiko tidak sistematis tidak terkait dengan perubahan pasar secara keseluruhan. Risiko ini lebih terkait pada perubahan kondisi mikro perusahaan penerbit sekuritas.

Saat investor mempertimbangkan tingkat *return* dan risiko yang terkandung dalam saham, investor dapat memilih jenis saham yang akan diinvestasikan berdasarkan kinerja perdagangannya. Jenis saham yang dapat dijadikan salah satu alternatif investasi berdasarkan kinerja perdagangannya

adalah *defensive stocks*. Jenis saham ini sangat direkomendasikan bagi investor yang cenderung berkarakteristik *risk-averse* atau investor yang cenderung menghindari risiko. Harga saham jenis ini pada umumnya tidak terpengaruh oleh fluktuasi perekonomian, sehingga memiliki risiko pasar atau beta yang relatif rendah (Novy-Marx, 2014).

Defensive stock dapat diukur dengan beta yang rendah. Besaran angka beta menunjukkan besaran perubahan *return* suatu saham terhadap pasar, sedangkan investor institusi pada umumnya lebih memilih saham dengan beta rendah. Prihanantyo (2015) menyebutkan bahwa *defensive stock* merupakan saham yang mempunyai beta kurang dari 1 dan biasanya cukup terisolasi dari pergerakan pasar secara luas. Investor yang enggan risiko (*risk averse*) menolak portofolio investasi yang berupa permainan imbang atau lebih buruk. Investor yang enggan berisiko hanya bersedia mempertimbangkan prospek investasi bebas risiko atau spekulatif dengan tingkat imbal hasil portofolio berisiko tertentu. Semakin besar risiko maka denda yang dibayarkan semakin besar pula (Bodie et al., 2014).

Halim (2015) menyebutkan bahwa hubungan antara *risk* yang diukur menggunakan koefisien beta (β) dengan *required return* ditunjukkan oleh model *Security Market Line* (SML). Dalam hal ini, jika beta saham dapat diukur dengan tepat, maka dalam keadaan ekuilibrium *required return* juga dapat diestimasi. Investor dapat mengestimasi risiko terhadap *return* saham dengan menggunakan alat analisis yang ada (Sakina & Prasentiono, 2017). Pengukuran yang dapat digunakan adalah *Capital Asset Pricing Model*

(CAPM). CAPM merupakan model yang dikembangkan oleh (Sharpe, 1964) yang digunakan memprediksi dan mengukur *expected return* dengan *systematic risk*. Konsep yang dipaparkan dalam model *risk-return* adalah *higher expected returns required taking higher risk*.

Konsep yang dipaparkan pada CAPM adalah model yang menjelaskan hubungan antara beta saham dengan *expected return* dengan menggunakan berbagai asumsi. CAPM menggunakan *single factor* untuk mendeskripsikan risiko agregat dimana hal ini kurang efektif untuk menjelaskan berbagai jenis risiko dari berbagai dimensi. Meskipun demikian, bahwa pengujian akhir dari suatu model bukanlah pada realistik tidaknya asumsi yang digunakan. Tetapi terletak pada bagaimana kemampuan model menjelaskan realitasnya (Halim, 2015).

Saham defensif merupakan saham yang tidak terpengaruh oleh situasi ekonomi makro dan mikro perusahaan secara umum (Halim, 2003). Pada saat kondisi resesi, saham ini tetap stabil dikarenakan *emiten* saham ini biasanya bergerak di bidang industri yang produknya dibutuhkan konsumen setiap hari. *Defensive stocks* cenderung memiliki kinerja yang lebih baik pada saat terjadinya krisis ekonomi dikarenakan seburuk apapun kondisi ekonomi yang terjadi, perusahaan yang menghasilkan produk kebutuhan pokok sebagai contoh perusahaan dengan saham yang defensif, akan cenderung stabil dan menghasilkan pendapatan yang lebih baik dibandingkan dengan perusahaanlainnya, karena barang-barang kebutuhan pokok sebagai konsumsi masyarakat akan selalu dibutuhkan (Putri, 2016).

Prihanantyo (2015) menyatakan bahwa seburuk apapun kondisi ekonomi yang terjadi, perusahaan yang menghasilkan produk kebutuhan pokok dalam kehidupan sehari-hari akan tetap dibutuhkan dan pendapatan perusahaan cukup stabil dibandingkan yang lainnya. *Emiten* yang menghasilkan produk kebutuhan pokok dalam kehidupan sehari-hari terdapat pada perusahaan yang memproduksi produk-produk konsumsi pokok seperti pada perusahaan PT Indofood CBP Sukses Makmur Tbk, PT Nippon Indo Corpindo Tbk, PT Industri Jamu dan Farmasi Sido Muncul Tbk, PT Mayora Indah Tbk, dan PT Unilever Indonesia Tbk. Perusahaan tersebut memproduksi obat-obatan (farmasi), *daily use product*, makanan dan minuman. Permintaan yang cukup stabil membuat penjualan perusahaan-perusahaan dengan nilai beta rendah ikut stabil dan mampu memberikan *return* yang cukup tinggi (Putri, 2016). Berikut perbandingan antara rata-rata *return* yang diperoleh oleh investor per tahun selama periode 2015-2018 saat menginvestasikan dananya pada perusahaan-perusahaan defensif di industri manufaktur dengan rata-rata *return* pasar yang diolah dari data Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG).

Tabel 1.1

Rata-Rata *Return* Perusahaan Manufaktur dan *Return* Pasar per Tahun selama Periode 2015-2018

	IHSG		Indeks Manufaktur	
	<i>Close price</i>	<i>Growth</i> IHSG (%)	<i>Close price</i>	<i>Growth</i> indeks Manufaktur (%)
2015	4.593	-	1.152	-
2016	5.297	15,32	1.369	18,84

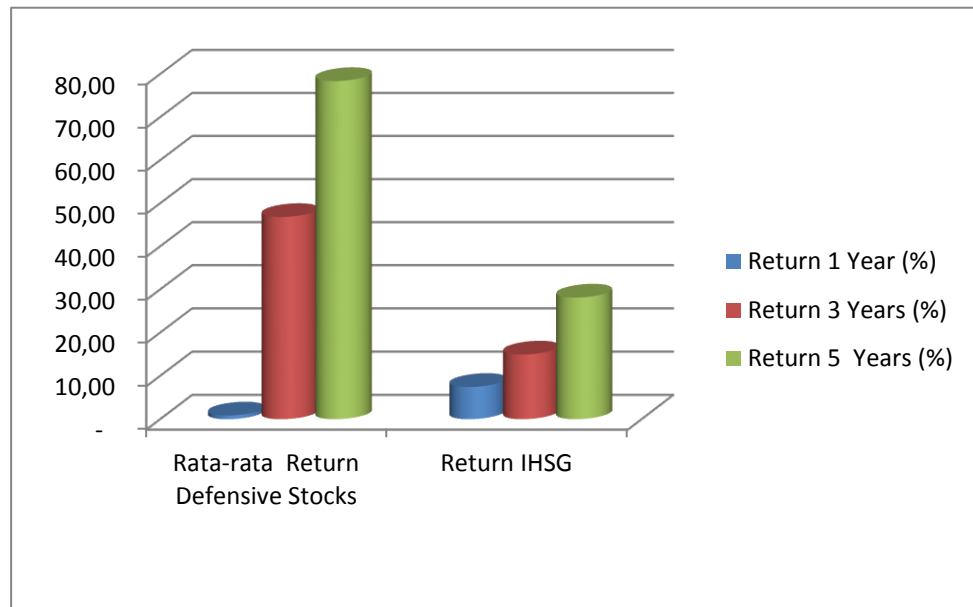
	IHSG		Indeks Manufaktur	
2017	6.356	19,99	1.640	19,83
2018	6.194	- 2,54	1.618	- 1,34
Rata-rata <i>return</i>		10,93		12,44

Sumber : ICMD, data diolah 2019

Tabel 1.1 menjelaskan bahwa rata-rata *return* per tahun yang dihasilkan pasar (IHSG) selama 4 tahun periode (2015-2018) adalah sebesar 10,93% yang terdiri dari *return* tahun 2016 sebesar 15,32% , tahun 2017 sebesar 19,99%, tahun 2018 sebesar -2,54% sedangkan rata-rata *return* yang dihasilkan oleh perusahaan manufaktur ini cukup melebihi *return* pasar yaitu sebesar 12,44%. Hal ini mampu menarik perhatian investor dan para manajer investasi untuk membentuk investasi dengan portofolio saham yang menarik.

Pada awalnya strategi berinvestasi menggunakan cara *defensive stock* dipelopori oleh Black (1972). Jenis portofolio saham yang dinilai sukses menunjukkan dalam jangka panjang terbentuk dari saham yang memiliki volatilitas rendah dengan nilai beta yang rendah. Penelitian yang dilakukan Novy-Marx (2014) dengan judul *Understanding Defensive Equity* menunjukkan hasil adanya hubungan antara *size*, *relative value*, dan *profitability* dengan *defensive equity*, sebagai variabel penjelas dari strategi investasi pada ekuitas yang bersifat *defensive*. Perkembangan beberapa tahun terakhir *return defensive stock* lebih tinggi dari *return* Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG).

Grafik 1.1
Perbandingan *Return* Defensive Stocks dengan *Return* IHSG dari 2015 hingga periode 31 Oktober 2019.



Sumber: RTI.co.id

Return IHSG dari periode awal tahun 2015 hingga 31 Oktober 2019 *return* IHSG hanya 28,10%, sementara *return defensive stock* pada perusahaan manufaktur memiliki *return* sebesar 78,37%. Ada beberapa saham yang termasuk dalam *defensive stock* juga menunjukkan *return* yang lebih tinggi dari pada IHSG seperti PT Industri Jamu dan Farmasi Sido Muncul Tbk (SIDO) mempunyai *return* 61,18%, Indofood CBP Sukses Makmur Tbk (ICBP) 133,50%, PT Unilever Indonesia Tbk (UNVR) mempunyai *return* sebesar 46,55% kemudian *return* tertinggi didapat dari PT Chandra Asri Petrochemical Tbk (TPIA) mempunyai *return* sebesar 1142,24%. *Return* tersebut menarik perhatian investor dan perusahaan manajer investasi untuk menginvestasikan portofolionya pada saham yang termasuk *defensive stock*. Portofolio investasi pada *defensive stock* memiliki

kinerja lebih baik dilihat dari *return* dibandingkan IHSG sekalipun. Banyak dari perusahaan-perusahaan tersebut yang menawarkan *capital gain* dan dividen yang menarik bagi investor. Strategi ini perlu dilakukan oleh manajer investasi untuk menempatkan salah satu keranjang investasi pada *defensive stocks* di dalam portofolio reksadananya dan sangat cocok untuk investor *risk averse*.

Saham defensif cenderung mengandung risiko pasar yang rendah, namun tidak berarti saham jenis ini benar-benar bebas dari risiko. Oleh karenanya, investor perlu melakukan analisis mengenai kinerja dan karakteristik perusahaan. Kinerja perusahaan dapat dianalisis melalui laporan keuangan (Fitriati & Prasetiono, 2010). Beberapa rasio yang perlu diperhatikan sebelum berinvestasi salah satunya adalah *profitability* (ROE), ROE dapat mencerminkan tingkat efisiensi perusahaan dalam menggunakan modal sendiri dalam menghasilkan keuntungan untuk investor dan untuk perusahaan itu sendiri (Sakina & Prasetiono, 2017). Pengukuran ROE dengan cara membandingkan laba bersih dibagi dengan ekuitas yang telah diinvestasikan kepada pemegang saham perusahaan (Horne et al., 2009).

Return on equity yang tinggi sering kali mencerminkan penerimaan perusahaan atas peluang investasi yang bagus dan manajemen biaya yang efektif, tetapi perusahaan yang telah memilih untuk menerapkan tingkat utang yang tinggi berdasarkan standar industri. ROE menjelaskan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba atas investasi dan digunakan dalam membandingkan dua atau lebih perusahaan dalam industri yang sama (Halim,

2003). Hal ini menjadi pertimbangan yang cukup kuat sebagai indikator pengambilan keputusan berinvestasi, karena dengan melihat nilai ROE investor bisa melihat tingkat *sustainability* perusahaan kedepan.

Faktor lainnya yang perlu dipertimbangkan dalam mengambil keputusan investasi adalah analisis karakteristik perusahaan yang digambarkan oleh ukuran perusahaan atau *firm size*. Faktor *firm size* ini dipilih berdasarkan penelitian yang dilakukan oleh Novy-Marx (2014) yang menyatakan bahwa kinerja *defensive stocks* dapat diukur berdasarkan variabel *firm size*. Penelitian antara kedua variabel ini dilakukan oleh Novy-Marx (2014) untuk mengembangkan model tiga faktor yang telah dilakukan oleh Fama dan French. *firm size* dianggap dapat mempengaruhi besarnya total *return* yang akan diperoleh investor.

Menurut (Fama & French, 1992) ukuran perusahaan dibagi menjadi dua yaitu perusahaan yang besar (*big*) dan kecil (*small*). *Firm size* dapat diukur dengan cara menilai beberapa aspek seperti total aset perusahaan atau kapitalisasi pasar (*market capitalization*). *Market capitalization* merupakan salah satu proksi yang digunakan dalam mengukur *firm size* dengan menghitung jumlah saham yang beredar dan harga per lembar saham yang beredar (Prihanantyo, 2015). *Market capitalization* mencerminkan besarnya nilai kekayaan perusahaan pada waktu ini. Pada umumnya, saham-saham dengan tingkat kapitalisasi pasar yang tinggi memiliki potensi perkembangan perusahaan yang baik dengan risiko yang relatif rendah, sehingga mampu menarik investor untuk bertransaksi.

Salah satu penelitian yang dilakukan oleh Fama dan French (1992) menghasilkan fenomena yang biasa disebut dengan *size effect*, dimana terdapat hubungan yang berbanding terbalik antara *firm size* dengan *average return*. Perusahaan dengan ukuran kecil justru cenderung memberikan *return* yang relatif lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan dengan ukuran yang lebih besar, sehingga dapat dikatakan bahwa terdapat hubungan negatif antara *firm size* dengan *return* saham.

Faktor yang tidak kalah penting dalam menganalisis keputusan investasi saham adalah *leverage*. Faktor ini dipilih berdasarkan penelitian yang dilakukan oleh Novy-Marx (2014) yang menyatakan bahwa kinerja *defensive stocks* dapat diukur berdasarkan *leverage* sebagai variabel penjelas. Rasio *leverage* ini diproksikan dengan *Debt to Equity Ratio* (DER), rasio yang menjadi pengukuran *financial leverage ratio* ini digunakan untuk melihat kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka panjangnya. Tingkat DER yang tinggi mengindikasikan total hutang yang lebih besar dibandingkan dengan total modal perusahaan itu sendiri. Hal ini akan menunjukkan beban perusahaan yang tinggi pada pihak kreditur, sehingga menurunkan minat investor dalam menanamkan dananya akibat perusahaan yang bergantung pada pihak eksternal. Dampak yang terjadi adalah penurunan harga saham perusahaan, sehingga *return* perusahaan cenderung lebih rendah (R. Ang, 1997).

Price Earning Ratio (PER) juga salah satu faktor yang perlu diperhatikan investor dalam berinvestasi. Faktor ini dipilih sesuai dengan

pernyataan Benjamin Graham yang disebutkan oleh Fabozzi (1999:298) dimana PER dianggap sebagai alat ukur harga yang dibayarkan atas suatu investasi. Harga ini nantinya dianggap mampu menjelaskan tingkat *return* yang diperoleh investor. PER merupakan rasio perbandingan antara tingkat harga pasar per lembar saham dengan pendapatan per lembar saham yang diterima perusahaan untuk menilai saham. Fama & French (1992) pun menyatakan bahwa terdapat pengaruh yang signifikan antara PER dengan *return* saham. PER merupakan indikator yang baik dalam menentukan *return* saham, dimana semakin tinggi PER maka semakin tinggi pula harga per lembar saham dalam pasar.

Menurut Antara (2012) PER yang tinggi menunjukkan harga sahamnya mahal, sedangkan PER yang rendah menunjukkan harga sahamnya murah. PER menjadi rendah karena harga saham turun atau karena EPS meningkat. Jadi semakin kecil PER maka semakin murah harga saham tersebut untuk dibeli oleh investor dan semakin baik pula kinerja per lembar saham dalam menghasilkan laba. Dengan semakin baiknya kinerja per lembar saham suatu perusahaan akan menarik minat investor untuk membeli saham tersebut.

Peningkatan harga saham yang terjadi akan direspon positif oleh para investor karena mereka akan memperoleh *capital gain* yang merupakan salah satu komponen *return* saham, sehingga mengindikasikan bahwa PER akan memiliki pengaruh positif terhadap *return* saham. Harga yang harus

dibayarkan investor ini tercermin dalam PER yang menunjukkan besarnya harga setiap satu rupiah pendapatan perusahaan (Tandelilin, 2001)

Faktor terakhir yang perlu dipertimbangkan yaitu kebijakan dividen perusahaan. Kebijakan dividen yaitu kebijakan perusahaan membagikan keuntungan yang diberikan perusahaan penerbit saham tersebut atas keuntungan yang dihasilkan perusahaan (Halim, 2015). Jika perusahaan membagikan dividen kepada para pemegang saham maka akan mengurangi laba yang ditahan dan selanjutnya mengurangi total sumber dana intern atau *internal financing*. Sebaliknya, jika perusahaan memilih untuk menahan laba yang diperoleh, maka kemampuan pembentukan dana intern akan semakin besar (Situmorang, 2017).

Kebijakan dividen sering dianggap sebagai *signal* bagi investor dalam menilai baik buruknya perusahaan, hal ini disebabkan karena kebijakan dividen dapat membawa pengaruh terhadap harga saham perusahaan. Dengan demikian seberapa besar porsi laba yang akan dibagikan dalam bentuk dividen dan seberapa besar porsi laba yang akan ditahan untuk diinvestasikan kembali, merupakan masalah yang cukup serius bagi pihak manajemen (Kurniawan, 2017). Situmorang (2017) memperjelas hubungan antara rasio keuangan dengan *return* saham dan menyimpulkan bahwa kebijakan dividen memiliki dampak memoderasi terhadap *return* saham. Di sisi lain, penelitian yang dilakukan oleh Sihombing (2019) menyimpulkan hasil yang berbeda yaitu menggambarkan bahwa kebijakan dividen memiliki dampak tidak mampu memoderasi pada kinerja perusahaan.

Pada penelitian sebelumnya, sudah ada penelitian mengenai pengaruh *profitability*, *firm size*, *leverage* dan *price earning ratio* terhadap *return* saham dan potensi kebijakan dividen untuk menjadi variabel moderasi dari pengaruh *profitability*, *firm size*, *leverage* dan *price earning ratio* terhadap *return* saham. Terdapat hasil yang tidak konsisten sesuai paparan yang telah disampaikan di atas yang kemudian pada tabel 1.2 yang secara ringkas memperlihatkan *research gap* penelitian terdahulu.

Tabel 1.2
Research Gap Penelitian Terdahulu

No	Variabel	Peneliti dan Tahun	Hasil Penelitian
1	<i>Profitability</i> terhadap <i>Return Defensive Stocks</i>	(Novy-Marx, 2014)	Variabel profitabilitas berhubungan negatif dengan <i>return defensive equity</i> .
		(Sakina & Prasetiono, 2017)	Variabel <i>profitability</i> berpengaruh positif dan signifikan terhadap <i>return defensive stock</i> .
2	<i>Firm Size</i> terhadap <i>Return Defensive Stocks</i>	(Novy-Marx, 2014)	Variabel <i>size</i> mempunyai hubungan yg positif dg <i>return defensive equity</i> .
		(Fama & French, 1992)	Variabel <i>size</i> berhubungan negatif dengan <i>average stocks return</i> .
3	<i>Leverage</i> terhadap <i>Return Defensive Stocks</i>	(Sakina & Prasetiono, 2017)	Variabel <i>Leverage</i> memiliki arah hubungan positif dan tidak signifikan terhadap <i>return defensive stocks</i> .
		(Acheampong, Agalega, & Shibu, 2014)	Variabel <i>Leverage</i> memiliki arah hubungan negatif dan signifikan terhadap <i>return stocks</i> .
4	PER terhadap <i>Return Defensive Stocks</i>	(Putri, 2016)	Variabel <i>Price earning ratio</i> memiliki pengaruh positif yang tidak signifikan terhadap <i>return defensive stocks</i> .
		(Puspitadewi & Rahyuda, 2016)	Variabel <i>Price earning ratio</i> memiliki pengaruh positif yang signifikan terhadap <i>return stocks</i> .
5	Kebijakan Dividenmemoderasi <i>Profitability</i> , <i>Firm Size</i> , <i>Leverage</i> , dan PER terhadap <i>Return Defensive Stocks</i>	Sihombing (2019)	Variabel Kebijakan Dividen tidak memoderasi berpengaruh terhadap return saham.
		Situmorang (2017)	Variabel Kebijakan Dividen memoderasi terhadap return saham.

Sumber : Data diolah tahun 2019

Berdasarkan tabel 1.2 terdapat adanya perbedaan hasil penelitian-penelitian sebelumnya. *Research gap* menjadi dasar penelitian yang dilakukan peneliti karena terjadinya inkonsistensi hasil penelitian. Peneliti juga melakukan penelitian ini berdasarkan *phenomena gap* yang terjadi pada data grafik 1.1 yang diketahui bahwa *return defensive stocks* perusahaan manufaktur dari tahun ke tahun lebih besar dibandingkan *return IHS* itu sendiri dengan periode yang sama, maka tidak dapat menjelaskan teori yang sudah ada.

Hal ini mendorong untuk dilaksanakan penelitian lanjutan yang berkaitan dengan pengaruh variabel *profitability*, *firm size*, *leverage* dan *price earning ratio* terhadap *return defensive stocks* dengan menggunakan kebijakan dividen sebagai variabel moderasi.

Oleh karena itu, berdasarkan uraian diatas, maka penulis tertarik untuk melakukan penelitian dengan judul "**Analisis pengaruh *Profitability*, *Firm Size*, *Leverage* dan *Price Earning Ratio* terhadap *Return Defensive Stocks* dengan Kebijakan Dividen sebagai Variabel Moderasi (pada perusahaan Manufaktur dari tahun 2015-2018)**".

1.2 Identifikasi Masalah

Berdasarkan penjelasan pada latar belakang, menunjukkan bahwa *return* saham akan naik atau turun karena terpengaruh pada informasi-informasi yang diterbitkan oleh emiten (Halim, 2005). Informasi yang terkandung didalamnya salah satunya fundamental perusahaan. Kebijakan

dividen secara empiris memberikan sinyal positif bagi investor dan bisa menspesifikasikan pengaruh informasi-informasi perusahaan. Hal ini menjadikan kebijakan dividen sebagai variabel yang bisa memperkuat dan memperlemah pengaruh variabel independen terhadap dependen. Jadi, variabel moderasi dapat dikembangkan dengan menggunakan dua dimensi atau karakteristik (Ghozali, 2011).

Penelitian ini didasarkan pada dua permasalahan. Permasalahan pertama dapat dilihat pada grafik 1.1 yang menunjukkan adanya *phenomena gap* pada data rata-rata *return defensive stocks* dan *return IHSB* yang memperoleh besaran *return* lebih besar *defensive stock* daripada *return IHSB* itu sendiri. Sedangkan permasalahan yang kedua yaitu adanya *research gap* yang dapat dilihat pada tabel 1.2 dimana masih terdapat tidak konsisten hasil penelitian terdahulu, sehingga perlu dilakukan penelitian lanjutan.

1.3 Cakupan Masalah

Berdasarkan identifikasi masalah yang telah dipaparkan di atas, maka penelitian ini memiliki cakupan penelitian sebagai berikut:

1. Penelitian ini berfokus pada perusahaan *go public* sektor Manufaktur yang listing di Bursa Efek Indonesia
2. Penelitian ini berfokus pada perusahaan yang memiliki beta kurang dari 1.
3. Penelitian ini berfokus pada periode penelitian yaitu 2015-2018
4. Penelitian ini berfokus pada pengaruh *profitability*, *firm size*, *leverage*, dan *Price Earning Ratio* (PER) yang merupakan variabel independen

dalam penelitian ini. Selain itu, dalam penelitian ini juga terdapat variabel independen yang dinyatakan dalam bentuk *stock returns*. Selain itu, dalam penelitian ini juga terdapat variabel kebijakan dividen (DPR) sebagai variabel moderasi yang digunakan untuk memperkuat atau memperlemah pengaruh antara variabel independen terhadap variabel dependen.

1.4 Rumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang yang telah diuraikan diatas, terdapat masalah berupa penyimpangan hubungan antara risiko dan *return* pada saham defensif. Saham defensif cenderung memiliki tingkat *return* yang relatif tinggi pada tingkat risiko total yang relatif rendah. Hal ini disebabkan karena saham defensif memiliki risiko pasar yang relatif rendah. Hal ini menentang asumsi bahwa *high risk* akan memberikan *high return* pada investasi saham.

Berbagai penelitian telah dilakukan dalam menganalisis *return* saham yang didasarkan pada berbagai variabel yang diduga mempengaruhi *return* saham. Berdasarkan penelitian yang telah dilakukan, dapat dirumuskan masalah bahwa dalam penelitian terdahulu terjadi ketidakkonsistenan mengenai hubungan antara variabel-variabel tersebut diatas.

Adanya *phenomena gap* yang melatarbelakangi dan *research gap* yang terjadi pada berbagai penelitian yang telah dilakukan sebelumnya mendasari pertanyaan penelitian atas penelitian yang akan dilakukan, yaitu sebagai berikut:

1. Apakah terdapat pengaruh *Profitability* terhadap *Return* pada *Defensive Stocks*?

2. Apakah terdapat pengaruh *Firm Size* terhadap *Return* pada *Defensive Stocks*?
3. Apakah terdapat pengaruh *Leverage* terhadap *Return* pada *Defensive Stocks*?
4. Apakah terdapat pengaruh *Price Earning Ratio* terhadap *Return* pada *Defensive Stocks*?
5. Apakah Kebijakan Dividen mampu memoderasi pengaruh *Profitability* terhadap *Return* pada *Defensive Stocks*?
6. Apakah Kebijakan Dividen mampu memoderasi *Firm Size* terhadap *Return* pada *Defensive Stocks*?
7. Apakah Kebijakan Dividen mampu memoderasi *Leverage* terhadap *Return* pada *Defensive Stocks*?
8. Apakah Kebijakan Dividen mampu memoderasi *Price Earning Ratio* terhadap *Return* pada *Defensive Stocks*?

1.5 Tujuan Penelitian

Berdasarkan rumusan masalah yang telah diuraikan sebelumnya, maka penelitian ini dilakukan dengan tujuan untuk :

1. Mengetahui apakah terdapat pengaruh *Profitability* terhadap *Return* pada *Defensive Stocks*.
2. Mengetahui apakah terdapat pengaruh *Firm Size* terhadap *Return* pada *Defensive Stocks*.
3. Mengetahui apakah terdapat pengaruh *Leverage* terhadap *Return* pada *Defensive Stocks*.

4. Mengetahui apakah terdapat pengaruh *Price Earning Ratio* terhadap *Return* pada *Defensive Stocks*.
5. Mengetahui apakah Kebijakan Dividen mampu memoderasi pengaruh *Profitability* terhadap *Return* pada *Defensive Stocks*.
6. Mengetahui apakah Kebijakan Dividen mampu memoderasi pengaruh *Firm Size* terhadap *Return* pada *Defensive Stocks*.
7. Mengetahui apakah Kebijakan Dividen mampu memoderasi pengaruh *Leverage* terhadap *Return* pada *Defensive Stocks*.
8. Mengetahui apakah Kebijakan Dividen mampu memoderasi pengaruh *Price Earning Ratio* terhadap *Return* pada *Defensive Stocks*.

1.6 Manfaat Penelitian

Dengan dilakukannya penelitian ini, diharapkan dapat memberikan manfaat kepada beberapa pihak antara lain :

1. Manfaat Akademis:

Bagi peneliti lebih lanjut

Penelitian yang dilakukan diharapkan mampu menjadi sumber informasi dan referensi bagi penelitian selanjutnya baik yang bersifat melanjutkan maupun melengkapi dalam membahas topik-topik yang memiliki keterkaitan dengan *return* saham defensif.

2. Manfaat Praktis

Bagi pihak investor

Penelitian yang dilakukan diharapkan dapat digunakan sebagai informasi yang bermanfaat dalam mempertimbangkan strategi untuk

mengambil keputusan investasi dengan memilih saham defensif pada portofolio investasinya.

Bagi perusahaan

Penelitian yang dilakukan diharapkan dapat menjadi motor penggerak bagi perusahaan untuk dapat meningkatkan kinerja pengelolaan perusahaan di masa yang akan datang.

1.7 Orisinalitas Penelitian

1. Penelitian ini menggunakan analisis regresi berganda menggunakan pengolah data *Eviews 10* serta mengembangkan penelitian (Sakina & Prasetiono, 2017) dengan menambahkan rasio pasar yang di proksikan PER dan menambahkan variabel moderasi yang di proksikan DPR yang diharapkan mampu memberikan pengaruh terhadap *return* saham.
2. Penelitian ini akan dilakukan pada periode yang berbeda yaitu dengan periode penelitian selama 4 (empat) tahun pada perusahaan manufaktur yang secara konsisten terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) tahun 2015-2018.

BAB II

KAJIAN PUSTAKA

2.1 Kajian Teori Utama (*Grand Theory*)

2.1.1 Signalling Theory

Signalling theory atau teori sinyal merupakan suatu tindakan yang dilakukan oleh manajemen perusahaan untuk memberikan informasi kepada investor tentang bagaimana manajemen mengelola sumber daya perusahaan. Modigliani dan Miller (MM) mengasumsikan bahwa investor dan manajer memiliki kesamaan informasi mengenai prospek perusahaan. Brigham dan Houston (2011) menyatakan bahwa teori sinyal merupakan suatu tindakan yang diambil oleh manajemen suatu perusahaan yang memberikan petunjuk kepada investor tentang bagaimana manajemen melihat prospek perusahaan.

Secara kenyataan, manajer seringkali memiliki informasi yang lebih baik daripada investor (*asymmetric information*). Perusahaan ini memberi sinyal-sinyal ini untuk mengungkapkan atribut yang tersembunyi untuk para pemangku kepentingan. Berdasarkan dari uraian definisi diatas, maka dapat disimpulkan teori sinyal adalah suatu tindakan yang menekankan pada pentingnya informasi yang dikeluarkan oleh perusahaan terhadap prospek suatu perusahaan yang terkait dengan keputusan investasi dari pihak investor. Nurmalasari dan Yulianto (2015) menjelaskan bahwa laporan keuangan merupakan salah satu sumber utama informasi keuangan yang sangat penting bagi sejumlah pemakai terutama investor dalam pengambilan keputusan ekonomi.

Asimetri informasi muncul ketika manajer lebih mengetahui informasi internal dan prospek perusahaan di masa yang akan datang dibandingkan pemegang saham atau *stakeholders* lainnya (Setyaningrum & Sari, 2011). Informasi merupakan suatu hal yang penting bagi investor dan pelaku bisnis karena informasi menyajikan keterangan, catatan dan gambaran keadaan perusahaan dimasa lalu, keadaan perusahaan saat ini atau keadaan perusahaan di masa yang akan datang dan memperkirakan kelangsungan hidup dan kemajuan suatu perusahaan.

Jogiyanto (2003) menyatakan bahwa sinyal dapat juga berupa informasi mengenai apa yang dilakukan manajemen untuk merealisasikan keinginan pemilik, atau dapat berupa promosi atau informasi lain yang menyatakan bahwa perusahaan tersebut lebih baik daripada perusahaan lain. Informasi yang lengkap, relevan, akurat dan tepat waktu sangat dibutuhkan oleh investor di pasar modal sebagai alat analisis untuk mengambil keputusan investasi. Pada saat informasi sudah diumumkan dan pelaku pasar sudah menerima informasi maka para pelaku pasar akan terlebih dahulu mengintrepetasikan dan menganalisis informasi.

Apabila informasi keuangan memiliki penilaian yang baik maka informasi yang diterima investor merupakan *good news* sehingga investor tertarik untuk melakukan perdagangan saham dan berujung pada perubahan harga saham. Sebaliknya bila informasi keuangan menunjukkan penilaian buruk maka informasi yang diterima investor adalah *bad news* dan mempengaruhi perdagangan serta harga saham pula (Khairudin & Wandita,

2017). Adanya perubahan pada harga saham nantinya akan berdampak pada *return* saham pula. Sehingga sinyal perusahaan sangat penting bagi investor sebagai pertimbangan dalam pengambilan keputusan berinvestasi.

2.1.2 Beta Saham

Jogiyanto (2003) menjelaskan bahwa cara mengukur risiko yang tidak bisa dideversifikasi yaitu dengan menggunakan beta, karena beta sendiri merupakan suatu pengukuran volatilitas *return* suatu saham ataupun portofolio terhadap *return* pasar. Beta saham menunjukkan sensitifitas suatu saham terhadap pergerakan pasar secara keseluruhan yang diwakili oleh indeks. Fahmi dan Hadi (2011) membahas model penentuan harga aset modal risiko sistmatis atau beta mempunyai karakteristik sebagai berikut:

1. Beta diatas 1 menunjukkan bahwa harga saham suatu perusahaan adalah lebih mudah berubah dibandingkan indeks pasar.
2. Beta dibawah 1 menunjukkan bahwa tidak terjadinya kondisi yang mudah berubah berdasarkan kondisi indeks pasar.
3. Beta sama dengan 1 menunjukkan bahwa bahwa perubahan harga saham suatu perusahaan sama dengan perubahan dengan indeks pasar.

Beta suatu sekuritas menunjukkan risiko sistematiknya yang tidak dapat dihilangkan dengan diversifikasi. Beta dapat dihitung dengan teknik estimasi yang menggunakan data historis. Bukti-bukti empiris menunjukkan bahwa beta historis mampu menyediakan informasi tentang beta masa depan telah dilakukan (Elton & Gruber, 1995).

Menurut Jogiyanto (2003) beta historis dapat dihitung dengan menggunakan beberapa cara sebagai berikut:

1. Data Pasar atau Beta Pasar (*return-return* sekuritas dan *return* pasar)
2. Data Akuntansi atau Beta Akuntansi (laba-laba perusahaan dan laba indeks pasar)
3. Data Fundamental atau Beta Fundamental (variabel-variabel fundamental dan fundamental indeks pasar).

Penelitian ini menggunakan estimasi beta data pasar dikarenakan hasil yang diperoleh koefisien beta yang diasumsikan stabil dari waktu ke waktu selama masa periode observasi. Jika beta sifatnya stabil maka semakin lama periode observasi yang digunakan semakin baik hasil dari beta. Akan tetapi bila periode observasi terlalu lama, anggapan beta konstan dan stabil kurang tepat, karena sebenarnya beta berubah dari waktu ke waktu (Gonedes, 1978) menginvestigasi hal ini dan menyimpulkan bahwa untuk data *return* bulanan, 60 bulan merupakan periode yang optimal.

Nilai dari suatu beta saham dapat dihitung dengan teknik regresi menggunakan tingkat *return* suatu saham sebagai variabel dependen dan tingkat *return* pasar sebagai variabel independen. Persamaan yang diperoleh sebagai berikut:

$$\mathbf{R} = \boldsymbol{\alpha} + \boldsymbol{\beta} \times \mathbf{R}_M + \mathbf{e}$$

Persamaan dikembangkan dengan cara menggunakan model *Capital Assets Pricing Models* dalam penghitungan estimasi beta, dapat dituliskan sebagai berikut:

$$R - R_{BR} = \beta \times (R_M - R_{BR}) + e$$

Notasi:

R = *return* saham

R_{BR} = *return* aktiva bebas risiko

R_M = *return* pasar

β = beta saham

Dengan demikian nilai dari beta saham ditentukan oleh korelasi antara tingkat *return* saham dengan dengan tingkat *return* pasar secara keseluruhan. Kemudian volatilitas tingkat keuntungan saham ditunjukkan oleh standar deviasi dari tingkat keuntungan suatu saham lalu variabilitas tingkat keuntungan pasar (Sartono, 1994).

2.2 Kajian Variabel- Variabel Penelitian

2.2.1 *Return Defensive Stocks*

Prihanantyo (2015) mendefinisikan *defensive stock* sebagai saham yang cenderung stabil dalam masa resesi atau perekonomian yang tidak menentu berkaitan dengan pendapatan, dividen dan kinerja perusahaan. Menurut Novy-Marx, (2014) *defensive stock* adalah saham yang mempunyai beta yang rendah (dibawah 1). Pada awalnya strategi berinvestasi menggunakan cara *defensive stock* dipelopori oleh Black (1972). Jenis portofolio saham yang dinilai sukses menunjukkan dalam jangka panjang terbentuk dari saham yang memiliki volatilitas rendah dengan nilai beta yang rendah. Keberhasilan strategi defensif berada diantara pertumbuhan perusahaan yang kapitalisasi besar, dimana pertumbuhan yang konsisten

dengan profitabilitas dan nilai perusahaan yang menunjukkan kinerja mereka. *Defensive stock* dapat diartikan juga sebagai saham dengan risiko sistematis rendah dan saham tersebut tergolong pada saham sektor manufaktur.

Return sendiri mempunyai arti selisih antara harga saham periode sekarang dengan harga saham periode sebelumnya. Investor manapun mengharapkan *return* investasi pada saham yang ia investasikan memiliki *return* yang maksimal. *Return* saham menurut Jogiyanto (2003) dapat dibedakan menjadi 2 yaitu:

1. *Return* Ekspektasi (*Expected Return*)

Merupakan *return* yang digunakan untuk pengambilan keputusan investasi. *Return* ini penting dibandingkan dengan *return* historis karena *return* ekspektasi merupakan *return* yang diharapkan dari investasi yang dilakukan.

2. *Return* Realisasi (*Realized Return*)

Merupakan *return* yang telah terjadi. *Return* realisasi juga penting karena digunakan sebagai salah satu pengukur kinerja dari perusahaan (*emiten*). *Return* historis ini juga berguna sebagai dasar penentuan *return* ekspektasi dan risiko dimasa yang akan datang.

Sumber-sumber *return* investasi terdiri dari dua komponen utama, yaitu *yield* dan *capital gain* atau *loss* (Tandelilin, 2001). *Yield* merupakan *return* yang mencerminkan aliran kas yang diperoleh secara periodik dari suatu investasi, jika kita berinvestasi pada sebuah obligasi misalnya, maka besarnya *yield* ditunjukkan dari bunga obligasi. Demikian pula halnya jika

kita membeli saham, *yield* ditunjukkan oleh besarnya *return* yang kita peroleh.

Capital gain atau *loss* merupakan kenaikan atau penurunan harga suatu surat berharga, yang bisa memberikan keuntungan atau kerugian bagi investor. *Return* yang besar akan memotivasi investor untuk terus melakukan investasi dan siap menanggung risiko atas investasi yang dilakukan (Pardosi & Wijayanto, 2015). Jogiyanto(2003) menyatakan bahwa *return* saham merupakan hasil yang diperoleh dari investasi yang terdiri dari *return* realisasian (*realized return*) dan *return* ekspektasian (*expected return*). Berdasarkan uraian tersebut, dapat disimpulkan bahwa *return* merupakan keuntungan investor atas investasi yang dilakukannya.

2.2.2 Profitability

Profitabilitas atau rentabilitas adalah rasio yang digunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan untuk memperoleh keuntungan (Munawir, 2016:86). Profitabilitas digunakan untuk mengukur kinerja keuangan perusahaan. Kinerja keuangan perusahaan didefinisikan sebagai gambaran tentang kondisi keuangan suatu perusahaan yang dianalisis dengan alat-alat analisis keuangan, sehingga dapat diketahui baik buruknya keadaan keuangan suatu perusahaan yang mencerminkan prestasi kerja dalam periode tertentu (Safitri & Yulianto, 2015). Profitabilitas sering digunakan untuk mengukur efisiensi penggunaan modal dalam suatu perusahaan dengan membandingkan antara laba dengan total ekuitas yang digunakan dalam operasional perusahaan (Munawir, 2016:87).

Menurut (Kasmir, 2009:199) rasio profitabilitas yang secara umum sering digunakan adalah sebagai berikut:

1. *Gross Profit Margin*

Rasio ini digunakan untuk mengukur sejauh mana kemampuan perusahaan menghasilkan laba kotor pada tingkat penjualan tertentu. Rasio ini juga dapat digunakan untuk mengetahui kemampuan perusahaan dalam menekan biaya atau berproduksi secara efisien. GPM yang tinggi menandakan adanya kemampuan perusahaan yang tinggi untuk menghasilkan laba kotor pada penjualan tertentu dan sebaliknya apabila nilainya rendah menandakan adanya biaya yang terlalu tinggi pada tingkat penjualan.

2. *Operating Profit Margin*

Rasio ini digunakan untuk mengetahui sejauh mana kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba operasi pada tingkat penjualan tertentu.

3. *Net Profit Margin*

Rasio ini mengukur *profitability* yang berkaitan dengan penjualan yang dihasilkan. Rasio *net profit margin* yang tinggi mengindikasikan adanya kemampuan perusahaan yang tinggi dalam menghasilkan laba bersih setelah pajak pada penjualan tertentu. Apabila *net profit margin* rendah mengindikasikan bahwa perusahaan tidak mampu menekan biaya dengan optimal.

4. *Return on Assets (ROA)* atau *Return on Investment (ROI)*

Rasio ini mengukur seberapa besar tingkat pengembalian atas seluruh aset yang tersedia. Semakin tinggi ROA menunjukkan bahwa perusahaan

makin mampu memanfaatkan asetnya dengan baik dalam rangka memperoleh keuntungan.

5. *Return on Equity (ROE)*

Rasio ini mengukur kemampuan perusahaan menghasilkan laba dari modal saham tertentu. ROE yang tinggi menunjukkan adanya efisiensi manajemen modal perusahaan, dan begitu pula sebaliknya. Rasio ROE yang rendah menunjukkan adanya inefisiensi manajemen modal.

Rasio *profitability* yang digunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan memperoleh laba dalam penelitian ini adalah *Return on Equity (ROE)*. ROE menunjukkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba dari ekuitas yang digunakan. Semakin tinggi nilai ROE menunjukkan semakin meningkatnya kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba bersih dengan menggunakan modal sendiri (Hanafi, 2004). Hal ini menjadi alasan kuat untuk dijadikan sebagai variabel penelitian karena yang digunakan untuk menghitung ROE adalah ekuitas itu sendiri. Kekuatan perusahaan dalam menghasilkan keuntungan yang tinggi dapat diartikan bahwa perusahaan memiliki kinerja yang tinggi. Semakin besar kekuatan perusahaan dalam mendapatkan keuntungan maka sebagai hal yang harus dilakukan adalah pengembalian modal perusahaan besar pula.

2.2.3 *Firm Size*

Firm size didefinisikan sebagai penentuan besaran, dimensi, atau kapasitas dari suatu perusahaan, sebagai penentu sebuah perusahaan besar, atau kecil dapat dilihat dari nilai total aset, penjualan bersih, dan kapitalisasi

pasar (Pomfret & Saphiro, 2007). Ukuran perusahaan menggambarkan sumber daya yang dimiliki oleh perusahaan, selain itu juga menggambarkan kondisi keuangan perusahaan dalam suatu periode.

Menurut Pomfret & Saphiro (2007) tolak ukur yang menunjukkan ukuran perusahaan adalah nilai total aset, penjualan bersih, dan kapitalisasi pasar. Ukuran perusahaan dapat diukur dengan beberapa cara, yaitu :

1. Total aset, yaitu keseluruhan sumber daya yang dimiliki oleh entitas bisnis atau usaha. Semakin besar total aset perusahaan maka perusahaan tersebut dapat dikategorikan sebagai perusahaan besar. Total aset dapat dihitung dengan logaritma natural jumlah aset perusahaan.
2. Total penjualan, yaitu keseluruhan penjualan bersih pada suatu perusahaan. Semakin banyak penjualan perusahaan maka ukuran perusahaan semakin besar. Total penjualan dapat dihitung dengan logaritma natural total penjualan.
3. Kapitalisasi pasar, yaitu total nilai sebuah perusahaan yang tercatat di Bursa Efek (Sakina & Prasetiono, 2017). Kapitalisasi pasar dihitung dengan cara mengalikan jumlah total saham yang beredar dengan harga saham.

Firm Size yang digunakan dalam penelitian ini menggunakan *market capitalization*. Kapitalisasi pasar perusahaan adalah nilai total semua jumlah saham yang beredar, cara menghitungnya dengan cara mengalikan banyaknya jumlah saham yang beredar dengan harga pasar saat ini. Dengan kata lain,

kapitalisasi pasar merupakan nilai total dari semua *outstanding shares* yang ada (Fama & French, 1992). Hal ini menjadi alasan kuat, karena *market capitalization* untuk mengetahui secara keseluruhan jumlah kapitalisasi saham perusahaan. Penelitian ini juga menyinggung dari *return* saham perusahaan, jadi relevan dengan penggunaan proksi *market capitalization* untuk menentukan *return* saham.

2.2.4 Leverage

Leverage adalah kebijakan penggunaan hutang, apabila hasil pengembalian atas aktiva lebih besar dari biaya hutang, *leverage* akan menguntungkan dan hasil pengembalian atas modal dengan penggunaan *leverage* juga akan meningkat. Namun, bila hasil pengembalian atas aktiva lebih kecil dari biaya hutang, maka *leverage* akan mengurangi hasil pengembalian atas modal (Weston & Copeland, 1996). *Leverage* dapat digunakan untuk meningkatkan hasil pengembalian pemegang saham, tetapi dengan risiko ia akan meningkatkan kerugian pada masa-masa suram. Jadi keuntungan dan kerugian dapat diperbesar oleh *leverage*, makin besar *leverage* yang ditetapkan oleh perusahaan, maka makin besar pula risiko naik-turunnya hasil pengembalian. Oleh karena itu, keputusan untuk menggunakan *leverage* harus menyeimbangkan hasil pengembalian yang lebih tinggi terhadap peningkatan risiko.

Horne & Wachowicz (2014:137) menjelaskan beberapa rasio *leverage* untuk menghitung kebijakan hutang, yaitu sebagai berikut:

1. Rasio hutang terhadap ekuitas.

Rasio ini sering disebut dengan *Debt to Equity Ratio* (DER). Semakin rendah rasio ini maka menunjukkan semakin tinggi tingkat pendanaan perusahaan yang disediakan oleh pemegang saham, dan semakin besar rasio ini menunjukkan bahwa pendanaan dengan menggunakan hutang juga besar.

2. Rasio hutang terhadap total aset

Rasio ini sering disebut dengan *Debt to Assets Ratio* (DAR). Rasio ini menekankan pada peran penting pendanaan utang bagi perusahaan dengan menunjukkan presentase aset perusahaan yang didukung oleh pendanaan utang.

Pengukuran *leverage* dalam penelitian ini menggunakan rasio DER (*Debt to Equity Ratio*). DER menggambarkan adanya keterikatan antara jumlah hutang jangka panjang yang diberikan oleh para kreditur berbanding dengan jumlah modal sendiri yang dimiliki perusahaan (Syamsuddin, 2011:54). Hal ini menjadikan proksi variabel *leverage* yaitu DER semakin relevan, karena untuk memperoleh nilai DER menggunakan nilai ekuitas perusahaan dibandingkan hutang perusahaan. Rasio DER yang tinggi mengindikasikan total hutang yang lebih besar dibandingkan dengan total modal perusahaan itu sendiri. Hal ini membuat investor cenderung menghindari saham dengan rasio DER tinggi.

2.2.5 *Price Earning Ratio*

Rasio PER diartikan sebagai perbandingan antara harga saham suatu emiten dengan pendapatan per saham (Elleuch, 2009). PER dapat dijadikan sebagai indikator pertumbuhan dividen dan kemampuan menghitung *return*

saham (Ang & Bekaert, 2004). PER sering dikaitkan dengan kecepatan pengembalian investasi. Semakin kecil nilai PER semakin cepat masa pengembalian investasi, dan meningkatkan minat investor untuk membeli suatu saham. Puspitadewi (2016) juga menyatakan bahwa *Price Earning Ratio* yang rendah dapat berarti saham perusahaan tersebut memiliki harga pasar yang lebih rendah dibandingkan nilai intrinsiknya (*undervalued*) dan menarik untuk dijadikan pilihan berinvestasi. Investor cenderung memilih perusahaan dengan nilai PER yang rendah karena menganggap nilai PER yang tinggi menunjukkan harga saham yang mahal dan tidak sesuai dengan nilai intrinsiknya (*overvalued*).

2.2.6 Kebijakan Deviden

Kebijakan dividen adalah kebijakan yang dilakukan oleh perusahaan untuk membagikan dividen kepada para pemegang saham atau akan menahannya dalam bentuk laba ditahan (Situmorang, 2017). Jika perusahaan membagikan dividen kepada para pemegang saham maka akan mengurangi laba yang ditahan dan selanjutnya mengurangi total sumber dana internal atau *internal financing*. Sebaliknya, jika perusahaan memilih untuk menahan laba yang diperoleh, maka kemampuan pembentukan dana internal akan semakin besar. Rasio pembayaran dividen (*dividend payout ratio*) yaitu perbandingan antara *dividend per share* (DPS) dengan *earning per share* (EPS) (R. Ang, 1997).

Pihak manajemen memiliki pengaruh yang penting dalam pengambilan keputusan terutama dalam hal kebijakan dividen (Kurniawan,

2017). Kinerja perusahaan yang baik atau tidak pasti akan tetap memiliki laba setiap tahunnya. Keputusan yang diambil oleh manajemen terhadap laba yang dihasilkan juga berpengaruh pada kebijakan mengenai besarnya dividen yang akan dibagikan kepada investor. Kebijakan dividen sering dianggap sebagai *signal* bagi investor dalam menilai baik buruknya perusahaan, hal ini disebabkan karena kebijakan dividen dapat membawa pengaruh terhadap harga saham perusahaan. Dengan demikian seberapa besar porsi laba yang akan dibagikan dalam bentuk dividen dan seberapa besar porsi laba yang akan ditahan untuk diinvestasikan kembali, merupakan masalah yang cukup serius bagi pihak manajemen.

Menurut Halim (2015) ada tiga macam pembagian dividen dilihat dari pertumbuhannya, sebagai berikut:

1. Dividen dengan jumlah tetap (*zero growth*)

Mengasumsikan bahwa tingkat pertumbuhan diukur dengan tingkat kenaikan dividen yang diharapkan dan jika pertumbuhannya di masa mendatang nol atau dividen yang dibayarkan sama setiap tahun.

2. Dividen dengan pertumbuhan normal (*normal growth*)

Perusahaan selalu berusaha agar laba dan dividen akan tumbuh seperti yang direncanakan. Tingkat pertumbuhan tersebut diharapkan terus berlanjut pada tingkat yang sama dengan tingkat pertumbuhan ekonomi dan bahkan bisa lebih besar.

3. Dividen dengan dua periode pertumbuhan

Banyak perusahaan mengalami pertumbuhan penjualan, laba dan dividen yang tidak konstan. Bisa secara acak mula-mula pertumbuhan dividen diatas normal, kemudian berangsur-angsur akan menjadi normal. Selanjutnya, akan menuju ke tingkat pertumbuhan yang konstan.

2.3 Penelitian Terdahulu

Penelitian terdahulu mengenai pengaruh *Profitability*, *Firm Size*, *Leverage*, dan *Price Earning Ratio* terhadap *Return Defensive Stocks* dengan Kebijakan Dividen sebagai variabel moderasi telah banyak dilakukan baik di Indonesia maupun di negara lainnya. Hasil penelitian terdahulu diringkas dalam tabel berikut:

Tabel 2.1
Penelitian Terdahulu

No	Nama	Judul	Variabel	Hasil
1	(Sharpe, 1964)	<i>Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium Under Conditions of Risk</i>	<i>Expected Return</i> dan <i>Systematic risk</i>	Risiko sistematis mampu menjelaskan <i>return</i> ekspektasi dan berhubungan secara positif.
2	(Fama and French, 1992)	<i>The Cross-Section of Expected Stock Returns</i>	<i>Dependent</i> : <i>average stocks return</i> <i>Independent</i> : <i>Size, book-to-market, leverage, earning price ratio, market β</i>	Variabel <i>size</i> mempunyai hubungan yang negatif dengan <i>average return stocks</i> sedangkan hubungan <i>marketβ</i> dan <i>average return stocks</i> tidak ada pengaruh.
3	(Fitriati & Prasetyono, 2010)	<i>Analisis Hubungan Distress Risk, Firm Size, dan Book to Market ratio dengan Return Saham</i>	<i>Dependent</i> : <i>Return Saham</i> <i>Independent</i> : <i>Distress Risk, Firm Size, dan Book to Market ratio</i>	Variabel <i>Distress Risk</i> dan <i>Firm Size</i> berhubungan negatif dengan <i>Return Saham</i> , sedangkan variabel <i>Book to Market Ratio</i> berhubungan positif dengan <i>Return Saham</i> .

No	Nama	Judul	Variabel	Hasil
4	(Antara, 2012)	Pengaruh <i>Dividend Payout Ratio, Price to Book Value Ratio, dan Price to Earnings Ratio</i> pada <i>Return Saham</i> di Bursa Efek Indonesia Periode 2009-2011	<i>Dependent</i> : <i>Return Saham</i> <i>Independend</i> : <i>Dividend Payout Ratio, Price to Book Value Ratio, dan Price to Earnings Ratio</i>	Variabel DPR yang tidak berpengaruh pada <i>return</i> saham sedangkan variabel PBV dan PER berpengaruh negatif terhadap <i>return</i> saham.
5	(Darusman, 2012)	Analisis Pengaruh <i>Firm Size, Book to Market Ratio, Price Earning Rati</i> dan Momentum terhadap <i>Return</i> Portofolio Saham	<i>Dependent</i> : <i>Return</i> Portofolio Saham <i>Independend</i> : <i>Firm Size, Book to Market Ratio, Price Earning Ratio</i> dan Momentum	Variabel <i>Firm Size</i> dan <i>Book to Market</i> berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap <i>return</i> portofolio saham sedangkan Variabel <i>Price Earning Ratio</i> berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap <i>return</i> portofolio saham.
6	(Novy-Marx, 2014)	<i>Understanding Defensive Equity</i>	<i>Dependent</i> : <i>return defensive stocks</i> <i>Independend</i> : <i>Size, profitability, relative valuation</i>	Variabel <i>size</i> mempunyai hubungan yang positif dengan <i>defensive equity</i> , akan tetapi variabel profitabilitas, dan <i>relatif valuation</i> mempunyai hubungan yang negatif terhadap <i>defensive equity</i> .
7	(Arslan & Zaman, 2014)	<i>Impact of Dividend Yield and Price Earnings Ratio on Stock Returns: A Study Non-Financial listed Firms of Pakistan</i>	<i>Dependent</i> : <i>Stock Return</i> <i>Independet</i> : <i>Price earning ratio, size, dividend yield</i>	Variabel <i>price earning ratio</i> dan <i>size</i> berpengaruh positif signifikan terhadap <i>return</i> saham sedangkan <i>dividend yield</i> berpegaruh negatif signifikan terhadap <i>return</i> saham.
8	(Hunjra et al, 2014)	<i>Impact of Dividend Policy, Earning per Share, Return on Equity, Profit after Tax on Stock Prices</i>	<i>Dependent</i> : <i>Stock Return</i> <i>Independend</i> : <i>Dividend yield, Earning per Share, Return on Equity, Profit after Tax</i>	Variabel ROE berpengaruh positif tidak signifikan terhadap <i>return</i> saham sedangkan variabel <i>dividend payout ratio</i> berpengaruh positif signifikan terhadap <i>return</i> saham.
9	(Prihanantyo, 2015)	Analisis Pengaruh <i>Book to Market, Size</i> dan <i>Profitability</i> Terhadap <i>Return</i> <i>Defensive Stocks</i>	<i>Dependent</i> : <i>Return</i> <i>Defensive Stocks</i> <i>Independend</i> : <i>Book to Market, Size</i> dan <i>Profitability</i>	Variabel <i>profitability</i> dan <i>size</i> berpengaruh positif dan signifikan terhadap <i>return</i> <i>defensive stock</i> sedangkan <i>Book to Market</i> berpengaruh positif tidak signifikan terhadap <i>return</i> <i>defensive stock</i> .
10	(M. N.	<i>The impact of</i>	<i>Dependent</i> :	Variabel <i>leverage</i> berpengaruh

No	Nama	Judul	Variabel	Hasil
	Abdullah et al., 2015)	<i>financial leverage and market size on stock returns on the Dhaka stock exchange: Evidence from selected stocks in the manufacturing sector</i>	<i>Stocks Return Independent : Financial Leverage and Market Size</i>	positif signifikan terhadap <i>return</i> saham untuk semua industri, sedangkan variabel <i>market size</i> berpengaruh positif signifikan terhadap <i>return</i> saham.
11	(Putri, 2016)	Analisis Pengaruh <i>Distress Risk, Firm Size, Book To Market Ratio, Price Earning Ratio</i> , dan <i>Debt To Equity Ratio</i> terhadap <i>Return Pada Defensive Stocks</i> (Studi empiris pada Perusahaan Manufaktur yang tercatat dalam Bursa Efek Indonesia pada periode 2010-2014)	<i>Dependent : Return Defensive Stocks Independent : Distress Risk, Firm Size, Book To Market Ratio, Price Earning Ratio, dan Debt To Equity Ratio</i>	Variabel <i>distress risk</i> dan <i>book to market ratio</i> memiliki pengaruh negatif yang signifikan terhadap <i>return defensive stocks</i> sedangkan variabel <i>firm size, price earning ratio</i> dan <i>debt to equity ratio</i> mempunyai pengaruh positif tidak signifikan terhadap <i>return defensive stocks</i>
12	(Puspitadewi, 2016)	Pengaruh DER, ROA, PER dan EVA terhadap <i>Return Saham</i> pada perusahaan <i>FOOD and Beverage</i> di BEI	<i>Dependent : Return Saham Independent : DER, ROA, PER dan EVA</i>	Variabel <i>Return On Assets</i> dan <i>Price Earning Ratio</i> berpengaruh positif dan signifikan terhadap <i>return</i> saham, sementara variabel DER memiliki pengaruh negatif yang tidak signifikan terhadap <i>return</i> saham. Sedangkan variabel EVA berpengaruh positif tidak signifikan terhadap <i>return</i> saham.
13	(Situmorang, 2017)	Analisis Faktor Fundamental terhadap <i>return</i> saham dengan kebijakan dividen sebagai variabel moderating perusahaan <i>Consumer Goods</i> yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.	<i>Dependent : Return Saham Independent : current ratio, debt to equity ratio, return on asset, earning per share and firm size Moderating : Kebijakan Dividen</i>	Variabel <i>current ratio, debt to equity ratio, return on asset, earning per share and firm size</i> mempunyai pengaruh secara simultan terhadap <i>return</i> saham. Secara Parsial <i>current ratio</i> dan <i>debt to equity ratio</i> berpengaruh positif tidak signifikan, sedangkan <i>Return on asset</i> mempunyai pengaruh positif signifikan terhadap <i>return</i> saham. Variabel <i>earning per share</i> dan <i>firm size</i> mempunyai pengaruh negatif tidak signifikan terhadap <i>return</i> saham. Kebijakan dividen

No	Nama	Judul	Variabel	Hasil
				mampu memoderasi hubungan <i>current ratio</i> , <i>debt to equity ratio</i> , <i>return on asset</i> , <i>earning per share</i> and <i>firm size</i> terhadap <i>return</i> saham.
14	(Kurniawan, 2017)	Pengaruh Kinerja Keuangan Terhadap <i>Return Saham</i> Dengan Menjadikan Kebijakan Dividen Sebagai Variabel <i>Moderate</i> Pada Perusahaan Yang Terdaftar Di Jakarta Islamic Indeks (JII 2007 – 2011)	<i>Dependent</i> : <i>Current Ratio</i> , <i>Return on Asset</i> , <i>Return on Equity</i> , <i>Debt to Equity ratio</i> dan Total Turnover Asset. <i>Independent</i> : <i>Return Saham</i> . <i>Moderating</i> : Kebijakan Dividen.	Variabel CR, ROA, ROE, and DER berpengaruh tidak signifikan terhadap <i>return</i> saham sedangkan TATO berpengaruh signifikan terhadap <i>return</i> saham. Kebijakan dividen tidak mampu memoderasi pengaruh kinerja keuangan terhadap <i>return</i> saham.
15	(Sakina & Prasetiono, 2017)	Analisis Pengaruh ROE, <i>Firm Size</i> , <i>Current Ratio</i> dan DER terhadap <i>Return Defensive Stocks</i>	<i>Dependent</i> : <i>Return Defensive Stocks</i> <i>Independent</i> : ROE, <i>Firm Size</i> , <i>Current Ratio</i> dan DER	Variabel ROE, <i>Firm Size</i> , <i>Current Ratio</i> mempunyai hubungan yang positif signifikan terhadap <i>return defensive stocks</i> , sedangkan variabel DER mempunyai hubungan positif tidak signifikan terhadap <i>return defensive stocks</i>
16	(Acheampong, Agalega, & Shibu, 2017)	<i>The Effect of Financial Leverage and Market Size on Stock Returns on the Ghana Stock Exchange: Evidence from Selected Stocks in the Manufacturing Sector Prince</i>	<i>Dependent</i> : <i>Stock Returns</i> <i>Independent</i> : <i>Leverage and Market Size</i>	Variabel <i>leverage</i> berhubungan negatif dan signifikan terhadap <i>stock returns</i> sedangkan <i>size</i> berhubungan positif signifikan terhadap <i>stock returns</i> .
17	(Sihombing, 2019)	Analisis Faktor yang Mempengaruhi <i>Return Saham</i> dengan Kebijakan Dividen sebagai Variabel <i>Moderating</i> pada Perusahaan <i>Consumer Goods</i>	<i>Dependent</i> : <i>Return Saham</i> <i>Independent</i> : <i>current ratio</i> , <i>return on equity</i> , <i>earnings per share</i> , <i>net profit margin</i> , <i>cash flow from operation to debt</i> , inflasi dan suku bunga	Variabel <i>current ratio</i> , <i>return on equity</i> , <i>earnings per share</i> , <i>net profit margin</i> , <i>cash flow from operation to debt</i> , inflasi dan suku bunga Bank Indonesia berpengaruh secara simultan terhadap <i>return</i> saham. Secara parsial variabel inflasi dan suku bunga Bank Indonesia yang berpengaruh terhadap <i>return</i> saham, sedangkan variabel <i>current ratio</i> , <i>return on equity</i> ,

No	Nama	Judul	Variabel	Hasil
			Bank Indonesia Moderating : Kebijakan Dividen	<i>earnings per share, net profit margin dan cash flow from operation to debt</i> tidak berpengaruh terhadap <i>return</i> saham. Kebijakan dividen tidak mampu memoderasi hubungan <i>current ratio, return on equity, earnings per share, net profit margin, cash flow from operation to debt</i> , inflasi dan suku bunga Bank Indonesia terhadap <i>return</i> saham.

Sumber: Data diolah tahun 2019

2.4 Hubungan antara Variabel

2.4.1 Pengaruh *Profitability* terhadap *Return Defensive Stock*

Return on equity merupakan rasio profitabilitas atau yang lebih dikenal dengan rentabilitas modal sendiri, yaitu rasio antara laba bersih setelah pajak terhadap modal sendiri (*equity*) yang berasal dari setoran modal pemilik, laba ditahan dan cadangan lain yang dikumpulkan perusahaan (Sihombing, 2019). *Profitability* menjadi tujuan bagi perusahaan setelah menjalankan kegiatan operasional perusahaan. Di sisi lain, para pemangku kepentingan juga mengharapkan agar perusahaan senantiasa mendapatkan keuntungan. Perusahaan yang memiliki *profitability* tinggi dianggap mampu mensejahterakan para pemegang saham.

Dengan demikian dapat dikatakan apabila ROE memiliki tingkat yang tinggi maka akan membuat pasar bereaksi positif (mendukung *signalling theory*) karena dianggap mampu menghasilkan laba yang tinggi dan berdampak pada prospek perusahaan dimasa yang akan datang. Adanya reaksi pasar positif tersebut, maka akan menarik minat investor dalam

menanamkan modal di perusahaan tersebut. Hal ini mengakibatkan meningkatnya harga saham di pasar modal yang nantinya berimbas pada meningkatnya *return* saham.

Dalam penelitian yang dilakukan oleh (Sakina & Prasetiono, 2017) *profitability* berpengaruh positif signifikan terhadap *return defensive stocks* begitu pula dalam penelitian yang dilakukan (Hunjra et al., 2014) yang menyebutkan bahwa variabel *profitability* berpengaruh positif terhadap *return defensive stocks*.

2.4.2 Pengaruh *Firm Size* terhadap *Return Defensive Stock*

Firm size dapat diartikan sebagai ukuran perusahaan dimana dapat dicari dengan mengalikan harga saham dengan jumlah saham yang beredar (Fama & French, 1992). Semakin besar ukuran perusahaan yang diprosikan sebagai kapitalisasi pasar maka *return* yang akan didapat semakin besar. Hal ini terjadi karena kapitalisasi pasar sebuah perusahaan semakin besar biasanya kinerja sebuah perusahaan bagus dan semakin banyak investor yang membeli saham tersebut karena banyak yang membeli otomatis *return* yang didapat semakin besar (Prihanantyo, 2015). Dengan demikian dapat dikatakan apabila *firm size* saham tinggi maka akan membuat pasar bereaksi positif (mendukung *signalling theory*) karena dianggap mampu mengelola perusahaan dengan baik dan berdampak pada prospek perusahaan dimasa yang akan datang. Dengan adanya reaksi pasar positif tersebut, maka akan meningkatkan minat investor dalam menanamkan modal di perusahaan

tersebut. Hal ini mengakibatkan meningkatnya harga saham di pasar modal yang nantinya berimbas pada kenaikan *return* saham.

Dalam penelitian yang dilakukan oleh (Novy-Marx, 2014) *size* berpengaruh positif terhadap *return defensive stocks* begitu pula dalam penelitian yang dilakukan oleh (Putri, 2016) menyebutkan bahwa variabel *size* berpengaruh positif terhadap *return defensive stocks*.

2.4.3 Pengaruh *Leverage* terhadap *Return Defensive Stock*

Debt to Equity Ratio (DER) merupakan salah satu rasio *leverage* yang dapat digunakan sebagai salah satu rasio yang dapat dipertimbangkan untuk mengambil keputusan investasi. Semakin tinggi DER menunjukkan nilai hutang yang lebih besar dibanding nilai ekuitasnya, sehingga dapat berdampak pada semakin tingginya beban perusahaan terhadap pihak kreditur eksternal. Hal ini akan menunjukkan beban perusahaan yang tinggi pada pihak kreditur, sehingga menurunkan minat investor dalam menanamkan dananya akibat perusahaan yang bergantung pada pihak eksternal. Dampak yang terjadi adalah penurunan harga saham perusahaan, sehingga *return* perusahaan cenderung lebih rendah (R. Ang, 1997). Dengan demikian dapat dikatakan apabila *leverage* saham tinggi maka akan membuat pasar bereaksi negatif (mendukung *signalling theory*) karena dianggap perusahaan tidak mampu mengelola *leverage* dengan baik dan berdampak pada *return* saham perusahaan dimasa yang akan datang.

Dalam penelitian yang dilakukan oleh (Acheampong et al., 2014) *leverage* berpengaruh negatif signifikan terhadap *return defensive stocks*

begitu pula dalam penelitian yang dilakukan (Puspitadewi, 2016) menyebutkan bahwa variabel *leverage* negatif terhadap *return defensive stocks*.

2.4.4 Pengaruh *Price Earning Ratio* terhadap *Return Defensive Stock*

Price Earning Ratio (PER) merupakan rasio perbandingan antara harga saham dengan pendapatan setiap lembar saham. Informasi PER mengindikasikan besarnya rupiah yang harus dibayarkan investor untuk memperoleh satu rupiah *earning* perusahaan (Tandelilin, 2010). Semakin tinggi PER menunjukkan prospek harga saham dinilai semakin tinggi oleh investor terhadap pendapatan per lembar sahamnya, sehingga PER yang semakin tinggi juga menunjukkan semakin mahal saham tersebut terhadap pendapatan per lembar sahamnya. Dengan demikian dapat dikatakan apabila *price earning ratio* saham tinggi maka akan membuat pasar bereaksi negatif (mendukung *signalling theory*) karena dianggap harga saham yang mahal. Hal ini membuat harga saham semakin menurun dan *return* yang diperoleh pun semakin sedikit.

Dalam peneltian yang dilakukan oleh (Antara, 2012) *price earning ratio* berpengaruh negatif signifikan terhadap *return defensive stocks* begitu pula dalam penelitian yang dilakukan (Darusman & Prasetiono, 2012) menyebutkan bahwa variabel *price earning ratio* berpengaruh negatif terhadap *return defensive stocks*.

2.4.5 Kebijakan Dividen sebagai Variabel Moderasi antara *Profitability* terhadap *Return Defensive Stock*

Profitability menunjukkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba atau keuntungan. Perusahaan dengan *profitability* tinggi diharapkan akan meningkatkan *return* saham yang akan didapatkan, mengingat kemampuan perusahaan mengelola sumber daya dengan baik. Namun, hasil penelitian mengenai hubungan pengaruh *profitability* terhadap *return defensive stocks* masih menunjukkan ketidakkonsistenan. Penelitian yang dilakukan (Novy-Marx, 2014) menemukan bukti empiris bahwa *profitability* berpengaruh negatif terhadap *return defensive stocks*. Hasil ini diperkuat oleh penelitian yang dilakukan oleh (Sihombing, 2019) dengan rasio *profitability* tidak berpengaruh terhadap *return defensive stocks*. Di sisi lain, penelitian yang dilakukan oleh (Sakina & Prasetiono, 2017) dan (Hunjra et al., 2014) menyatakan bahwa *profitability* berpengaruh positif signifikan terhadap *return defensive stocks*.

Hasil penelitian yang menunjukkan perbedaan hasil diduga disebabkan ada faktor lain yang mempengaruhi hubungan antara *profitability* dengan *return defensive stocks*. Perusahaan dengan *profitability* tinggi akan membagikan dividen yang tinggi pula untuk memastikan perusahaan dapat memenuhi kebutuhan dan harapan seluruh pemangku kepentingan. Kebijakan dividen sering dianggap sebagai *signal* bagi investor dalam menilai baik buruknya perusahaan, hal ini disebabkan karena kebijakan dividen dapat membawa pengaruh terhadap harga saham perusahaan.

Dengan demikian seberapa besar porsi laba yang akan dibagikan dalam bentuk dividen dan seberapa besar porsi laba yang akan ditahan untuk diinvestasikan kembali, merupakan masalah yang cukup serius bagi pihak manajemen (Kurniawan, 2017). Peran kebijakan dividen yang efektif melalui Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS) pada perusahaan yang memiliki *profitability* tinggi akan membuat *return defensive stocks* semakin tinggi. Dengan kata lain, perusahaan dengan kondisi *profitability* yang baik akan semakin kuat berpengaruh terhadap *return defensive stocks* jika ditopang dengan kebijakan dividen yang baik, dalam hal ini melalui *dividend payout ratio*.

2.4.6 Kebijakan Dividen sebagai Variabel Moderasi antara *Firm Size* terhadap *Return Defensive Stock*

Perusahaan besar (*big size*) menunjukkan perusahaan memiliki kemampuan keuangan yang besar dan pemangku kepentingan yang semakin luas. Oleh karena itu, perusahaan besar dianggap akan mendapat modal dan keuntungan yang lebih besar pula, termasuk *return* saham yang akan didapatkan. Semakin tinggi *firm size* mencerminkan kinerja perusahaan yang semakin baik, sehingga dapat menghasilkan *return* yang lebih tinggi. Nilai *firm size* yang tinggi dianggap memiliki *earning* pada tahun mendatang, sehingga dapat memberikan *return* yang menguntungkan di masa yang akan datang pada *defensive stocks* (Sakina & Prasetiono, 2017). Namun, hasil penelitian mengenai hubungan pengaruh *firm size* terhadap *return defensive stocks* masih menunjukkan ketidakkonsistenan. Penelitian yang dilakukan

(Novy-Marx, 2014) menemukan bukti empiris bahwa *firm size* berpengaruh positif terhadap *return defensive stocks*. Hasil ini diperkuat oleh penelitian yang dilakukan oleh (Sakina & Prasetyono, 2017), (Acheampong et al., 2014) dan (Prihanantyo, 2015). Di sisi lain, penelitian yang dilakukan oleh (Situmorang, 2017) menyatakan bahwa *firm size* berpengaruh negatif terhadap *return defensive stocks*. Temuan dari (Fama & French, 1992) dan (Fitriati & Prasetyono, 2010) memperkuat peneliti terdahulu bahwa *firm size* berpengaruh negatif terhadap *return defensive stocks*.

Hasil penelitian yang menunjukkan perbedaan hasil diduga disebabkan ada faktor lain yang mempengaruhi hubungan antara *firm size* dengan *return defensive stocks*. *Firm size* yang besar menjadi salah satu indikator perusahaan yang stabil menjaga kinerja keuangan, yang menjadikan perusahaan itu banyak diminati investor (Darusman & Prasetyono, 2012). Perusahaan yang besar cenderung membagikan dividen yang rutin dan menyebabkan *return* saham yang didapatkan semakin besar. *Firm size* mempengaruhi keputusan investor karena adanya faktor risiko bisnis perusahaan kecil cenderung menggunakan keuntungannya untuk melakukan ekspansi.

Perusahaan yang kecil tersebut tentunya akan meningkatkan laba ditahan yang berdampak pada menurunnya jumlah dividen yang dibagikan bahkan tidak sama sekali (Fama & French, 1992). Dengan kata lain, perusahaan besar yang tercermin dari *market capitalization* yang tinggi akan semakin kuat berpengaruh terhadap *return defensive stocks* jika ditopang

dengan kebijakan dividen yang baik, dalam hal ini melalui *dividend payout ratio*.

2.4.7 Kebijakan Dividen sebagai Variabel Moderasi antara *Leverage* terhadap *Return Defensive Stock*

Leverage perusahaan yang tinggi menunjukkan bahwa perusahaan memiliki kewajiban mengembalikan pinjaman ke pihak kreditur yang tinggi. Sehingga akan menggambarkan tingkat risiko yang relatif tinggi dan menunjukkan bahwa risiko yang akan ditanggung investor juga akan semakin tinggi. Pada akhirnya investor menghindari saham-saham yang berisiko tersebut dan menurunkan investor dalam menanamkan dananya akibat perusahaan yang bergantung pada pihak eksternal. Dampak yang terjadi adalah penurunan harga saham perusahaan, sehingga *return* saham cenderung lebih rendah (R. Ang, 1997).

Namun, hasil penelitian mengenai hubungan pengaruh *leverage* terhadap *return defensive stocks* masih menunjukkan ketidakkonsistenan. Hasil penelitian (Acheampong et al., 2014) menemukan bukti empiris bahwa *leverage* berpengaruh negatif terhadap *return defensive stocks*. Hasil ini memperkuat hasil penelitian yang dilakukan oleh (Puspitadewi, 2016) dan (Malintan, 2012). Di sisi lain, penelitian yang dilakukan oleh (Sakina & Prasetiono, 2017) menyatakan bahwa *leverage* berpengaruh positif terhadap *return defensive stocks*. Hasil ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh (M. N. Abdullah et al., 2015) dan (Situmorang, 2017).

Hasil penelitian yang menunjukkan perbedaan hasil diduga disebabkan ada faktor lain yang mempengaruhi hubungan antara *leverage* dengan *return defensive stocks*. Perusahaan dengan *leverage* tinggi memerlukan perhatian penuh dalam pembagian dividen, karena sebagian keuntungan perusahaan digunakan untuk membayar kewajibannya terlebih dahulu, setelah itu pembagian dividen ke pemegang saham. Perusahaan yang memiliki ekuitas yang rendah maka *debt to equity ratio* nya pun tinggi sehingga bunga yang dibayarkan juga semakin tinggi, oleh karena itu dapat memungkinkan bahwa perusahaan membagi laba dengan jumlah yang kecil, sehingga menyebabkan kebijakan dividen suatu perusahaan rendah (Larasati, 2015). Dengan kata lain, perusahaan dengan kondisi *leverage* yang tinggi akan semakin lemah berpengaruh terhadap *return defensive stocks* jika ditopang dengan kebijakan dividen yang baik, dalam hal ini melalui *dividend payout ratio*.

2.4.8 Kebijakan Dividen sebagai Variabel Moderasi antara *Price Earning Ratio* terhadap *Return Defensive Stock*

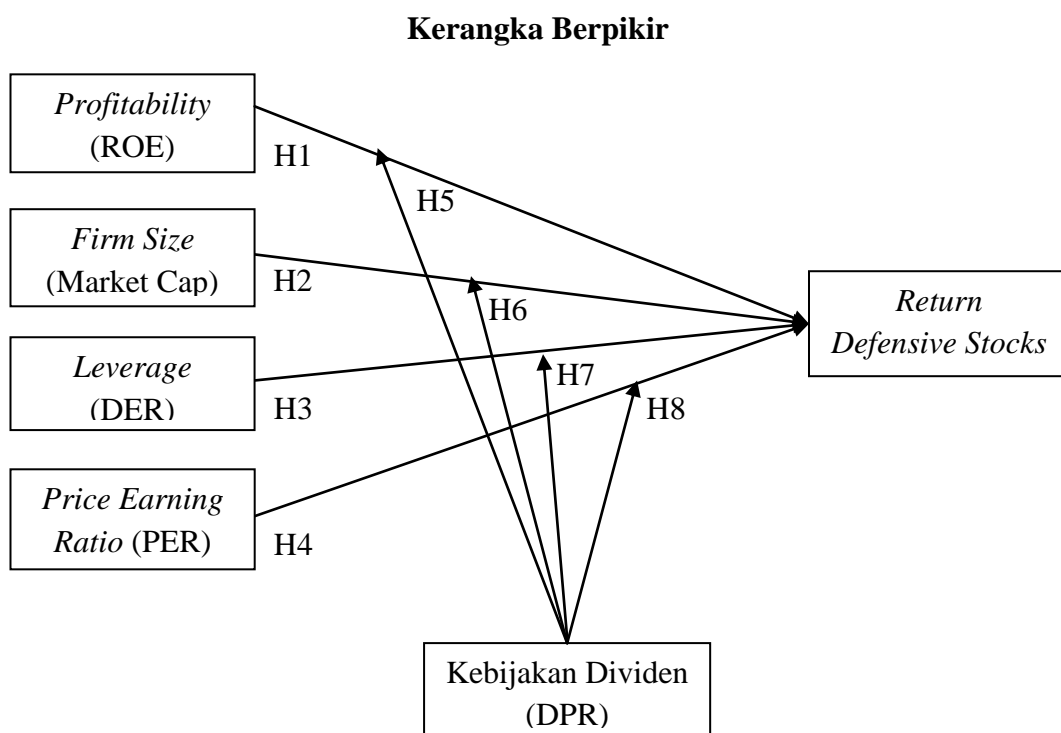
Price earning ratio merupakan rasio yang menunjukkan hasil perbandingan antara harga pasar per lembar saham dengan laba per lembar saham. Dengan mengetahui besar *price earning ratio* tersebut, calon investor potensial dapat mengetahui apakah harga sebuah saham tergolong wajar atau tidak (secara nyata) sesuai kondisi saat ini dan bukannya berdasarkan pada perkiraan dimasa mendatang (Fatahurrazak et al., 2014).

PER merupakan indikator yang baik dalam menentukan *return* saham, dimana semakin tinggi PER maka semakin tinggi pula harga per lembar saham dalam pasar. Investor akan tertarik dengan PER perusahaan yang bernilai rendah, karena saham dapat dibeli secara murah dengan harapan *return* saham yang didapatkan lebih tinggi di masa yang akan mendatang. Hasil penelitian yang dilakukan (Antara, 2012) dan (Darusman & Prasetyono, 2012) bahwa PER berpengaruh negatif terhadap *return defensive stocks*. Di penelitian lain menemukan hasil yang berbeda dilakukan oleh (Putri, 2016) dan (Arslan & Zaman, 2014) bahwa PER berpengaruh positif terhadap *return defensive stocks*.

Hasil penelitian yang menunjukkan perbedaan hasil diduga disebabkan ada faktor lain yang mempengaruhi hubungan antara PER dengan *return defensive stocks*. Menurut (H. Abdullah & Agaki, 2016), *price earning ratio* mengandung informasi mengenai laba bersih (*earning per share*) yang diperoleh perusahaan. Semakin tinggi EPS maka PER suatu perusahaan semakin kecil. Secara teoritis, laba bersih digunakan untuk memprediksi nilai dividen yang akan dibayarkan oleh perusahaan. Peningkatan jumlah dividen yang dibayarkan menandakan bahwa laba bersih (*earning per share*) perusahaan juga mengalami peningkatan dan PER perusahaan mengalami penurunan. Hal ini menjadi respon positif investor karena menilai bahwa saham sedang murah dan investor akan membeli menjadikan *return* saham meningkat. Sebagaimana prinsip *signaling theory*, adanya kenaikan dividen merupakan sinyal bagi investor bahwa perusahaan memiliki prospek yang

bagus dimasa mendatang. Dengan kata lain, perusahaan dengan kondisi PER yang tinggi akan semakin lemah berpengaruh terhadap *return defensive stocks* jika ditopang dengan kebijakan dividen yang baik, dalam hal ini melalui *dividend payout ratio*.

Berdasarkan uraian di atas, penelitian ini bermaksud mengkaji pengaruh *profitability*, *firm size*, *leverage* dan *price earning ratio* terhadap *return defensive stocks* dengan kebijakan dividen sebagai variabel moderasi, sehingga kerangka pemikiran dalam penelitian ini dapat diilustrasikan sebagai berikut:



Gambar 2.1

Sumber: Data diolah, 2019.

2.5 Hipotesis Penelitian

Berdasarkan paparan kerangka berpikir yang disajikan di atas, maka hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

- Ha1** : *Profitability* berpengaruh positif terhadap *return defensive stocks*.
- Ha2** : *Firm Size* berpengaruh positif terhadap *return defensive stocks*.
- Ha3** : *Leverage* berpengaruh negatif terhadap *return defensive stocks*.
- Ha4** : *Price Earning Ratio* berpengaruh negatif terhadap *return defensive stocks*.
- Ha5** : Kebijakan Dividen memoderasi dengan memperkuat pengaruh *profitability* terhadap *return defensive stocks*.
- Ha6** : Kebijakan Dividen memoderasi dengan memperkuat pengaruh *firm size* terhadap *return defensive stocks*.
- Ha7** : Kebijakan Dividen memoderasi dengan memperlemah pengaruh *leverage* terhadap *return defensive stocks*.
- Ha8** : Kebijakan Dividen memoderasi dengan memperlemah pengaruh *price earning ratio* terhadap *return defensive stocks*.

BAB III

METODE PENELITIAN

3.1 Jenis Penelitian

Jenis penelitian ini menggunakan metode penelitian kuantitatif. Data kuantitatif yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder berupa ringkasan laporan keuangan dan laporan tahunan perusahaan yang termasuk dalam sektor manufaktur selama tahun 2015 hingga tahun 2018 yang diperoleh dari *website* resmi (Idx.co.id, 2019). Penelitian kuantitatif menekankan analisisnya pada data-data *numerikal* (angka) yang diolah dengan metode statistika (Sugiyono, 2016:13).

Desain penelitian ini menggunakan studi pengujian hipotesis (*hypothesis testing study*). Pengujian hipotesis pada penelitian ini untuk menguji pengaruh korelasional antar variabel penelitian. Hubungan sebab akibat dalam desain ini sudah dapat diprediksi oleh peneliti sehingga peneliti dapat menyatakan klasifikasi variabel bebas, variabel terikat dan variabel moderasi (Ghozali, 2011). Hipotesis yang diuji pada penelitian ini yaitu adakah pengaruh *profitability*, *firm size*, *leverage* dan *price earning ratio* terhadap *return defensive stocks* dengan kebijakan dividen sebagai variabel moderasi.

3.2 Populasi, Sample, dan Teknik Pengambilan Sampel

Populasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah perusahaan yang termasuk dalam sektor manufaktur pada tahun 2015 hingga tahun 2018. Pemilihan ini dikarenakan perusahaan yang termasuk dalam sektor manufaktur tergolong ke saham defensif, ketika terjadinya krisis ekonomi dikarenakan seburuk apapun kondisi ekonomi yang terjadi, perusahaan ini tetap memiliki kinerja keuangan yang baik. Kinerja keuangan yang baik mengindikasikan bahwa perusahaan yang termasuk dalam sektor manufaktur termasuk dalam saham defensif, dimana setiap kinerja keuangan perusahaan sebagai pertimbangan investor dalam pengambilan keputusan. Berdasarkan informasi yang diperoleh dari (Idx.co.id, 2019), jumlah perusahaan yang termasuk dalam sektor manufaktur pada tahun penelitian berjumlah 173 perusahaan. Waktu pengamatan penelitian yaitu dari periode tahun 2015 sampai dengan tahun 2018.

Teknik pengambilan sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah *purposive sampling*. Teknik ini bertujuan untuk mendapatkan sampel yang *representative* sesuai dengan kriteria yang telah ditentukan. Jadi, hanya anggota populasi yang memenuhi kriteria yang dijadikan sebagai sampel penelitian. Proses pengambilan sampel penelitian ini disajikan dalam Tabel 3.1 sebagai berikut:

Tabel 3.1
Proses Pengambilan Sampel Penelitian

No	Kriteria Sampel	Tidak Sesuai Kriteria	Jumlah
1	Total perusahaan sektor manufaktur pada tahun 2015-2018 secara konstan	(0)	173
2	Perusahaan sektor manufaktur yang rutin menerbitkan <i>annual report</i> selama periode 2015-2018.	(3)	170
3	Perusahaan sektor manufaktur yang memiliki nilai beta dibawah 1 selama periode penelitian.	(109)	61
	Tahun pengamatan		4
	Jumlah unit analisis		244

Sumber: Data diolah, 2019

Tabel 3.1 menunjukkan sampel penelitian sebanyak 61 perusahaan. Tahun pengamatan dilakukan selama 4 tahun mulai dari tahun 2015 sampai tahun 2018, sehingga data yang digunakan dalam penelitian sebanyak 244 observasi.

Risiko sistematis sering diproksikan dengan beta karena dianggap sangat mewakili untuk digunakan dalam mengukur risiko yang tidak bisa di diversifikasi. Salah satu alternatif berinvestasi saham adalah *defensive stock* karena mempunyai beta dibawah 1 sehingga risiko dapat di minimalisir (Novy-Marx, 2014). Hal ini menjadi alasan sebagai kriteria sampel yang dijadikan penelitian, karena saham yang memiliki beta kurang dari 1 adalah *defensive stocks*.

3.3 Variabel Penelitian

3.3.1 Variabel Dependen

Variabel dependen juga disebut sebagai variabel terikat, yaitu variabel yang nilainya dipengaruhi oleh variabel bebas. Variabel dependen adalah variabel yang menjadi pusat perhatian dalam penelitian (Ferdinand, 2014). Variabel dependen dalam penelitian ini adalah *return defensive stocks*. *Return* saham merupakan pengembalian yang diharapkan investor atau pemilik ketika berinvestasi pada saham perusahaan tersebut. Perhitungan *return* saham terdiri dari *capital gain* (keuntungan) dan *capital loss* (kerugian).

Secara matematis rumus perhitungan Return saham menurut (Jogiyanto, 2003) dengan cara:

$$\text{Return saham} = \frac{Pt - Pt_1}{Pt_1}$$

3.3.2 Variabel Independen

Variabel independen disebut juga sebagai variabel bebas, yaitu variabel yang mempengaruhi variabel dependen atau variabel terikat (Sugiyono, 2011). Variabel independen yang digunakan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. *Profitability*

Profitability merupakan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan keuntungan dari aktivitas operasi perusahaan yang juga digunakan sebagai indikator pengelolaan perusahaan yang baik oleh manajemen. Pada penelitian

ini variabel *profitability* diukur menggunakan *return on equity*. Sihombing (2019) menjelaskan bahwa *return on equity* merupakan rasio profitabilitas atau yang lebih dikenal dengan rentabilitas modal sendiri, yaitu rasio antara laba bersih setelah pajak terhadap modal sendiri (*equity*) yang berasal dari setoran modal pemilik, laba ditahan dan cadangan lain yang dikumpulkan perusahaan.

Return on equity adalah rasio yang memperlihatkan sejauh manakah perusahaan mengelola modal sendiri (*net worth*) secara efektif, mengukur tingkat keuntungan dari investasi yang telah dilakukan pemilik modal sendiri atau pemegang saham perusahaan. Semakin tinggi *return on equity* maka kinerja keuangan akan semakin baik karena ekuitas yang ditanamkan pemegang saham mampu menghasilkan laba yang tinggi. Secara matematis *return on equity* dapat dihitung dengan cara:

$$\text{ROE} = \frac{\text{Earning after tax}}{\text{total equity}}$$

2. *Firm Size*

Firm size menggambarkan besar kecilnya ukuran suatu perusahaan. *Firm size* dapat diukur dengan menggunakan ukuran *market capitalization* dimana dengan mengkalkulasikan jumlah saham yang beredar (*outstanding share*) dengan harga pasar saham pada saat itu. *Firm size* suatu perusahaan dapat diprosikan dengan *market capitalization* yang dapat mencerminkan *value* dari perusahaan tersebut (Putri, 2016). Pada penelitian ini variabel *firm size* diukur dengan rumus sebagai berikut:

$$\text{Market Capitalization} = \text{Outstanding Shares} \times \text{Harga Saham}$$

3. *Leverage*

DER merupakan rasio yang dapat digunakan untuk memperhitungkan *leverage* dari perusahaan, selain itu DER juga dapat digunakan untuk melihat sampai sejauh mana suatu perusahaan dapat memenuhi kewajiban jangka panjangnya (Sakina & Prasetiono, 2017). *Debt to equity ratio* digunakan untuk menilai hutang dengan seluruh ekuitas serta mampu memberikan petunjuk umum tentang kelayakan dan risiko keuangan perusahaan. Secara matematis rumus DER dapat dicari dengan cara berikut:

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

4. *Price Earning Ratio*

Price Earning Ratio (PER) merupakan rasio perbandingan antara harga saham dengan pendapatan setiap lembar saham. Informasi PER mengindikasikan besarnya rupiah yang harus dibayarkan investor untuk memperoleh satu rupiah *earning* perusahaan (Tandelilin, 2010:375). PER sering dikaitkan dengan kecepatan pengembalian investasi, Carlo (2014) menyebutkan secara matematis rumus PER dapat dicari dengan cara berikut:

$$PER = \frac{\text{Harga per lembar saham}}{\text{Earning per Share}}$$

3.3.3 Variabel Moderasi

Menurut Creswell (2016) variabel moderasi adalah variabel baru yang dikonstruksikan sendiri oleh peneliti dengan cara mengambil satu variabel dan mengalikannya dengan variabel lain untuk mengetahui dampak

keduanya. Variabel moderasi adalah variabel bebas yang memengaruhi arah dan atau kekuatan hubungan antara variabel independen dan variabel dependen. Variabel moderasi pada penelitian ini adalah kebijakan dividen.

Kebijakan dividen merupakan keputusan yang terkait dengan pembagian laba atas perusahaan kepada para pemegang saham dalam bentuk dividen sebagai return atas investasi serta berapa banyak yang dipertahankan untuk investasi kembali di dalam perusahaan (Brigham & Houston, 2006:69). Pada penelitian ini kebijakan dividen diproksikan menggunakan *dividend payout ratio* (DPR) yang merupakan perbandingan antara *dividend per share* dan *earning per share* (R. Ang, 2007). Secara matematis DPR bisa dihitung dengan cara:

$$DPR = \frac{\text{Dividend per share}}{\text{Earning per Share}}$$

Berikut ringkasan definisi operasional variabel penelitian terdapat pada tabel 3.2 sebagai berikut:

Tabel 3.2

Definisi Operasional Variabel Penelitian

Variabel	Definisi Operasional	Pengukuran Variabel
<i>Return Defensive Stocks</i>	<i>Return defensive stocks</i> merupakan perubahan harga saham dari periode sebelumnya.	$\text{Return saham} = \frac{Pt - Pt_1}{Pt_1}$ (Jogiyanto, 2003)
<i>Profitability</i>	<i>Profitabilty</i> diproksikan dengan <i>Return on Equity</i> (ROE) yang merupakan perbandingan antara laba bersih setelah pajak dan total modal sendiri.	$ROE = \frac{\text{Earning after tax}}{\text{Total Equity}}$ (Sihombing, 2019)
<i>Firm Size</i>	<i>Firm size</i> diproksikan dengan <i>market capitalization</i> yang merupakan kalkulasi dari Jumlah saham yang beredar	$\text{Market Cap} = \text{Outstanding Shares} \times \text{Harga per lembar saham}$

Variabel	Definisi Operasional	Pengukuran Variabel
	dengan harga per lembar saham.	(Putri, 2016)
<i>Leverage</i>	<i>Leverage</i> diprosikan dengan <i>Debt to Equity Ratio</i> (DER) yang merupakan perbandingan antara utang dengan modal sendiri.	$DER = \frac{\text{Total Liability}}{\text{Total Equity}}$ (Sakina & Prasetiono, 2017)
<i>Price Earning Ratio</i>	PER merupakan perbandingan harga saham dengan EPS (<i>earning per share</i>)	$PER = \frac{\text{Harga saham}}{\text{Earning per share}}$ (Carlo, 2014)
Kebijakan Dividen	Kebijakan dividen diprosikan dengan <i>Dividend Payout Ratio</i> (DPR), yang merupakan perbandingan antara <i>dividend per share</i> (DPS) dengan <i>earning per share</i> (EPS).	$DPR = \frac{DPS}{EPS}$ (R. Ang, 2007)

Sumber : data diolah tahun 2019

3.4 Teknik Pengumpulan Data

Teknik pengumpulan data yang digunakan dalam penelitian ini adalah teknik dokumentasi. Dokumentasi dilakukan dengan cara mengumpulkan data yang berhubungan dengan *return defensive stocks*, *profitability*, *firm size*, *leverage*, *price earning ratio* dan kebijakan dividen. Data-data tersebut diperoleh dari laporan keuangan dan laporan tahunan (*annual report*) masing-masing perusahaan yang dijadikan sampel selama tahun 2015 hingga tahun 2018 yang diunduh melalui *website* resmi (Idx.co.id, 2019) untuk masing-masing perusahaan.

3.5 Metode Analisis Data

Penelitian ini menggunakan data panel, yaitu data yang memiliki dimensi waktu dan ruang yang artinya variabel penelitian ini terdiri dari sejumlah kategori dan dikumpulkan pada jangka waktu tertentu (Rosadi, 2012:56). Analisis data panel juga disebut kombinasi antara data *time series* dan data *cross section*. Data *cross section* adalah data yang dikumpulkan dari

waktu ke waktu terhadap banyak individu, sedangkan *time series* data yang dikumpulkan dari waktu ke waktu terhadap suatu individu. Pengujian hipotesis dilakukan dengan model regresi data panel.

Pemilihan data panel dikarenakan di dalam penelitian ini menggunakan rentang waktu beberapa tahun dan juga banyak perusahaan. Pertama penggunaan data *time series* dimaksudkan karena dalam penelitian ini menggunakan rentang waktu empat tahun yaitu dari tahun 2015-2018. Kemudian penggunaan *cross section* itu sendiri karena penelitian ini mengambil data dari banyak perusahaan (*pooled*) yang terdiri dari enam puluh satu (61) perusahaan sektor manufaktur yang dijadikan sampel penelitian. Alat pengolah data dalam penelitian ini menggunakan *Eviews 10*.

3.5.1 Analisis Statistik Deskriptif

Analisis statistik deskriptif memberikan gambaran atau deskripsi suatu data yang dilihat dari nilai rata-rata (*mean*), standar deviasi, *varian*, *maksimum*, *minimum*, *sum*, *range*, *kurtosis* dan *skewness* (kemencengan distribusi) (Ghozali, 2016:19). Statistik deskriptif yang digunakan dalam penelitian ini adalah penentuan nilai rata-rata (*mean*), nilai *maksimum*, nilai *minimum* dan standar deviasi masing-masing variabel. Hal ini dilakukan untuk melihat gambaran keseluruhan dari sampel yang berhasil dikumpulkan dan memenuhi syarat untuk dijadikan sampel penelitian.

3.5.2 Metode Estimasi Model Regresi Panel

Menurut Ghozali & Ratmono (2013:231) data panel merupakan sekumpulan data (*dataset*) dimana perilaku unit *cross-sectional* (misalnya

individu, perusahaan, negara) diamati sepanjang waktu. Menurut Basuki & Prawoto (2016:276), dalam metode estimasi model regresi dengan menggunakan data panel dapat dilakukan melalui tiga pendekatan, antara lain:

1. *Common Effect Model*

Merupakan pendekatan model data panel yang paling sederhana karena hanya mengkombinasikan data *time series* dan data *cross section*. Model ini tidak memperhatikan dimensi waktu maupun individu, sehingga diasumsikan bahwa perilaku data perusahaan sama dalam berbagai kurun waktu. Metode ini bisa menggunakan pendekatan *Ordinary Least Square* (OLS) atau teknik kuadrat terkecil untuk mengestimasi model data panel. Dengan model yang sebagai berikut:

$$Y_{it} = \alpha + X_{it} \beta + \epsilon_{it}$$

Y: Variabel Dependen

α : Konstanta

X1: Variabel Independen 1

β : Koefisien Regresi

ϵ : *Error Terms*

t: Periode Waktu / Tahun

i: *Cross Section* (Individu) / Perusahaan RDS

2. *Fixed Effect Model*

Model ini mengasumsikan bahwa perbedaan antar individu dapat diakomodasi dari perbedaan intersepnya. Untuk mengestimasi data panel

model *Fixed Effect* menggunakan teknik variabel *dummy* untuk menangkap perbedaan intersep antar perusahaan. Namun demikian, slopenya sama antar perusahaan. Model estimasi ini sering juga disebut dengan teknik *Least Squares Dummy Variable* (LDSV). Dengan model yang sebagai berikut :

$$Y_{it} = \alpha + \alpha_1 + X'_{it} \beta_{it} + \epsilon_{it}$$

3. *Random Effect Model*

Model ini akan mengestimasi data panel dimana variabel gangguan mungkin saling berhubungan antar waktu dan antar individu. Pada model *random effect* perbedaan intersep diakomodasi oleh *error terms* masing-masing perusahaan. Keuntungan menggunakan model ini yaitu menghilangkan heteroskedastisitas. Model ini juga disebut dengan *Error Component Model* (ECM) atau teknik *Generalized Least Squares* (GLS). Dengan model yang sebagai berikut (Rosadi, 2012:273):

$$Y_{it} = X'_{it} \beta_{it} + v_{it}$$

Dimana: $v_{it} = c_i + d_t + \epsilon_{it}$

c_i : Konstanta yang bergantung pada i

d_t : Konstanta yang bergantung pada t

Menurut (Basuki & Prawoto, 2016:277), pemilihan model yang paling tepat digunakan dalam mengelola data panel, terdapat beberapa pengujian yang dapat dilakukan, yaitu:

1. Uji *Chow*

Uji *Chow* merupakan pengujian untuk menentukan model *fixed effect* atau *common effect* yang paling tepat digunakan dalam mengestimasi data panel. Melakukan uji *chow*, data diregresikan dengan menggunakan model *common effect* dan *fixed effect* terlebih dahulu kemudian dibuat hipotesis untuk di uji. Hipotesis tersebut adalah sebagai berikut:

Ho: *common effect model*

H1: *fixed effect model*

Pedoman yang akan digunakan dalam pengambilan kesimpulan uji *chow* adalah sebagai berikut:

- Jika nilai *Probability F* $> 0,05$ artinya Ho diterima; maka model *common effect*.
- Jika nilai *Probability F* $< 0,05$ artinya Ho ditolak; maka model *fixed effect*, dilanjut dengan uji hausman.

2. Uji *Hausman*

Merupakan pengujian statistik untuk memilih apakah model *fixed effect* atau *random effect* yang paling tepat digunakan. Apabila telah melakukan uji *chow* dan hasilnya adalah memilih *fixed effect model*, maka harus dilanjutkan dengan uji *hausmant*. Pengujian ini dilakukan dengan hipotesa sebagai berikut (Widarjono, 2013:365):

Ho: *random effect model*

H1: *fixed effect model*

Pedoman yang akan digunakan dalam pengambilan kesimpulan uji *hausmant* adalah sebagai berikut:

- Jika nilai *probability Chi-Square* $> 0,05$, maka H_0 diterima, yang artinya menggunakan model *random effect*.
- Jika nilai *probability Chi-Square* $< 0,05$, maka H_0 ditolak, yang artinya menggunakan model *fixed effect*.

Kemudian di lanjutkan dengan melakukan uji *lagrange multiplier* untuk menentukan apakah tetap memilih *random effect model* ataukah *common effect model*.

3. Uji Lagrange Multiplier

Uji *lagrange multiplier* adalah pengujian statistik untuk mengetahui apakah *random effect model* lebih baik daripada *common effect model*. Uji *lagrange multiplier test* dengan *Eviews 10* harus dilakukan jika berada pada dua kondisi saat melakukan regresi data panel, yaitu:

1. Uji *Chow* menunjukkan bahwa metode yang terbaik adalah *common effect model* dari pada *fixed effect model*. Sehingga langkah berikutnya untuk menentukan apakah *common effect model* lebih baik dari pada *random effect model*, maka diperlukan uji *lagrange multiplier*.
2. Uji *Hausman* menunjukkan bahwa metode yang terbaik adalah *Random effect model* daripada *fixed effect model*. Sehingga langkah berikutnya untuk menentukan apakah *random effect model* lebih baik dari pada *common effect model*, maka diperlukan uji *lagrange multiplier*.

Sebelum melakukan pengambilan keputusan, dapat dibuat hipotesis sebagai berikut:

H_0 : *common effect model*

H_1 : *random effect model*

Uji *lagrange multiplier* menggunakan metode *Breusch Pagan* dalam pengambilan keputusan. Setelah melakukan Uji *lagrange multiplier* (LM), maka pengambilan kesimpulan adalah dengan pertimbangan sebagai berikut:

- Jika nilai statistik LM > nilai *Chi-Square*, maka H_0 ditolak, yang berarti metode estimasi terbaik adalah model *random effect*.
- Jika nilai statistik LM < nilai *Chi-Square*, maka H_0 diterima, yang berarti metode estimasi terbaik adalah model *common effect*.

3.5.3 Uji Asumsi Klasik

Pengujian asumsi klasik digunakan untuk menguji kelayakan atas model regresi yang digunakan dalam penelitian. Pengujian ini dimaksudkan untuk memastikan bahwa di dalam model regresi yang digunakan data terdistribusi secara normal, dan tidak terdapat multikolinieritas, tidak terjadi heterokedastisitas, dan bebas autokorelasi. Menurut Ghozali (2016:47) uji asumsi klasik terbagi menjadi 4 (empat) pengujian, yaitu uji normalitas, uji multikolinieritas, uji heteroskedastisitas, dan uji autokorelasi.

1) Uji Normalitas

Uji normalitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi, variabel pengganggu atau residual memiliki distribusi normal. Seperti diketahui bahwa uji t dan F mengasumsikan bahwa nilai residual mengikuti

distribusi normal. Kalau asumsi ini dilanggar maka uji statistik menjadi tidak valid untuk jumlah sampel kecil (Ghozali, 2016:154). Pengujian normalitas dalam penelitian ini dengan menggunakan analisis grafik histogram. Variabel-variabel yang mempunyai probabilitas di bawah tingkat signifikan sebesar 0,05 maka diartikan bahwa variabel-variabel tersebut memiliki distribusi tidak normal dan sebaliknya (Ghozali, 2016:170).

2) Uji Multikolinieritas

Uji Multikolinieritas bertujuan untuk menguji apakah model regresi ditemukan adanya korelasi antar variabel bebas (independen). Model regresi yang baik seharusnya tidak terjadi korelasi di antara variabel independen. Jika variabel independen saling berkorelasi, maka variabel-variabel ini tidak *ortogonal*. Ada tidaknya multikolinieritas dapat diketahui dengan melihat nilai matrik korelasi variabel-variabel independen apakah ada korelasi yang cukup tinggi (umumnya diatas 0.90), jika ada maka hal tersebut merupakan indikasi adanya multikolonieritas.

3) Uji Heteroskedastisitas

Menurut (Ghozali, 2016:134), uji heteroskedastisitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan *variance* dan residual satu pengamatan ke pengamatan yang lain. Jika *variance* dan residual satu pengamatan ke pengamatan lain tetap atau sama, maka disebut homoskedastisitas dan jika berbeda disebut heteroskedastisitas. Model regresi yang baik adalah yang homoskedastisitas atau tidak terjadi heteroskedastisitas. Salah satu cara untuk mendeteksi ada tidaknya

heteroskedastisitas dengan menggunakan uji *glejser* dengan meregresikan nilai absolut residual terhadap variabel independen. Jika variabel independen signifikan secara statistik mempengaruhi variabel dependen, maka ada indikasi terjadi heteroskedastisitas. Hal ini terlihat dari probabilitas signifikansinya di atas tingkat kepercayaan 5%, maka model regresi tidak mengandung adanya heteroskedastisitas (Ghozali, 2016:137).

4) Uji Autokorelasi

Uji autokorelasi bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi linear ada korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode t dengan kesalahan pengganggu pada periode $t-1$ (sebelumnya). Uji autokorelasi dapat dilakukan dengan beberapa cara, yaitu uji *Langrange Multipler* (LM test), uji statistic *Q: Box-Pierce* dan *Ljung Box*, dan *Run Test*. Uji autokorelasi yang digunakan dalam penelitian ini yaitu uji *Durbin-Watson*. Uji ini menghasilkan nilai DW hitung (d) dan nilai DW tabel (dL dan dU). Kriteria yang dipakai untuk menentukan ada tidaknya autokorelasi sebagai berikut:

Tabel 3. 3

Kriteria Pengambilan Keputusan Uji Autokorelasi

Hipotesis nol	Keputusan	Jika
Tidak ada autokorelasi positif	Tolak	$0 < d < dL$
Tidak ada autokorelasi positif	Tidak ada keputusan	$dL \leq d \leq dU$
Tidak ada autokorelasi negatif	Tolak	$4 - dI < d < 4$
Tidak ada autokorelasi negatif	Tidak ada keputusan	$4 - dU \leq d \leq 4 - dL$
Tidak ada autokorelasi	Tidak ditolak	$dU < d < 4 - dU$

Sumber: Ghozali(2016:108)

3.5.4 Uji *Goodness of Fit*

1) Uji Koefisien Determinasi (R^2)

Koefisien determinasi (R^2) digunakan untuk mengukur kemampuan model dalam menerangkan variasi variabel dependen. Kelemahan mendasar penggunaan koefisien determinasi adalah bias terhadap jumlah variabel independen yang dimasukkan ke dalam model. Pada penelitian ini, nilai koefisien determinasi menggunakan nilai *Adjusted R²*. Hal ini dikarenakan adanya kondisi bahwa R^2 pasti meningkat tidak peduli apakah variabel tersebut berpengaruh secara signifikan terhadap variabel dependen. Sedangkan nilai *Adjusted R²* dapat naik atau turun apabila satu variabel independen ditambahkan ke dalam model (Ghozali, 2016:97).

Nilai *Adjusted R²* yang kecil berarti kemampuan variasi variabel-variabel independen dalam menjelaskan variasi variabel dependen sangat terbatas. Nilai yang mendekati satu berarti variabel-variabel independen memberikan hampir semua informasi yang dibutuhkan untuk memprediksi variasi variabel dependen.

2) Uji Signifikansi Simultan (Uji Statistik F)

Uji statistik F digunakan untuk menguji apakah semua variabel independen yang dimasukkan ke dalam model memiliki pengaruh secara bersama-sama terhadap variabel dependen. Uji statistik F dilakukan dengan menggunakan tingkat signifikansi 0,05. Dasar pengambilan keputusan pada pengujian ini yaitu:

- 1) Nilai signifikansi $> 0,05$ menunjukkan bahwa variabel independen secara bersama-sama tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap variabel dependen.
- 2) Nilai signifikansi $< 0,05$ menunjukkan bahwa variabel independen secara bersama-sama memiliki pengaruh yang signifikan terhadap variabel dependen.

3.5.5 Pengujian Hipotesis

3.5.5.1 Analisis Regresi Linear Berganda

Model analisis yang digunakan adalah model analisis regresi linier berganda melalui program *Eviews 10* dengan tingkat kesalahan sebesar 5%. Model ini digunakan untuk mengetahui pengaruh variabel bebas terhadap variabel terikat (Ghozali & Ratmono, 2017:53). Persamaan regresi linier berganda:

$$Y = \alpha + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \dots + \beta_n X_n$$

Keterangan:

Y = variabel dependen (nilai yang diprediksi)

a = konstanta

β = koefisien regresi

X₁, X₂,.....n = variabel independen

1. Uji Parsial (Uji Statistik t)

Uji statistik t pada dasarnya menunjukkan seberapa jauh pengaruh satu variabel independen secara individual dalam menerangkan variabel dependen. Tingkat kesalahan dalam penelitian ini adalah 5%. Dasar pengambilan keputusan pada pengujian ini yaitu:

Berdasarkan nilai signifikansi hasil pengujian:

- 1) Nilai signifikansi $> 0,05$ menunjukkan bahwa variabel independen secara parsial tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap variabel dependen maka H_1 ditolak.
- 2) Nilai signifikansi $< 0,05$ menunjukkan bahwa variabel independen secara parsial memiliki pengaruh yang signifikan terhadap variabel dependen maka H_1 diterima.

Berdasarkan nilai koefisien regresinya:

- 1) Nilai koefisien regresi (β) bernilai positif menunjukkan bahwa variabel independen memiliki arah pengaruh positif terhadap variabel dependen.
- 2) Nilai koefisien regresi (β) bernilai negatif menunjukkan bahwa variabel independen memiliki arah pengaruh negatif terhadap variabel dependen.

Bentuk pengujian Hipotesis:

H_0 : variabel independen tidak berpengaruh positif/negatif dan signifikan terhadap variabel dependen.

H₁ : variabel independen secara parsial berpengaruh positif/negatif dan signifikan terhadap variabel dependen.

3.5.5.2 Analisis Regresi Moderasi

Teknik analisis regresi moderasi dapat dilakukan dengan beberapa cara, yaitu *Moderated Regression Analysis* (MRA), uji selisih nilai mutlak, dan uji residual. Penelitian ini menggunakan *Moderated Regression Analysis*. MRA menggunakan pendekatan analitik yang mempertahankan integrasi sampel dan memberikan dasar untuk mengontrol pengaruh variabel moderator (Ghozali, 2016:87).

Menurut Ghozali (2016:88), tujuan analisis ini untuk mengetahui apakah variabel moderasi akan memperkuat atau memperlemah hubungan antara variabel independen dan variabel dependen. Apabila konstanta variabel yang dimoderasi bernilai positif, maka variabel moderasi memperkuat pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen begitupula sebaliknya (Astakoni et al., 2019). Pada penelitian ini, rumus regresi untuk menguji hubungan antara variabel dan pengaruhnya terhadap *return defensive stocks* serta peran moderasi dari variabel *moderating* adalah sebagai berikut:

$$RDS = \alpha + \beta_1ROE + \beta_2SIZE + \beta_3DER + \beta_4PER + \beta_5|ROE-DPR| + \beta_6|SIZE-DPR| + \beta_7|DER-DPR| + \beta_8|PER-DPR| + \varepsilon$$

Keterangan:

RDS : *Return Defensive Stocks*

α : Konstanta

β_1-8 : koefisien regresi 1-8 pada variabel independen

ROE : *Return on Equity(Profitability)*

SIZE : *Market Capitalization*

DER : *Debt to Equity Ratio(Leverage)*

PER : *Price Earning Ratio*

DPR : *Dividend Payout Ratio*

ε : Error

BAB IV

HASIL DAN PEMBAHASAN

4.1 Deskripsi Objek Penelitian

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder yang diperoleh dari laporan keuangan yang terdapat di Bursa Efek Indonesia (BEI). Populasi dari penelitian ini adalah perusahaan sektor manufaktur yang terdaftar di BEI berturut-turut selama periode 2015-2018. Pengumpulan data dalam penelitian ini menggunakan metode dokumentasi. Pengambilan data laporan keuangan diperoleh di *website* resmi Bursa Efek Indonesia (BEI) dan (ICMD). Pengambilan sampel menggunakan teknik *purposive sampling* yang berarti pengambilan sampel dengan kriteria tertentu. Setelah dilakukan pengambilan sampel dengan kriteria yang telah ditentukan, maka didapat 61 perusahaan yang sesuai dengan kriteria sampel dari populasi seluruh perusahaan sektor manufaktur di Bursa Efek Indonesia tahun 2015-2018.

4.2 Analisis Statistik Deskriptif

Analisis deskriptif digunakan untuk menggambarkan dan mendeskripsikan variabel dalam penelitian ini. Variabel dependen dalam penelitian ini yaitu *return defensive stocks*. Variabel independen dalam penelitian ini adalah *profitability*, *size*, *leverage*, *price earning ratio* serta variabel moderasi yaitu kebijakan dividen. Analisis statistik deskriptif dalam penelitian ini meliputi *mean*, *maximum*, *minimum* dan standar deviasi. Hasil analisis statistik deskriptif dapat dilihat pada tabel 4.1 di bawah ini:

Tabel 4.1
Statistik Deskriptif

	RDS	ROE	SIZE	DER	PER	DPS
	RDS	ROE	SIZE	DER	PER	DPS
Mean	0.342951	0.027951	27.91947	1.853648	24.84418	0.250492
Median	0.020000	0.040000	27.52000	0.865000	0.120000	0.000000
Maximum	44.00000	5.090000	33.94000	162.1900	5736.970	5.350000
Minimum	-0.960000	-11.04000	24.22000	-10.19000	-7.300000	0.000000
Std. Dev.	2.896353	1.067119	2.202660	10.76853	367.3894	0.504771
Skewness	14.18031	-7.187478	0.684948	13.78651	15.49884	5.807411
Kurtosis	213.4005	78.26253	3.003032	203.7300	241.4693	51.54796
Jarque-Bera	458239.1	59689.39	19.07902	417370.4	587922.7	25333.39
Probability	0.000000	0.000000	0.000072	0.000000	0.000000	0.000000
Sum	83.68000	6.820000	6812.350	452.2900	6061.980	61.12000
Sum Sq. Dev.	2038.493	276.7146	1178.965	28178.59	32798926	61.91494
Observations	244	244	244	244	244	244

Sumber : Data diolah dengan Eviews 10, 2019

Berdasarkan tabel 4.1, secara keseluruhan dari 244 observasi dalam penelitian ini, diperoleh nilai rata-rata *Return Defensive Stocks* (RDS) sebesar 0,34 pada rentang waktu 2015-2018. Nilai maksimum RDS sebesar 44,00 yaitu pada PT. Pelat Timah Nusantara Tbk (NIKL) pada tahun 2016, sedangkan nilai minimum RDS sebesar -0,96 yaitu PT. Merck Tbk (MERK) pada tahun 2015. Nilai standar deviasi RDS sebesar 2,90 yang berarti kecenderungan data RDS antara perusahaan satu dan perusahaan lainnya selama periode tersebut memiliki tingkat penyimpangan sebesar 2,90.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa nilai rata-rata *Return on Equity* (ROE) sebesar 0,03 pada rentang waktu 2015-2018. Nilai maksimum ROE diperoleh sebesar 5,09 yaitu PT. Berlian Laju Tanker Tbk (BLTA) pada tahun 2015 dan nilai minimum ROE adalah -11,04 yaitu PT. Central Proteina

PrimaTbk (CPRO) pada tahun 2016. Nilai standar deviasi ROE yaitu sebesar 1,07 yang berarti kecenderungan data ROE antara perusahaan satu dan perusahaan lainnya selama periode tersebut memiliki tingkat penyimpangan sebesar 1,07.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa pada variabel *firm size* nilai rata-rata diperoleh sebesar 27,92 dalam rentang waktu 2015-2018. Nilai maksimum *firm size* adalah sebesar 550,184,503,737,000 atau 33,94 setelah hasil pengolahan data menggunakan perhitungan *logaritma natural* yaitu PT. H M Sampoerna Tbk (HMSP) pada tahun 2017 dan nilai minimum variabel *firm size* sebesar 33,120,000,000 atau 24,22 yaitu PT. Kedaung Indah Can Tbk (KICI) pada tahun 2016. Nilai standar deviasi variabel *firm size* yaitu sebesar 2,20 yang berarti kecenderungan data variabel *firm size* antara perusahaan satu dan perusahaan lainnya selama periode tersebut memiliki tingkat penyimpangan sebesar 2,20.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa pada variabel *Debt to Equity Ratio* (DER) memiliki rata-rata 1,85 dalam rentang waktu 2015-2018. Nilai maksimum DER adalah 162,19 yaitu PT. Eterindo Wahanatama Tbk (ETWA) pada tahun 2016 dan nilai minimum variabel DER sebesar -10,19 yaitu PT. Eterindo Wahanatama Tbk (ETWA) pada tahun 2017. Nilai standar deviasi DER yaitu sebesar 10,77 yang berarti kecenderungan data pertumbuhan aset tak berwujud antara perusahaan satu dan perusahaan lainnya selama periode tersebut memiliki tingkat penyimpangan sebesar 10,77.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa pada variabel *Price Earning Ratio* (PER) mendapatkan nilai rata-rata sebesar 24,84 dalam rentang waktu 2015-2018. Nilai maksimum PER adalah 5736,97 yaitu pada PT. Bumi Teknokultura Unggul Tbk (BTEK) pada tahun 2017 dan nilai minimum PER sebesar -7,30 yaitu PT. Goodyear Indonesia Tbk (GDYR) pada tahun 2015. Nilai standar deviasi variabel PER yaitu sebesar 367,39 yang berarti kecenderungan data *price earning ratio* antara perusahaan satu dan perusahaan lainnya selama periode tersebut memiliki tingkat penyimpangan sebesar 367,39.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa pada *Dividend Payout Ratio* (DPR) memperoleh rata-rata sebesar 0,25 dalam rentang waktu 2015-2018. Nilai maksimum DPR adalah sebesar 5,35 yaitu pada PT. Sumi Indo Kabel Tbk (IKBI) pada tahun 2017 dan nilai minimum DPR sebesar 0,00 yaitu pada salah satunya PT. Akasha Wira International Tbk (ADES) dan PT Alumindo Light Metal Inds. Tbk (ALMI) pada tahun 2015-2017, hal ini dikarenakan perusahaan tidak membagikan dividen untuk pemegang saham. Nilai standar deviasi kebijakan dividennya itu sebesar 0,50 yang berarti kecenderungan data kebijakan dividen antara perusahaan satu dan perusahaan lainnya selama periode tersebut memiliki tingkat penyimpangan sebesar 0,50.

4.3 Pemilihan Model Estimasi

4.3.1 Metode Estimasi Model Regresi Panel Pertama

Penentuan metode estimasi model regresi panel dilakukan dengan menggunakan tiga pendekatan yaitu *Common Effect Model*, *Fixed Effect Model* dan *Random Effect Model*. Pemilihan metode estimasi regresi panel yang paling tepat digunakan dapat dilakukan dengan melakukan beberapa pengujian. Pengujian tersebut yang pertama adalah dengan melakukan Uji *Chow* untuk menentukan model yang lebih baik untuk mengestimasi antara *Common Effect Model* atau *Fixed Effect Model*. Kedua adalah melakukan Uji *Hausmant* untuk menentukan model yang lebih baik untuk mengestimasi antara *Fixed Effect Model* atau *Random Effect Model*. Ketiga adalah melakukan Uji *Lagrange Multiplier* untuk menentukan model yang lebih baik untuk mengestimasi antara *Random Effect Model* atau *Common Effect Model*.

a. Uji *Chow*

Pengujian ini bertujuan untuk mengetahui estimasi model regresipanel yang paling baik antara *Common Effect Model* dan *Fixed Effect Model* dengan hipotesis sebagai berikut:

Ho: *Common Effect Model*

H1: *Fixed Effect Model*

Pengambilan kesimpulan adalah dengan melihat hasil *Redunant Fixed Effect* atau *Likelihood Ratio* adalah dengan melihat nilai probabilitas F (*Cross-section F*) lebih kecil dari 0.05, maka berarti bahwa Ho ditolak dan H1 diterima dan apabila lebih besar dari 0,05, maka berarti bahwa

Hoditerima dan H1 ditolak. Berikut adalah hasil dari uji *chow* persamaan regresi pertama:

Tabel 4.2

Uji *Chow* Model Persamaan I

Redundant Fixed Effects Tests
Equation: Untitled
Test cross-section fixed effects

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	2.959142	(36,107)	0.0000
Cross-section Chi-square	102.259764	36	0.0000

Sumber : Data diolah dengan Eviews 10, 2019

Pada penelitian ini, nilai probabilitas F sebesar 0.0000. hal ini berarti dalam uji *Chow* menunjukkan hasil bahwa *Fixed Effect Model* lebih baik untuk mengestimasi regresi data panel pertama daripada *Common Effect Model*.

b. Uji *Hausmant*

Pengujian ini bertujuan untuk mengetahui estimasi model regresi panel yang paling baik antara *Fixed Effect Model* dan *Random Effect Model* dengan hipotesis sebagai berikut:

H₀: *Random Effect Model*

H₁: *Fixed Effect 2Model*

Pengambilan kesimpulan adalah dengan melihat hasil *Corelated Random Effect* atau *Hausmant Test* adalah dengan melihat nilai probabilitas *Cross-section random* lebih kecil dari 0,05, berarti H₁ diterima dan H₀

ditolak apabila nilai probabilitas *Cross-section random* lebih besar dari 0,05, maka berarti bahwa H_0 diterima dan H_1 diterima.

Tabel 4.3

Hasil Hausman Test Model Persamaan I

Correlated Random Effects - Hausman Test
Equation: Untitled
Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	62.338349	4	0.0000

Sumber : Data diolah dengan Eviews 10, 2019

Pada penelitian ini, nilai *p value* sebesar 0.000, hal ini berarti dalam Uji *Hausmant* menunjukkan hasil bahwa *Fixed Effect Model* lebih baik untuk mengestimasi regresi panel pertama dibanding *Random Effect Model*. Maka, dalam penelitian ini menggunakan metode *Fixed Effect Model* dalam pengujian regresi berganda. Karena dalam uji *chow* dan uji *hausmant* dipilih *Fixed effect Model* berturut-turut maka mengabaikan uji *Langrange Multiplier*.

4.3.2 Metode Estimasi Model Regresi Panel Kedua

a. Uji Chow

Pengujian ini bertujuan untuk mengetahui estimasi model regresi panel yang paling baik antara *Common Effect Model* dan *Fixed Effect Model* dengan hipotesis sebagai berikut:

H_0 : *Common Effect Model*

H_1 : *Fixed Effect Model*

Pengambilan kesimpulan adalah dengan melihat hasil *Redunant Fixed Effect* atau *Likelihood Ratio* adalah dengan melihat nilai probabilitas F (*Cross-section F*) lebih kecil dari 0.05, maka berarti bahwa H_0 ditolak dan H_1 diterima dan apabila lebih besar dari 0,05, maka berarti bahwa H_0 diterima dan H_1 ditolak. Berikut adalah hasil dari uji *chow* persamaan regresi kedua:

Tabel 4.4
Uji Chow Model Persamaan II

Redundant Fixed Effects Tests
Equation: Untitled
Test cross-section fixed effects

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	2.502065	(30,84)	0.0005
Cross-section Chi-square	79.171141	30	0.0000

Sumber : Data diolah dengan Eviews 10, 2019

Pada penelitian ini, nilai probabilitas F sebesar 0.0000. hal ini berarti dalam uji *Chow* menunjukkan hasil bahwa *Fixed Effect Model* lebih baik untuk mengestimasi regresi data panel kedua daripada *Common Effect Model*.

b. Uji Hausmant

Pengujian ini bertujuan untuk mengetahui estimasi model regresi panel yang paling baik antara *Fixed Effect Model* dan *Random Effect Model* dengan hipotesis sebagai berikut:

H_0 : *Random Effect Model*

H_1 : *Fixed Effect Model*

Pengambilan kesimpulan adalah dengan melihat hasil *Corelated Random Effect* atau *Hausmann Test* adalah dengan melihat nilai probabilitas *Cross-section random* lebih kecil dari 0,05, maka berarti bahwa H1 diterima dan H0 ditolak apabila nilai probabilitas *Cross-section random* lebih besar dari 0,05, maka berarti bahwa H1 ditolak dan Ho diterima.

Tabel 4.5

Hasil *Hausmant Test* Model Persamaan II

Correlated Random Effects - Hausman Test
Equation: Untitled
Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	61.379938	9	0.0000

Sumber : Data diolah dengan Eviews 10, 2019

Pada penelitian ini, nilai *p value* sebesar 0.000, hal ini berarti dalam Uji Hausmann menunjukkan hasil bahwa *Fixed Effect Model* lebih baik untuk mengestimasi regresi panel kedua dibanding *Random Effect Model*. Maka, dalam penelitian ini menggunakan metode *Fixed Effect Model* dalam pengujian regresi kedua. Karena dalam uji *chow* dan uji *hausmant* dipilih *Fixed effect Model* berturut-turut maka mengabaikan uji *Langrange Multiplier*.

4.4 Uji Asumsi Klasik

4.4.1 Uji Asumsi Klasik Model Pertama

a. Uji Normalitas

Dalam penelitian ini uji normalitas dilakukan dengan melihat grafik histogram dan melihat nilai probabilitas *Jarque Bera*. Model regresi yang baik adalah yang terdistribusi normal atau mendekati. Nilai probabilitas JB dapat dihitung signifikansinya untuk menguji hipotesis sebagai berikut:

Ho: residual terdistribusi normal

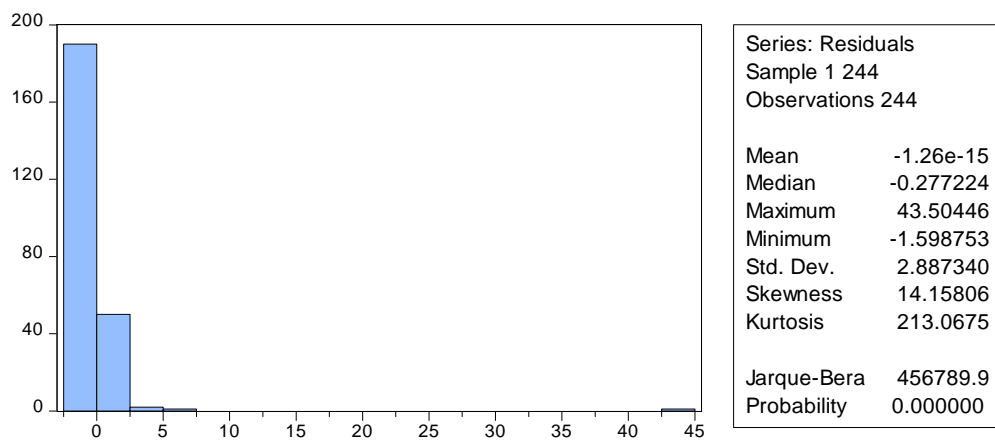
H1: residual tidak terdistribusi normal

Data dikatakan normal apabila nilai probabilitasnya $> 0,05$. Apabila uji residual tidak terdistribusi normal, maka uji t dan uji F menjadi tidak valid.

Hasil uji normalitas disajikan dalam grafik 4.1 untuk model I

Grafik 4.1

Hasil Uji Normalitas Model Persamaan I

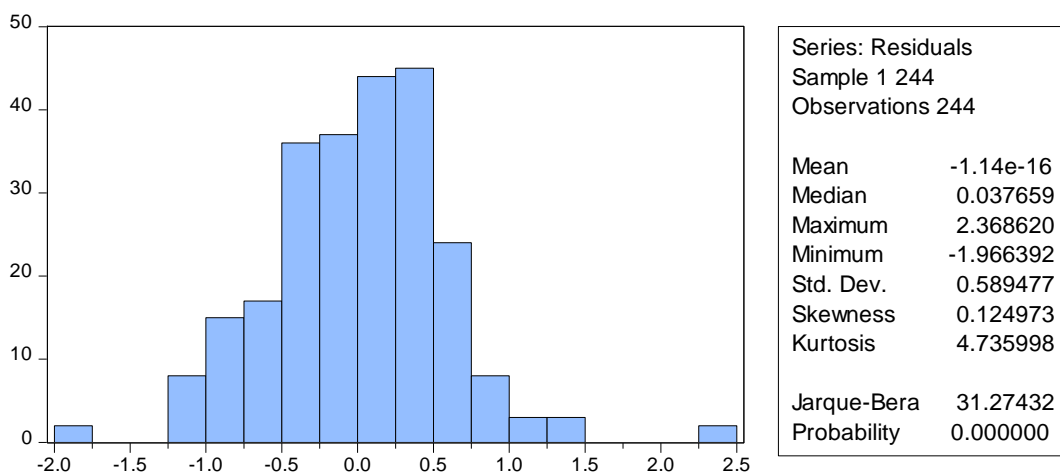


Berdasarkan gambar hasil uji normalitas model I dapat dilihat nilai *probability* sebesar $0,000000 < 0,05$ yang berarti H_0 ditolak sehingga pada model I data tidak terdistribusi normal.

Didalam memperbaiki data yang tidak terdistribusi normal maka akan dilakukan suatu cara yaitu dengan mentransformasi data. Dilihat dari grafik histogram, maka bentuk grafik adalah *substansial positive skewness*, sehingga transformasi data yang dipakai adalah $\text{Log}_{10}(x)$. Berikut grafik hasil uji normalitas setelah dilakukan transformasi data, sebagai berikut:

Grafik 4.2

Hasil Uji Normalitas Setelah Transformasi data Model I



Sumber : Data diolah dengan Eviews 10, 2019

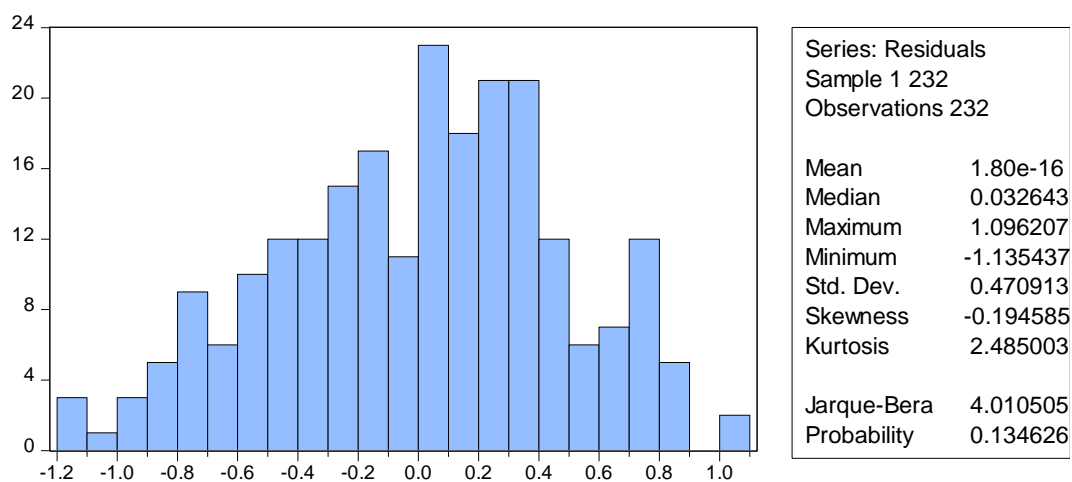
Berdasarkan gambar hasil uji normalitas model I dapat dilihat nilai *probability* sebesar $0,000000 < 0,05$ yang berarti H_0 ditolak sehingga pada model I data tidak terdistribusi normal.

Salah satu alasan mengapa data kita tidak normal adalah adanya *outliers*. *Outliers* adalah data yang memiliki skor ekstrem, baik ekstrem tinggi

maupun ekstrem rendah. Adanya *outliers* dapat membuat distribusi skor condong ke kiri atau ke kanan. Berikut grafik hasil uji normalitas setelah dilakukan outlier, sebagai berikut:

Grafik 4.3

Hasil Uji Normalitas Setelah Outlier Model I



Sumber : Data diolah dengan Eviews 10, 2019

Berdasarkan gambar hasil uji modelI dapat dilihat bahwa nilai probabilitas sebesar $0,13 > 0,05$. Hal ini berarti bahwa model persamaan I terdistribusi normal.

b. Uji Multikolinearitas

Uji multikolinearitas untuk menguji apakah dalam model regresi menemukan adanya korelasi antar variabel bebas (independen). Dalam model regresi tidak boleh terjadi korelasi antara variabel-variabel independen. Cara untuk mengetahuinya adalah apabila nilai korelasi dibawah angka 0,8 maka data tersebut terbebas dari multikolinearitas (Ghozali, 2016:103). Hasil uji multikolinearitas dapat dilihat pada tabel 4.6 untuk model I.

Tabel 4.6

Hasil Uji Multikolinearitas Model I

	X1__ROE_	X2__LN_MC_	X3__DER_	X4__PER_
X1__ROE_	1.000000	0.352407	0.184318	-0.435946
X2__LN_MC_	0.352407	1.000000	-0.019084	0.287325
X3__DER_	0.184318	-0.019084	1.000000	-0.110553
X4__PER_	-0.435946	0.287325	-0.110553	1.000000

Sumber : Data diolah dengan Eviews 10, 2019

Melihat pada model persamaan bahwa nilai korelasi antar variabel kurang dari 0.8, sehingga dapat dikatakan bahwa tidak terjadi masalah multikolinearitas.

c. Uji Heterokedastisitas

Dalam penelitian ini untuk mendeteksi ada tidaknya heteroskedastisitas dengan menggunakan uji *glejser* dengan meregresikan nilai absolut residual terhadap variabel independen. Jika variabel independen signifikan secara statistik mempengaruhi variabel dependen, maka ada indikasi terjadi heteroskedastisitas. Hal ini terlihat dari probabilitas signifikansinya di atas tingkat kepercayaan 5%, maka model regresi tidak mengandung adanya heteroskedastisitas (Ghozali, 2016:137). Hasil uji heteroskedastisitas disajikan dalam tabel 4.7 sebagai berikut:

Tabel 4.7
Hasil Uji Heterokedastisitas Model I

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.307839	0.359155	0.857120	0.3924
X1__ROE__	0.013537	0.039834	0.339845	0.7343
X2__SIZE__	0.003346	0.011306	0.295991	0.7675
X3__DER__	0.047642	0.041446	1.149519	0.2517
X4__PER__	-0.011515	0.035395	-0.325324	0.7453

Sumber : Data diolah dengan Eviews 10, 2019

Berdasarkan hasil uji heteroskedastisitas, dapat dilihat pada nilai Prob. ROE, SIZE, DER dan PER lebih dari tingkat signifikansi 0,05 hal ini berarti pada model I tidak terjadi masalah heteroskedastisitas.

4.4.2 Uji Asumsi Klasik Model Kedua

a. Uji Normalitas

Dalam penelitian ini uji normalitas dilakukan dengan melihat grafik histogram dan melihat nilai probabilitas. Model regresi yang baik adalah yang terdistribusi normal atau mendekati. Nilai probabilitas dapat dihitung signifikansinya untuk menguji hipotesis sebagai berikut:

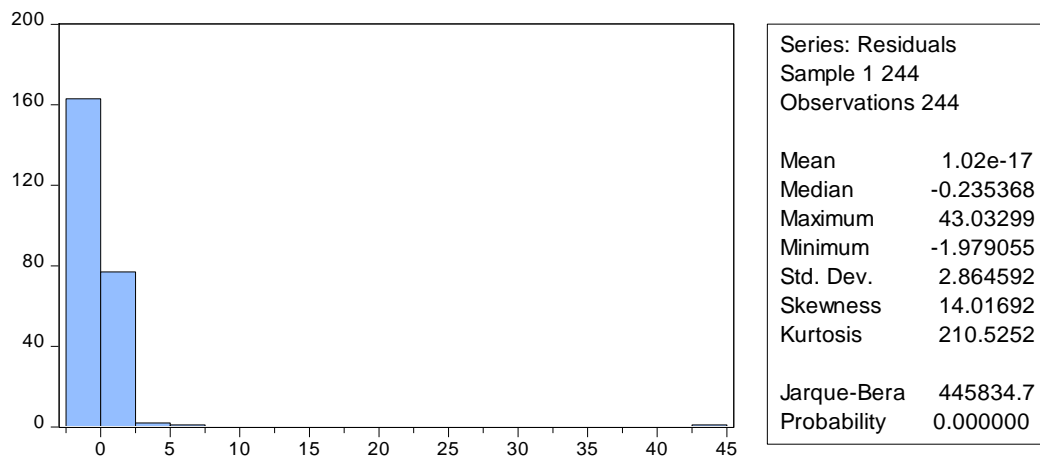
Ho: residual terdistribusi normal

H1: residual tidak terdistribusi normal

Data dikatakan normal apabila nilai probabilitasnya $> 0,05$. Apabila uji residual tidak terdistribusi normal, maka uji t dan uji F menjadi tidak valid. Hasil uji normalitas disajikan dalam grafik 4.3 untuk model II

Grafik 4.4

Hasil Uji Normalitas Model Persamaan II



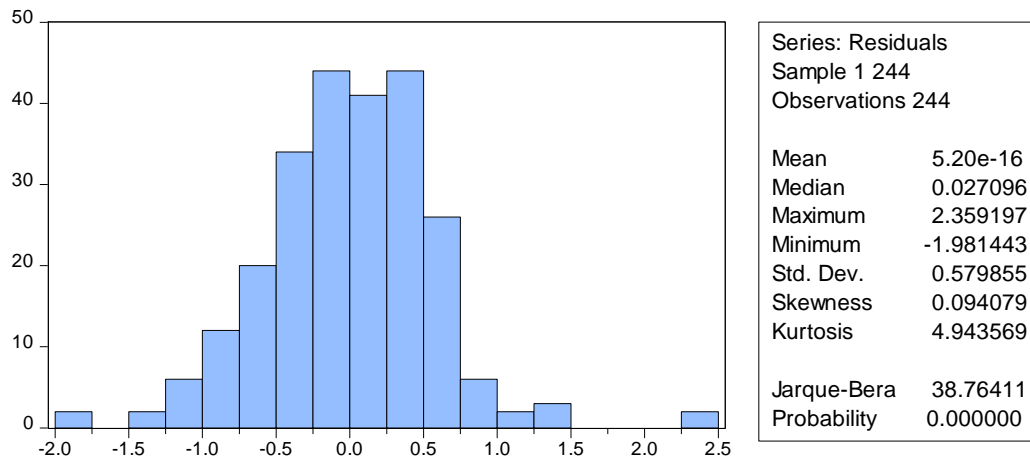
Sumber : Data diolah dengan Eviews 10, 2019

Berdasarkan gambar hasil uji normalitas model II dapat dilihat nilai *probability* sebesar $0,000000 < 0,05$ yang berarti H_0 ditolak sehingga pada model I data tidak terdistribusi normal.

Didalam memperbaiki data yang tidak terdistribusi normal maka dilakukan suatu cara yaitu dengan mentransformasi data. Dilihat dari grafik histogram, maka bentuk grafik adalah *substansial positive skewness*, sehingga transformasi data yang dipakai adalah $\text{Log}_{10}(x)$. Berikut grafik hasil uji normalitas setelah dilakukan transformasi data, sebagai berikut:

Grafik 4.5

Hasil Uji Normalitas Setelah Transformasi Data Model II



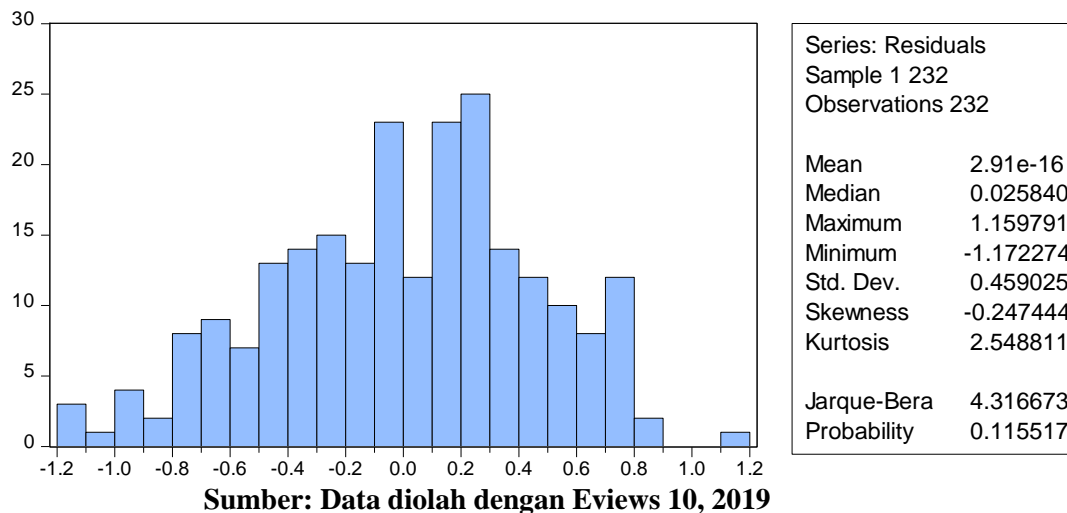
Sumber : Data diolah dengan Eviews 10, 2019

Berdasarkan gambar hasil uji normalitas model II dapat dilihat nilai *probability* sebesar $0,000000 < 0,05$ yang berarti H_0 ditolak sehingga pada model I data tidak terdistribusi normal.

Salah satu alasan mengapa data kita tidak normal adalah adanya *outliers*. *Outliers* adalah data yang memiliki skor ekstrem, baik ekstrem tinggi maupun ekstrem rendah. Adanya *outliers* dapat membuat distribusi skor condong ke kiri atau ke kanan. Berikut grafik hasil uji normalitas setelah dilakukan *outlier*, sebagai berikut:

Grafik 4.6

Hasil Uji Normalitas Setelah Outlier Model II



Berdasarkan gambar hasil uji model III dapat dilihat bahwa nilai probabilitas sebesar $0,12 > 0,05$. Hal ini berarti bahwa model persamaan II terdistribusi normal.

b. Uji Multikolinearitas

Uji multikolinearitas digunakan untuk menguji apakah dalam model regresi ditemukan adanya korelasi antar variabel bebas (independen). Dalam model regresi tidak boleh terjadi korelasi diantara variabel-variabel independen. Cara untuk mengetahuinya adalah apabila nilai korelasi dibawah angka 0,8 maka data tersebut terbebas dari multikolinearitas (Ghozali, 2016:103). Hasil uji multikolinearitas dapat dilihat pada tabel 4.8 untuk model II.

Tabel 4.8
Hasil Uji Multikolinearitas Model II

	X1_ROE	X2_MC	X3_DER	X4_PER	X5_DPR
X1_ROE	1.000000	0.384469	0.134968	-0.428448	-0.091118
X2_MC	0.384469	1.000000	0.020040	0.273643	-0.060537
X3_DER	0.134968	0.020040	1.000000	-0.090561	0.190510
X4_PER	-0.428448	0.273643	-0.090561	1.000000	0.031679
X5_DPR	-0.091118	-0.060537	0.190510	0.031679	1.000000
X1_ROE*X5_D PR	-0.022518	-0.057296	-0.186569	-0.007669	-0.933378
X2_MC*X5_DP R	-0.107535	-0.107152	0.177130	0.023525	0.996387
X3_DER*X5_D PR	0.006946	-0.134204	-0.524904	-0.075197	-0.354733
X4_PER*X5_D PR	0.106270	-0.022914	-0.217460	-0.156459	-0.874260
X1_ROE*X5_DPR		X2_MC*X5_DPR	X3_DER*X5_DPR	X4_PER*X5_DPR	
-0.022518	-0.107535	0.006946	0.106270		
-0.057296	-0.107152	-0.134204	-0.022914		
-0.186569	0.177130	-0.524904	-0.217460		
-0.007669	0.023525	-0.075197	-0.156459		
-0.933378	0.996387	-0.354733	-0.874260		
1.000000	-0.912909	0.387782	0.762810		
-0.912909	1.000000	-0.316196	-0.861996		
0.387782	-0.316196	1.000000	0.391911		
0.762810	-0.861996	0.391911	1.000000		

Sumber : Data diolah dengan Eviews 10, 2019

Dapat dilihat pada dua model persamaan diatas bahwa nilai korelasi beberapa variabel yang berinteraksi dengan variabel DPR memiliki nilai lebih dari 0,8, sehingga dapat dikatakan bahwa terjadi multikolinearitas.

Menurut (Sugiono, 2004) terjadinya multikolinearitas ini relevan terjadi karena *Moderated Regression Analysis* (MRA) yang merupakan bentuk lintas produk, jadi variabel interaksi antara variabel independen dan variabel moderasi ($X*Z$) cenderung menjadi lebih kuat korelasinya dengan variabel

independen itu sendiri (X) dan variabel moderasi (Z). Hasil ini tidak bersifat problematis untuk pembentukan keberadaan pengaruh moderasi.

Menurut (Jogiyanto, 2003) metode ini merupakan metode analisis yang valid untuk pengujian kesesuaian sebagai moderasi, dan tidak seharusnya menghilangkan MRA untuk alasan multikolinearitas, maka persamaan regresi kedua dapat digunakan. Pengujian *dividen payout ratio* sebagai variabel moderasi pengaruh *profitability*, *firm size*, *leverage* dan *price earning ratio* terhadap *return defensive stocks* dapat menggunakan persamaan regresi kedua.

c. Uji Heterokedastisitas

Dalam penelitian ini untuk mendeteksi ada tidaknya heteroskedastisitas dengan menggunakan uji *glejser* dengan meregresikan nilai absolut residual terhadap variabel independen. Jika variabel independen signifikan secara statistik mempengaruhi variabel dependen, maka ada indikasi terjadi heteroskedastisitas. Hal ini terlihat dari probabilitas signifikansinya di atas tingkat kepercayaan 5%, maka model regresi tidak mengandung adanya heteroskedastisitas (Ghozali, 2016:137). Hasil uji heteroskedastisitas disajikan dalam tabel 4.9 sebagai berikut:

Tabel 4.9
Hasil Uji Heterokedastisitas Model II

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.050114	0.365453	0.137128	0.8911
X1_ROE	-0.003844	0.041280	-0.093115	0.9259
X2_MC	0.011046	0.011400	0.968967	0.3338
X3_DER	0.068970	0.044192	1.560690	0.1202
X4_PER	-0.035514	0.034940	-1.016449	0.3107
X5_DPR	-0.009892	0.051442	-0.192290	0.8477

Sumber : Data diolah dengan Eviews 10, 2019

Berdasarkan hasil uji heteroskedastisitas, dapat dilihat pada nilai Prob. ROE, SIZE, DER, PER dan DPR lebih dari tingkat signifikansi 0,05 hal ini berarti pada model II tidak terjadi masalah heteroskedastisitas.

4.5 Uji Goodness of Fit

4.5.1 Uji Goodness of Fit Persamaan Regresi Pertama

a. Koefisien Determinasi (R^2)

Nilai koefisien determinasi antara 0 dan 1. Nilai R^2 yang kecil berarti kemampuan variabel-variabel independen dalam menjelaskan variabel dependen sangat terbatas. Nilai yang mendekati 1 berarti bahwa variabel-variabel independen memberikan hampir semua informasi yang dibutuhkan untuk memprediksi variasi variabel dependen (Ghozali, 2016:95). Untuk mengetahui sejauh mana kemampuan dalam menerangkan variasi variabel dependen dapat dilihat pada tabel 4.10 untuk model I:

Tabel 4.10
Hasil Koefisien Determinasi (R²) Model I

R-squared	0.398540	Mean dependent var	-0.727157
Adjusted R-squared	0.180562	S.D. dependent var	0.483621
S.E. of regression	0.437788	Akaike info criterion	1.410876
Sum squared resid	28.55703	Schwarz criterion	2.305467
Log likelihood	-88.90936	Hannan-Quinn criter.	1.772754
F-statistic	1.828346	Durbin-Watson stat	2.575904
Prob(F-statistic)	0.002347		

Sumber : Data diolah dengan Eviews 10, 2019

Berdasarkan tabel 4.8, nilai *Adjusted R-Square* sebesar 0,18. Hal ini menunjukkan bahwa kemampuan variabel independen mempengaruhi variabel dependen sebesar 18% dan sisanya 72% dijelaskan oleh variabel lain diluar model.

b. Uji F atau Simultan

Tabel 4.11
Hasil Uji F Model I

R-squared	0.398540	Mean dependent var	-0.727157
Adjusted R-squared	0.180562	S.D. dependent var	0.483621
S.E. of regression	0.437788	Akaike info criterion	1.410876
Sum squared resid	28.55703	Schwarz criterion	2.305467
Log likelihood	-88.90936	Hannan-Quinn criter.	1.772754
F-statistic	1.828346	Durbin-Watson stat	2.575904
Prob(F-statistic)	0.002347		

Sumber : Data diolah dengan Eviews 10, 2019

Berdasarkan tabel 4.11 dapat dilihat nilai prob (*F-Statistic*) 0,002347 < 0,05 maka H₀ ditolak yang berarti bahwa variabel-variabel independen secara bersama-sama berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen.

4.5.2 Uji Goodness of Fit Persamaan Regresi Kedua

a. Koefisien Determinasi (R^2)

Nilai koefisien determinasi antara 0 dan 1. Nilai R^2 yang kecil berarti kemampuan variabel-variabel independen dalam menjelaskan variabel dependen amat terbatas. Nilai yang mendekati 1 berarti bahwa variabel-variabel independen memberikan hampir semua informasi yang dibutuhkan untuk memprediksi variasi variabel dependen (Ghozali, 2016:95). Untuk mengetahui sejauh mana kemampuan dalam menerangkan variasi variabel dependen dapat dilihat pada tabel 4.12 untuk model II

Tabel 4.12
Hasil Koefisien Determinasi (R^2) Model II

R-squared	0.413207	Mean dependent var	-0.727000
Adjusted R-squared	0.171831	S.D. dependent var	0.482651
S.E. of regression	0.439230	Akaike info criterion	1.432857
Sum squared resid	27.20220	Schwarz criterion	2.405861
Log likelihood	-84.28574	Hannan-Quinn criter.	1.826617
F-statistic	1.711882	Durbin-Watson stat	2.512136
Prob(F-statistic)	0.005520		

Sumber : Data diolah dengan Eviews 10, 2019

Berdasarkan tabel 4.12, nilai *Adjusted R-Square* sebesar 0,17. Hal ini menunjukkan bahwa kemampuan variabel DPR dalam memoderasi variabel independen (ROE, SIZE, DER dan PER) dalam menjelaskan variasi variabel independen (RDS) sebesar 17% dan sisanya 83% dijelaskan oleh variabel di luar model regresi penelitian ini.

b. Uji F atau Simultan

Tabel 4.13
Hasil Uji F Model II

R-squared	0.413207	Mean dependent var	-0.727000
Adjusted R-squared	0.171831	S.D. dependent var	0.482651
S.E. of regression	0.439230	Akaike info criterion	1.432857
Sum squared resid	27.20220	Schwarz criterion	2.405861
Log likelihood	-84.28574	Hannan-Quinn criter.	1.826617
F-statistic	1.711882	Durbin-Watson stat	2.512136
Prob(F-statistic)	0.005520		

Sumber : Data diolah dengan Eviews 10, 2019

Berdasarkan tabel 4.13 dapat dilihat nilai prob. (*F-Statistic*) 0,005520 < 0,05 maka H_0 ditolak yang berarti bahwa variabel-variabel independen secara bersama-sama berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen.

4.6 Pengujian Hipotesis

4.6.1 Pengujian Hipotesis Persamaan Regresi Pertama

a. Hasil Analisis Regresi Berganda

Analisis dengan *Eviews 10* diperoleh hasil persamaan regresi linier berganda yang dapat dilihat pada tabel berikut:

Tabel 4.14
Hasil Analisis Regresi Model I

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
X1	-0.095534	0.103148	-0.926185	0.3558
X2	0.325778	0.131945	2.469036	0.0147
X3	0.148375	0.213307	0.695594	0.4878
X4	-0.072524	0.088496	-0.819515	0.4138
C	-9.916559	3.706450	-2.675487	0.0083

Sumber : Data diolah dengan Eviews 10, 2019

Berikut adalah persamaan 1:

$$Y_{RDS} = -9.917 - 0.096X1_{ROE} + 0.326X2_{MC} + 0.148X3_{DER} - 0.073X4_{PER} + e1$$

Persamaan diatas dapat dijelaskan sebagai berikut.

1. Konstanta atau intersep sebesar -9.917, artinya apabila nilai ROE, MC, DER, PER konstan atau tetap, maka nilai RDS sebesar -9.917.
2. Koefisien regresi ROE sebesar -0.096 artinya apabila ROE meningkat 1 satuan, maka akan diikuti kenaikan RDS sebesar -0.096 dengan asumsi variabel independen lain tetap atau konstan.
3. Koefisien regresi MC sebesar 0.326, artinya apabila MC meningkat 1 satuan, maka akan diikuti penurunan RDS sebesar 0,732 dengan asumsi variabel independen lain tetap atau konstan.

4. Koefisien regresi DER sebesar 0.148, artinya apabila DER meningkat 1 satuan, maka akan diikuti kenaikan RDS sebesar 0.148 dengan asumsi variabel lain tetap atau konstan.
5. Koefisien regresi PER sebesar -0.073, artinya apabila PER meningkat 1 satuan, maka akan diikuti penurunan RDS sebesar -0.073 dengan asumsi variabel lain tetap atau konstan.

b. Hasil Uji Statistik (t) Persamaan regresi Pertama

Uji (t) dilakukan untuk mengetahui apakah secara individu (parsial) variabel independen mempengaruhi variabel dependen secara signifikan atau tidak. Apabila tingkat signifikansi (Sig t) lebih kecil daripada $\alpha = 0,05$ dan $t \text{ hitung} > t \text{ tabel}$ maka H_0 diterima. Hasil *output* dari *Eviews 10* dapat dilihat pada tabel berikut:

Tabel 4.15
Hasil Uji Statistik T Model I

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
X1	-0.095534	0.103148	-0.926185	0.3558
X2	0.325778	0.131945	2.469036	0.0147
X3	0.148375	0.213307	0.695594	0.4878
X4	-0.072524	0.088496	-0.819515	0.4138
C	-9.916559	3.706450	-2.675487	0.0083

Sumber : Data diolah dengan Eviews 10, 2019

Berdasarkan tabel tersebut dengan tingkat kepercayaan sebesar 95% atau ($\alpha = 0,05$), *profitability* (ROE) mempunyai nilai koefisien yang positif dan diperoleh t-hitung sebesar -0.926185 lebih kecil dari t tabel yaitu sebesar

1.97669 dengan tingkat signifikansi sebesar $0.3558 > 0.05$, hal ini berarti ROE secara statistik negatif tidak berpengaruh dan tidak signifikan terhadap RDS sehingga **Ha1 ditolak**.

Variabel *firm Size* mempunyai nilai koefisien yang positif dan diperoleh t-hitung sebesar 2.469036 lebih besar dari t-tabel yaitu sebesar 1.97669 dengan tingkat signifikansi sebesar $0.0147 < 0.05$, hal ini berarti *firm size* secara statistik positif berpengaruh dan signifikan terhadap RDS sehingga **Ha1 diterima**.

Variabel DER mempunyai nilai koefisien yang positif dan diperoleh t-hitung sebesar 0.695594 lebih kecil dari t-tabel yaitu sebesar 1.97669 dengan tingkat signifikansi sebesar $0.4878 > 0.05$, hal ini berarti DER secara statistik positif tidak berpengaruh dan tidak signifikan terhadap RDS sehingga **Ha1 ditolak**.

Variabel PER mempunyai nilai koefisien yang positif dan diperoleh t-hitung sebesar -0.819515 lebih kecil dari t-tabel yaitu sebesar 1.97669 dengan tingkat signifikansi sebesar $0.4138 > 0.05$, hal ini berarti PER secara statistik negatif tidak berpengaruh dan tidak signifikan terhadap RDS sehingga **Ha1 ditolak**.

4.6.2 Pengujian Hipotesis Persamaan Regresi Kedua

a. Hasil Analisis Regresi Moderasi (*Moderate Regression Analysis*)

Analisis dengan *Eviews 10* diperoleh hasil persamaan regresi linier berganda yang dapat dilihat pada tabel berikut:

Tabel 4.16
Hasil Analisis Regresi Model II

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-8.783952	3.729944	-2.354982	0.0199
X1	-0.105239	0.107134	-0.982305	0.3276
X2	0.282447	0.132513	2.131474	0.0348
X3	0.048908	0.219514	0.222802	0.8240
X4	-0.051597	0.090409	-0.570705	0.5691
X5	-1.956854	3.399192	-0.575682	0.5657
X1*X5	-0.467593	0.366401	-1.276176	0.2040
X2*X5	0.034653	0.109463	0.316578	0.7520
X3*X5	-0.353203	0.453023	-0.779658	0.4369
X4*X5	-0.324527	0.304329	-1.066371	0.2881

Sumber : Data diolah dengan Eviews 10, 2019

Berikut adalah persamaan II:

$$\begin{aligned}
 Y_{RDS} = & -8.784 - 0.105ROE_{it} + 0.282SIZE_{it} + 0.049 DER_{it} - 0.052PER_{it} - \\
 & 1.957 DPR_{it} - 0.468 ROE * DPR_{it} + 0.035 SIZE * DPR_{it} - \\
 & 0.353DER * DPR_{it} - 0.324PER * DPR_{it}
 \end{aligned}$$

Persamaan regresi tersebut merupakan persamaan regresi berganda dengan variabel moderasi. Apabila konstanta variabel yang memoderasi bernilai positif, maka variabel moderasi memperkuat pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen begitupula sebaliknya (Astakoni et al, 2019). Oleh karena itu, persamaan di atas mempunyai makna sebagai berikut:

1. DPR memoderasi pengaruh ROE terhadap RDS

Konstanta variabel ROE*DPR sebesar -0.467. Sehingga variabel DPR dapat memperlemah pengaruh variabel *profitability* terhadap RDS. Oleh karena itu **Ha5 ditolak**, dimana DPR dapat memoderasi yaitu dengan memperkuat pengaruh *profitability* terhadap *return defensive stocks*.

2. DPR memoderasi pengaruh SIZE terhadap RDS

Konstanta variabel SIZE*DPR sebesar 0.034. Sehingga variabel DPR dapat memperkuat pengaruh variabel *firm size* terhadap RDS. Oleh karena itu **Ha6 diterima**, dimana DPR dapat memoderasi yaitu dengan memperkuat pengaruh *firm size* terhadap *return defensive stocks*.

3. DPR memoderasi pengaruh DER terhadap RDS

Konstanta variabel DER*DPR sebesar -0.353. Sehingga variabel DPR dapat memperlemah pengaruh variabel *leverage* terhadap RDS. Oleh karena itu **Ha7 diterima**, dimana DPR dapat memoderasi yaitu dengan memperlemah pengaruh *leverage* terhadap *return defensive stocks*.

4. DPR memoderasi pengaruh PER terhadap RDS

Konstanta variabel PER*DPR sebesar -0.324. Sehingga variabel DPR dapat memperlemah pengaruh variabel *price earning ratio* terhadap RDS. Oleh karena itu **Ha8 diterima**, dimana DPR dapat memoderasi yaitu dengan memperlemah pengaruh *price earning ratio* terhadap *return defensive stocks*.

Selanjutnya melakukan analisis jenis moderasi dari variabel DPR dengan melihat tingkat signifikansi DPR yaitu sebesar 0.5657 lebih besar dari 0,05 yang artinya tidak signifikan. Sedangkan tingkat signifikansi interaksi yaitu ROE*DPR, SIZE*DPR, DER*DPR dan PER*DPR adalah sebesar 0.2040, 0.7520, 0.4369 dan 0.2881 secara berturut-turut artinya adalah variabel DPR merupakan *Homologizer Moderator* yaitu variabel DPR hanya memperkuat hubungan, tetapi tidak berinteraksi dengan variabel independen dan tidak berhubungan secara signifikan baik dengan independen maupun dependen.

Tabel 4.17 Hasil Pengujian Hipotesis

Hipotesis	Koefisien	Signifikansi	Hasil Pengujian Hipotesis
Ha1	-0.095	0.355	Ditolak , sig > 0,05; <i>profitability</i> berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap <i>return defensive stocks</i>
Ha2	0.325	0.014	Diterima , sig < 0,05; <i>firm size</i> berpengaruh positif signifikan terhadap <i>return defensive stocks</i>
Ha3	0.148	0.487	Ditolak , sig > 0,05; <i>leverage</i> berpengaruh positif tidak signifikan terhadap <i>return defensive stocks</i>
Ha4	-0.072	0.413	Ditolak , sig > 0,05; <i>price earning ratio</i> berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap <i>return defensive stocks</i>
Ha5	-0.467	0.204	Ditolak ; kebijakan dividen mampu memoderasi pengaruh <i>profitability</i> terhadap <i>return defensive stocks</i> , yaitu dengan memperlemah pengaruhnya.

Hipotesis	Koefisien	Signifikansi	Hasil Pengujian Hipotesis
Ha6	0.034	0.752	Diterima; kebijakan dividen mampu memoderasi pengaruh <i>firm size</i> terhadap <i>return defensive stocks</i> , yaitu dengan memperkuat pengaruhnya.
Ha7	-0.353	0.436	Diterima; kebijakan dividen mampu memoderasi pengaruh <i>leverage</i> terhadap <i>return defensive stocks</i> , yaitu dengan memperlemah pengaruhnya.
Ha8	-0.324	0.288	Diterima; kebijakan dividen mampu memoderasi pengaruh <i>price earning ratio</i> terhadap <i>return defensive stocks</i> , yaitu dengan memperlemah pengaruhnya.

Sumber: Hasil Pengolahan Data (2019)

4.7 Pembahasan

4.7.1 Pengaruh *Profitability* terhadap *Return Defensive Stocks* Perusahaan Manufaktur pada Tahun 2015-2018

Berdasarkan hasil uji statistik t, telah diperoleh keterangan bahwa variabel *profitability* berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap *return defensive stocks*. Hal ini menunjukkan bahwa tidak ada pengaruh besaran *profitability* yang dimiliki suatu perusahaan terhadap nilai *return defensive stocks*. Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh (Novy-Marx, 2014) dan (Sihombing, 2019) yang menyatakan bahwa *profitability* berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap *return defensive stocks*. Namun bertentangan dengan hasil penelitian (Sakina & Prasetiono, 2017) yang menyatakan bahwa *profitability* berpengaruh positif signifikan terhadap *return defensive stocks*.

Hasil penelitian ini tidak sesuai dengan *signalling theory* yang menyatakan bahwa kinerja perusahaan merupakan tanda untuk menilai perusahaan. ROE mencerminkan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba berdasarkan ekuitas yang dimiliki. Perusahaan memiliki ekuitas yang tinggi tidak selalu dapat menghasilkan laba yang tinggi pula, akan tetapi jika laba yang diperoleh besar atau kecil belum tentu akan dialokasikan ke return saham. Laba yang rendah kemungkinan juga bisa dialokasikan untuk menutup bunga hutang perusahaan (RM Musallam, 2018). Kondisi seperti ini bisa disebabkan oleh faktor eksternal yaitu kondisi perekonomian yang menurun dan faktor internal perusahaan yaitu cara pengelolaan ekuitas operasional perusahaan terhadap laba yang dihasilkan kurang maksimal.

Kesimpulannya adalah *profitability* tidak dapat digunakan untuk memprediksi tingginya *return defensive stocks* yaitu keuntungan yang diperoleh atas investasi yang telah dimiliki pada perusahaan bersifat defensif yang terdaftar di BEI dan termasuk dalam perusahaan Manufaktur periode 2015-2018. Hal ini didasarkan pada hasil penelitian bahwa variabel *profitability* negatif tidak berpengaruh dan tidak signifikan terhadap *return defensive stocks*. Oleh karena itu *return defensive stocks* yang didasarkan pada keuntungan yang akan diperoleh atas investasi yang dimiliki pada perusahaan bersifat defensif di BEI yang masuk sektor Manufaktur periode 2015-2018 tidak dipengaruhi oleh *profitability* yang dimiliki oleh suatu perusahaan.

4.7.2 Pengaruh *Firm Size* terhadap *Return Defensive Stocks* Perusahaan Manufaktur pada Tahun 2015-2018

Berdasarkan hasil uji statistik t, telah diperoleh keterangan bahwa variabel *firm size* berpengaruh positif dan signifikan terhadap *return defensive stocks*. Hal ini menunjukkan bahwa semakin tinggi *firm size* yang dimiliki suatu perusahaan dapat berdampak pada peningkatan *return defensive stocks*. Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh (Acheampong et al, 2017) dan (Arslan & Zaman, 2014) yang menyatakan bahwa *firm size* berpengaruh positif dan signifikan terhadap *return defensive stocks*. Namun bertentangan dengan hasil penelitian (Fama & French, 1992) dan (Fitriati, 2010) yang menyatakan bahwa *firm size* berpengaruh negatif terhadap *return defensive stocks*.

Firm size merupakan salah satu faktor cukup penting dalam pertimbangan berinvestasi. Besarnya *firm size* menggambarkan tingkat pertumbuhan suatu perusahaan. Semakin besar *firm size* suatu perusahaan menggambarkan kinerja perusahaan yang semakin baik sehingga akan menghasilkan *earning* yang tinggi dan mampu memberikan return yang semakin tinggi (Putri, 2016). Hal ini menjadi stimulus bagi investor untuk menginvestasikan dananya ke perusahaan dengan *firm size* yang besar.

Kesimpulannya adalah *firm size* dapat digunakan untuk memprediksi tingginya *return defensive stocks* yaitu keuntungan yang diperoleh atas investasi yang telah dimiliki pada perusahaan bersifat defensif yang terdaftar

di BEI dan termasuk dalam perusahaan Manufaktur periode 2015-2018. Hal ini didasarkan pada hasil penelitian bahwa variabel *firm size* memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap *return defensive stocks*. Oleh karena itu *return defensive stocks* yang didasarkan pada keuntungan yang akan diperoleh atas investasi yang dimiliki pada perusahaan bersifat defensif di BEI yang masuk sektor Manufaktur periode 2015-2018 dipengaruhi oleh *firm size* yang dimiliki oleh suatu perusahaan.

4.7.3 Pengaruh *Leverage* terhadap *Return Defensive Stocks* Perusahaan Manufaktur pada Tahun 2015-2018

Berdasarkan hasil uji statistik t, telah diperoleh keterangan bahwa variabel *leverage* berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap *return defensive stocks*. Hal ini menunjukkan bahwa tidak ada pengaruh besaran *leverage* yang dimiliki suatu perusahaan terhadap nilai *return defensive stocks*. Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh (Putri, 2016) dan (Sakina & Prasetiono, 2017) yang menyatakan bahwa *leverage* berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap *return defensive stocks*. Namun bertentangan dengan hasil penelitian (Acheampong et al., 2014) dan (Puspitadewi, 2016) yang menyatakan bahwa *leverage* berpengaruh negatif signifikan terhadap *return defensive stocks*.

Leverage mencerminkan tingkat ketergantungan suatu perusahaan pada pihak ketiga atau kreditur yang berarti dapat mencerminkan pula tingginya tingkat risiko suatu perusahaan akibat ketergantungan pada pihak

kreditur (Ida Sakina, 2017). Pada penelitian ini DER memiliki pengaruh positif terhadap *return defensive stocks* yang memberikan penjelasan bahwa komposisi modal dari pihak luar mampu diolah perusahaan untuk menghasilkan laba yang tinggi.

Komposisi hutang jangka panjang yang dikelola dengan baik mampu meningkatkan laba perusahaan, sehingga dengan meningkatnya laba dapat meningkatkan return bagi para investor (Lybryanta et al., 2015). Dengan demikian dapat dikatakan apabila DER berpengaruh positif terhadap *return defensive stocks*, hal ini belum tentu akan menarik minat investor untuk menanamkan modalnya. Sehingga dapat disimpulkan bahwa *leverage* tidak mempengaruhi besar kecilnya return yang dihasilkan. Arah dari hasil penelitian ini sesuai dengan teori yang dijelaskan oleh Modigliani dan Miller yaitu laba yang diharapkan investor akan meningkat dengan adanya penggunaan hutang dalam struktur permodalan suatu perusahaan.

Kesimpulannya adalah *leverage* tidak dapat digunakan untuk memprediksi tingginya *return defensive stocks* yaitu keuntungan yang diperoleh atas investasi yang telah dimiliki pada perusahaan bersifat defensif yang terdaftar di BEI dan termasuk dalam perusahaan Manufaktur periode 2015-2018. Hal ini didasarkan pada hasil penelitian bahwa variabel *leverage* berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap *return defensive stocks*. Oleh karena itu *return defensive stocks* yang didasarkan pada keuntungan yang akan diperoleh atas investasi yang dimiliki pada perusahaan bersifat

defensif di BEI yang masuk sektor Manufaktur periode 2015-2018 tidak dipengaruhi oleh *leverage* yang dimiliki oleh suatu perusahaan.

4.7.4 Pengaruh *Price Earning Ratio* terhadap *Return Defensive Stocks* Perusahaan Manufaktur pada Tahun 2015-2018

Berdasarkan hasil uji statistik t, telah diperoleh keterangan bahwa variabel *price earning ratio* berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap *return defensive stocks*. Hal ini menunjukkan bahwa tidak ada pengaruh besaran *price earning ratio* yang dimiliki suatu perusahaan terhadap nilai *return defensive stocks*. Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh (Darusman & Prasetiono, 2012) dan (Antara, 2012) yang menyatakan bahwa *price earning ratio* berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap *return defensive stocks*. Namun bertentangan dengan hasil penelitian (Arslan & Zaman, 2014) yang menyatakan bahwa *price earning ratio* berpengaruh positif signifikan terhadap *return defensive stocks*.

PER merupakan rasio perbandingan antara tingkat harga pasar per lembar saham dengan pendapatan per lembar saham yang diterima perusahaan untuk menilai saham. Semakin tinggi PER menunjukkan harga saham dinilai semakin tinggi oleh investor terhadap pendapatan per lembar sahamnya, sehingga PER yang semakin tinggi juga menunjukkan semakin mahal saham tersebut terhadap pendapatan per lembar sahamnya (Puspitadewi, 2016).

Perusahaan yang memiliki PER yang tinggi biasanya dihindari investor karena dinilai sahamnya mahal, sehingga menyebabkan menurunnya harga saham dan selanjutnya akan berdampak pada peningkatan return saham (Fama & French, 1992). Hasil penelitian ini bisa diartikan bahwa *price earning ratio* bukan faktor utama yang dilihat investor dalam berinvestasi, tetapi juga melihat faktor-faktor lain seperti psikologi investor dan faktor makro ekonomi.

Kesimpulannya adalah *price earning ratio* tidak dapat digunakan untuk memprediksi tingginya *return defensive stocks* yaitu keuntungan yang diperoleh atas investasi yang telah dimiliki pada perusahaan bersifat defensif yang terdaftar di BEI yang termasuk dalam perusahaan Manufaktur periode 2015-2018. Hal ini didasarkan pada hasil penelitian bahwa variabel *price earning ratio* berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap *return defensive stocks*. Oleh karena itu *return defensive stocks* yang dimiliki perusahaan bersifat defensif di BEI yang masuk sektor Manufaktur periode 2015-2018 tidak dipengaruhi oleh *price earning ratio* yang dimiliki oleh suatu perusahaan.

4.7.5 Kebijakan Dividen Memperlemah Pengaruh *Profitability* terhadap *Return Defensive Stocks* Perusahaan Manufaktur pada Tahun 2015-2018

Berdasarkan hasil uji analisis persamaan regresi kedua diperoleh nilai negatif untuk konstanta variabel interaksi antara *profitability* dan kebijakan dividen. Hal ini menunjukkan bahwa variabel kebijakan dividen

memperlemah pengaruh *profitability* terhadap *return defensive stocks*, artinya bahwa semakin besar dividen yang diberikan maka semakin kecil pengaruh yang diberikan oleh *profitability* terhadap *return defensive stocks*.

Sehingga berdampak pada return saham perusahaan yang semakin menurun, karena pada persamaan regresi pertama menunjukkan hasil bahwa aset berwujud berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap *return defensive stocks*. Artinya, semakin besar kebijakan dividen dapat memperlemah pengaruh negatif *profitability* terhadap *return defensive stocks*. Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian (Astakoni et al, 2019) yang menyatakan bahwa kebijakan dividen memperlemah pengaruh *profitability* terhadap *return defensive stocks*.

Perusahaan dengan kebijakan dividen yang besar dengan *profitability* kecil memiliki dorongan untuk memberikan dividen kepada pemegang saham semakin besar. Hal ini dikarenakan supaya terdapat loyalitas pada investor untuk menjaga return saham tetap meningkat. Perusahaan dengan *profitability* kecil dapat membagikan dividen, akan tetapi sulit mempertahankannya bahkan tidak dapat mendistribusikan dividen untuk periode berikutnya (Fajaria & Isnalita, 2018). Namun, return saham akan tetap tinggi walaupun tidak dipengaruhi oleh laba yang tinggi dan pembagian dividen. Hal ini dikarenakan kebijakan perusahaan yang memaksa untuk tetap membagikan dividen dalam kondisi perusahaan

maupun pasar kurang baik. Sehingga investor enggan untuk menginvestasikan dananya di pasar modal.

Oleh karena itu, dapat disimpulkan bahwa kebijakan dividen dapat memperlemah pengaruh positif *profitability* terhadap *return defensive stocks* yang terdaftar di BEI yang termasuk sektor manufaktur pada periode 2015-2018. Hal ini didasarkan pada hasil penelitian bahwa variabel kebijakan dividen mampu memperlemah pengaruh *profitability* terhadap *return defensive stocks*. Penentuan jenis variabel moderasi dapat dilihat bahwa β_2 tidak signifikan dan β_6 juga tidak signifikan, maka variabel ukuran perusahaan merupakan moderasi potensial (*homologizer moderator*) artinya variabel tersebut potensial menjadi variabel moderasi (Ghozali, 2011:88).

4.7.6 Kebijakan Dividen Memperkuat Pengaruh *Firm Size* terhadap *Return Defensive Stocks* Perusahaan Manufaktur pada Tahun 2015-2018

Berdasarkan hasil uji analisis persamaan regresi kedua diperoleh nilai positif untuk konstanta variabel interaksi *firm size* dan kebijakan dividen. Hal ini menunjukkan bahwa variabel kebijakan dividen mampu memperkuat pengaruh *firm size* terhadap *return defensive stocks*, artinya bahwa semakin besar dividen yang diberikan maka semakin memperkuat pengaruh yang diberikan *firm size* terhadap *return defensive stocks*. Sehingga berdampak pada return saham perusahaan yang semakin meningkat. Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian (Situmorang,

2017) yang menyatakan bahwa kebijakan dividen memoderasi dan memperkuat pengaruh *firm size* pada *return defensive stocks*.

Perusahaan dengan intensitas pembagian dividen yang tinggi dengan ukuran perusahaan yang besar memiliki return saham yang tinggi. Dikarenakan perusahaan yang besar akan mampu bersaing dengan kompetitornya dan fundamental perusahaannya lebih kuat. Maka hal ini direspon para investor sebagai sinyal yang positif untuk membeli saham. Hunjra et al., (2014) memperjelas hubungan dan menyimpulkan bahwa kebijakan dividen memiliki dampak signifikan terhadap *return defensive stocks*. Perusahaan yang lebih besar dianggap akan mendapat modal dan keuntungan yang lebih besar pula, termasuk return saham yang akan didapatkan. Mereka dapat mengelola sumber daya perusahaan dengan efektif dan efisien.

Oleh karena itu, dapat disimpulkan bahwa kebijakan dividen dapat memperkuat pengaruh *firm size* terhadap *return defensive stocks* yang terdaftar di BEI yang termasuk sektor manufaktur pada periode 2015-2018. Hal ini didasarkan pada hasil penelitian bahwa variabel kebijakan dividen mampu memperkuat pengaruh *firm size* terhadap *return defensive stocks*.

4.7.7 Kebijakan Dividen Memperlemah Pengaruh *Leverage* terhadap *Return Defensive Stocks* Perusahaan Manufaktur pada Tahun 2015-2018

Berdasarkan hasil uji analisis persamaan regresi kedua diperoleh nilai negatif untuk konstanta variabel interaksi antar *leverage* dan kebijakan dividen. Hal ini menunjukkan bahwa variabel kebijakan dividen memperlemah pengaruh *leverage* terhadap *return defensive stocks*, artinya bahwa semakin besar dividen yang diberikan maka semakin kecil pengaruh yang diberikan oleh *leverage* terhadap *return defensive stocks*.

Sehingga berdampak pada return saham perusahaan yang semakin menurun, karena pada persamaan regresi pertama menunjukkan hasil bahwa *leverage* berpengaruh positif tidak signifikan terhadap *return defensive stocks*. Artinya, semakin besar kebijakan dividen dapat memperlemah pengaruh positif *leverage* terhadap *return defensive stocks*. Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian (Fajaria & Isnalita, 2018) yang menyatakan bahwa kebijakan dividen memperlemah pengaruh *leverage* terhadap *return defensive stocks*.

Seiring berjalannya waktu perusahaan akan membutuhkan modal yang besar untuk memperluas lini bisnis. Salah satu pendanaan yang bisa didapatkan melalui hutang. Hal ini membuat peningkatan jumlah *leverage* perusahaan, akan tetapi masih direspon positif oleh investor karena dinilai perusahaan meningkatkan hutang untuk tujuan ekspansi perusahaan. Walaupun perusahaan membagikan dividen kepada pemegang saham dan

leverage meningkat return saham bisa tetap naik karena dipengaruhi faktor-faktor lain dan terbentuknya harga pasar menjadi nilai tambah perusahaan yang disebabkan oleh faktor psikologis (Tahu & Susilo, 2017).

Oleh karena itu, dapat disimpulkan bahwa kebijakan dividen dapat memperlemah pengaruh positif *leverage* terhadap *return defensive stocks* yang terdaftar di BEI yang termasuk sektor manufaktur pada periode 2015-2018. Hal ini didasarkan pada hasil penelitian bahwa variabel kebijakan dividen mampu memperlemah pengaruh *leverage* terhadap *return defensive stocks*. Penentuan jenis variabel moderasi dapat dilihat bahwa β_4 tidak signifikan dan β_9 juga tidak signifikan, maka variabel *leverage* merupakan moderasi potensial (*homologizer moderator*) artinya variabel tersebut potensial menjadi variabel moderasi (Ghozali, 2011:88).

4.7.8 Kebijakan Dividen Memperlemah Pengaruh *Price Earning Ratio* terhadap *Return Defensive Stocks* Perusahaan Manufaktur pada Tahun 2015-2018

Berdasarkan hasil uji analisis persamaan regresi kedua diperoleh nilai negatif untuk konstanta variabel interaksi antara *price earning ratio* dan kebijakan dividen. Hal ini menunjukkan bahwa variabel kebijakan dividen memperlemah pengaruh *price earning ratio* terhadap *return defensive stocks*, artinya bahwa semakin besar dividen yang diberikan maka semakin kecil pengaruh yang diberikan oleh *price earning ratio* terhadap *return defensive stocks*.

Sehingga berdampak pada return saham perusahaan yang semakin menurun, karena pada persamaan regresi pertama menunjukkan hasil bahwa *price earning ratio* berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap *return defensive stocks*. Artinya, semakin besar kebijakan dividen dapat memperlemah pengaruh negatif *price earning ratio* terhadap *return defensive stocks*. Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian (Arslan & Zaman, 2014) yang menyatakan bahwa kebijakan dividen memperlemah pengaruh *price earning ratio* terhadap *return defensive stocks*.

Hasil penelitian ini tidak sejalan dengan *signaling theory*. Teori sinyal menyatakan bahwa suatu tindakan yang diambil oleh manajemen suatu perusahaan yang memberikan petunjuk kepada investor tentang bagaimana manajemen melihat prospek perusahaan. Perusahaan dengan kebijakan dividen naik dan *price earning ratio* cenderung menurun memberikan dampak *return* saham yang menurun, karena investor percaya bahwa harga saham naik diikuti juga nilai perusahaan yang naik (Husnan, 2009).

Oleh karena itu, dapat disimpulkan bahwa kebijakan dividen dapat memperlemah pengaruh negatif *price earning ratio* terhadap *return defensive stocks* yang terdaftar di BEI yang termasuk sektor manufaktur pada periode 2015-2018. Hal ini didasarkan pada hasil penelitian bahwa variabel kebijakan dividen mampu memperlemah pengaruh *price earning ratio* terhadap *return defensive stocks*. Penentuan jenis variabel moderasi dapat dilihat bahwa β_5 tidak signifikan dan β_{10} juga tidak signifikan, maka variabel *price earning ratio* merupakan moderasi potensial

(homologizer moderator) artinya variabel tersebut potensial menjadi variabel moderasi (Ghozali, 2011:88).

BAB V

PENUTUP

5.1 Simpulan

Penelitian ini dilakukan untuk menguji pengaruh *profitability*, *firm size*, *leverage*, *price earning ratio* terhadap *return defensive stocks* dengan kebijakan dividen sebagai variabel moderasi. Berdasarkan pengujian dan pembahasan yang telah disajikan, maka dapat ditarik kesimpulan sebagai berikut:

1. *Profitability* berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap *return defensive stocks* perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI tahun 2015-2018.
2. *Firm Size* berpengaruh positif dan signifikan terhadap *return defensive stocks* perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI tahun 2015-2018.
3. *Leverage* berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap *return defensive stocks* perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI tahun 2015-2018.
4. *Price earning ratio* berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap *return defensive stocks* perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI tahun 2015-2018.
5. Hasil penelitian menunjukkan bahwa kebijakan dividen mampu memoderasi yaitu dengan memperlemah pengaruh *profitability* terhadap *return defensive stocks* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada sektor manufaktur tahun 2015 – 2018.

6. Hasil penelitian menunjukkan bahwa kebijakan dividen mampu memoderasi yaitu dengan memperkuat pengaruh *firm size* terhadap *return defensive stocks* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada sektor manufaktur tahun 2015 – 2018.
7. Hasil penelitian menunjukkan bahwa kebijakan dividen mampu memoderasi yaitu dengan memperlemah pengaruh *leverage* terhadap *return defensive stocks* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada sektor manufaktur tahun 2015 – 2018.
8. Hasil penelitian menunjukkan bahwa kebijakan dividen mampu memoderasi yaitu dengan memperlemah pengaruh *price earning ratio* terhadap *return defensive stocks* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada sektor manufaktur tahun 2015 – 2018.

5.2 Saran

Saran yang dapat diberikan dalam penelitian ini berdasarkan hasil penelitian dan pembahasan pada bab sebelumnya sebagai berikut :

1. Bagi Peneliti Selanjutnya

Penelitian ini masih menghasilkan pengaruh yang kurang kuat terhadap *return defensive stocks* yaitu sebesar 18%, sebaiknya peneliti selanjutnya menambahkan variabel independen lainnya. Penelitian ini hanya melihat pengaruh dari fundamental perusahaan. Diharapkan peneliti selanjutnya mampu menambahkan variabel fundamental makro ekonomi dan faktor psikologi investor. Hal ini penting untuk melihat secara keseluruhan hal-hal yang berpengaruh pada investasi saham. Sehingga dalam pemilihan

saham, investor mampu memperkirakan saham yang harus dibeli dan dihindari.

2. Bagi investor

Dari hasil penelitian ini investor perlu memperhatikan *firm size* dan kebijakan dividen dalam mengambil keputusan berinvestasi pada saham yang bersifat defensif untuk sektor manufaktur. Berdasarkan penelitian ini variabel *firm size* yang memiliki pengaruh yang signifikan terhadap return saham. Semakin tinggi *firm size*, maka *return defensive stocks* semakin meningkat. Sedangkan kebijakan dividen mampu memperkuat dan memperlemah pengaruh variabel-variabel terhadap *return defensive stocks*.

3. Bagi Perusahaan

Berdasarkan hasil penelitian, menunjukkan bahwa *firm size* berpengaruh positif signifikan terhadap *return* saham. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan lebih baik meningkatkan *firm size*, karena hal ini menjadi daya tarik bagi investor. Sedangkan kebijakan dividen dapat berpengaruh dengan cara memperkuat dan memperlemah rasio fundamental perusahaan. Maka sebaiknya perusahaan mempertimbangkan baik-baik saat pembagian dividen untuk investor. karena investor lebih tertarik jika perusahaannya bisa *sustainable*.

DAFTAR PUSTAKA

- Abdullah, H., & Agaki, R. F. (2016). Pengaruh Earning Per Share, Price Earning Ratio dan Price to Book Value Terhadap Dividend Payout Ratio Pada Perusahaan Pertambangan Yang Terdaftar di BEI Periode 2008-2011. *Dinamika Ekonomi-Jurnal Ekonomi Dan Bisnis*, 5(2), 3–17.
- Abdullah, M. N., Parvez, K., Karim, T., & Tooheen, R. B. (2015). The Impact of Financial Leverage and Market Size on Stock Returns on the Dhaka Stock Exchange: Evidence from Selected Stocks in the Manufacturing Sector. *International Journal of Economics, Finance and Management Sciences*, 3(1), 10. <https://doi.org/10.11648/j.ijefm.20150301.12>
- Acheampong, P., Agalega, E., & Shibu, A. K. (2014). The Effect of Financial Leverage and Market Size on Stock Returns on the Ghana Stock Exchange : Evidence from Selected Stocks in the Manufacturing Sector The Effect of Financial Leverage and Market Size on Stock Returns on the Ghana Stock Exchange : Evide. *International Journal of Financial Research*, 5(No.1), 2–11. <https://doi.org/10.5430/ijfr.v5n1p125>
- Ang, A., & Bekaert, G. (2004). Stock Return Predictability: Is it There? *Columbia University and NBER*, 1–5.
- Ang, R. (1997). *Buku Pintar Pasar Modal Indonesia (The Intelligent Guide to Indonesian Capital Market)*. Jakarta: Mediasoft Indonesia.
- Ang, R. (2007). *Buku Pintar Pasar Modal Indonesia (The Intelligent Guide To Indonesian Capital Market)* (Edisi Pert). Jakarta: Mediasoft Indonesia.
- Antara, I. M. J. (2012). Pengaruh Dividend Payout Ratio, Price to Book Value Ratio, dan Price to Earnings Ratio pada Return Saham di Bursa Efek Indonesia Periode 2009-2011. *E-Jurnal Akuntansi*, 1(1), 1–14.
- Arslan, M., & Zaman, R. (2014). Impact of Dividend Yield and Price Earnings Ratio on Stock Returns: A Study Non-Financial listed Firms of Pakistan. *Research Journal of Finance and Accounting*, 5(19), 2222–2847.
- Astakoni, I. made P., Wardita, I. W., & Nursian, N. P. (2019). Efek Moderasi Kebijakan Dividen Dalam Pengaruh Profitabilitas Terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Akuntansi, Ekonomi Dan Manajemen Bisnis*, 18(2), 134–145. <https://doi.org/10.30871/jaemb.v5i2.538>
- Basuki, A. T., & Prawoto, N. (2016). *Analisis Regresi Dalam Penelitian Ekonomi & Bisnis : Dilengkapi Aplikasi SPSS & EVIEWS*. (1st ed.). Depok: PT Rajagrafindo Persada.
- Black, F. (1972). Capital Market Equilibrium with Restricted Borrowing. *Journal of Business*, 45(3).

- Brigham, E. F., & Houston. (2006). *Fundamental of Financial Management: Dasar-Dasar Manajemen Keuangan* (Edisi Sepu). Jakarta: Salemba Empat.
- Brigham, E. F., & Houston, J. F. (2011). Dasar-dasar Manajemen Keuangan. In 2 (11th ed., p. 444). Jakarta: Salemba Empat.
- Carlo, M. A. (2014). Pengaruh Return On Equity, Dividend Payout Ratio, dan Price to Earning Ratio pada Return Saham. *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana, 1*, 151–164.
- Creswell, J. W. (2016). *Research Design Pendekatan Kualitatif, Kuantitatif, dan Mixed*. Yogyakarta: Pustaka Pelajar.
- Darusman, D., & Prasetiono. (2012). Analisis Pengaruh Firm Size , Book To Market Ratio , Price Earning Ratio , Dan Momentum Terhadap Return Portofolio Saham. *Diponegoro Journal of Management, 1*(1), 212–225.
- Elleuch, J. (2009). Fundamental Analysis Strategy and the Prediction of Stock Returns. *International Research Journal of Finance and Economics*.
- Elton, E. J., & Gruber, M. J. (1995). *Modern Portfolio Theory and Investment Analysis*. Toronto: John Wiley & Sons.
- Fabozzi, F. J. (1999). *Manajemen Investasi*. Jakarta: Salemba Empat.
- Fahmi, & Hadi. (2011). *Teori Portofolio dan Analisis Investasi* (Edisi 2). Bandung: Alfabeta, cv.
- Fajaria, A. Z., & Isnalita. (2018). The Effect of Profitability, Liquidity, Leverage and Firm Growth of Firm Value with its Dividend Policy as a Moderating Variable. *International Journal of Managerial Studies and Research, 6*(10), 55–69. <https://doi.org/10.20431/2349-0349.0610005>
- Fama, F., & French, R. (1992). *The Cross-Section of Expected Stock Returns. The Journal of Finance, XLVII*(2), 427–465.
- Fatahurrazak, Manik, T., & Afrianti, R. (2014). Pengaruh Return on Assets, Current Ratio, Price Earning Ratio dan Debt to Equity Ratio terhadap Kebijakan Dividen. *Fakultas Ekonomi Universitas Maritim Raja Ali Haji Tanjungpinang, Kepulauan Riau, 1*–25.
- Ferdinand, A. (2014). *Metode Penelitian Manajemen*. Semarang: BP Universitas Diponegoro.
- Fitriati, I. R., & Prasetiono. (2010). Analisis Hubungan Distress Risk, Firm Size dan Book to Market Ratio dengan Return Saham. *Diponegoro Journal of Management, 2*(4), 10–25.
- Ghozali, I. (2011a). *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Progam IBM SPSS 19* (Edisi 1). Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.

- Ghozali, I. (2011b). “*Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS.*” Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Ghozali, I. (2016). *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS* (VIII; P. P. Harto, Ed.). Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Ghozali, I., & ratmono, dwi. (2013). *Analisis Multivariat dan Ekonometrika Teori, Konsep dan Aplikasi dengan Eviews 8*. Semarang: Badfan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Ghozali, I., & Ratmono, D. (2017). *Analisis Multivariat dan Ekonometrika Teori, Konsep dan Aplikasi dengan Eviews 10* (Kedua). Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Gonedes, N. J. (1978). Corporate Signaling, External Accounting, and Capital Market Equilibrium: Evidence on Dividends, Income, and Extraordinary Items. *Journal of Accounting Research*, 16(1), 26–79.
- Halim, A. (2003). *Analisis Investasi*. Jakarta: Salemba Empat.
- Halim, A. (2005). *Analisis Investasi* (Edisi Kedu; R. Untung, Ed.). Jakarta: Salemba Empat.
- Halim, A. (2015). *Analisis Investasi di Aset Keuangan* (Pertama). Jakarta: Mitra Wacana Media.
- Hanafi. (2004). *Manajemen Keuangan*. Yogyakarta: BPFE UGM.
- Horne, J. c. V. dan J. M. M. J. 2012. (2009). *Prinsip-prinsip Manajemen Keuangan Edisi 13* (13th ed.). Jakarta: Salemba Empat.
- Horne, J. C. Van, & Wachowicz, J. M. (2014). *Prinsip-prinsip Manajemen Keuangan (Fundamentals of Financial Management)* (13th ed.). Jakarta: Salemba Empat.
- Hunjra, A. I., Ijaz, M. S., Chani, M. I., Hassan, S. ul, & Mustafa, U. (2014). Impact of Dividend Policy, Earning per Share, Return on Equity, Profit after Tax on Stock Prices. *Internation Journal of Economics and Empirical Research*, 2(2014), 274–287.
- Husnan, S. (2009). *Dasar-Dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas*. Yogyakarta: UPP STIM YKPN.
- Idx.co.id. (2019). Indonesia Capital Market Directory. Retrieved from <https://www.idx.co.id/data-pasar/laporan-statistik/ringkasan-performa-perusahaan-tercatat/>
- Jogiyanto, H. (2003). *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Yogyakarta: BPFE.
- Jogiyanto, H. (2014). *Teori dan Praktik Portofolio dengan Excel*. Jakarta:

Salemba Empat.

- Kasmir. (2009). *Analisis Laporan Keuangan (Satu)*. Jakarta: PT Raja Grafindo Persada.
- Khairudin, & Wandita. (2017). Analisis Pengaruh Rasio Profitabilitas, Debt To Equity Ratio (DER) Dan Price To Book Value (PBV) Terhadap Harga Saham. *Jurnal Akuntansi Dan Keuangan Indonesia*, 8(1), 1–11.
- Kurniawan, A. (2017). Pengaruh Kinerja Keuangan Terhadap Return Saham Dengan Menjadikan Kebijakan Dividen Sebagai Variabel Moderate Pada Perusahaan Yang Terdaftar Di Jakarta Islamic Indeks (JII 2007 – 2011). *Akuisisi - Jurnal Akuntansi*, 13(1), 1–14. <https://doi.org/10.24127/akuisisi.v13i1.131>
- Larasati, D. (2015). Pengaruh DER, ROA dan Kepemilikan Manajerial terhadap Kebijakan Dividen. *STIE Perbanas Surabaya*.
- Lybryanta, O. A., Toha, A., & Sisbintari, I. (2015). Pengaruh Kinerja Keuangan terhadap Nilai Perusahaan di Perusahaan Industri Makanan dan Minuman yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *E-Sospol*, 2(April), 7–11.
- Malintan, R. (2012). Pengaruh Current Ratio (CR), Debt to Equity Ratio (DER), Price Earning Ratio (PER) dan Return On Asset (ROA) Terhadap Return Saham Perusahaan Pertambangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2015-2010. *Jurnal Ilmiah Mahasiswa FEB UB*.
- Munawir, H. . (2016). *Analisa Laporan Keuangan (Empat)*. Yogyakarta: Liberty, Yogyakarta.
- Novy-Marx, R. (2014). Understanding Defensive Equity. *National Bureau of Econommic Research*, 4(JEL No. G12), 1–38. Retrieved from <http://www.nber.org/papers/w20591>
- Nurmalasari, S. A. D., & Yulianto, A. (2015). Analisis Pengaruh Perubahan Arus Kas terhadap Return Saham. *Management Analysis Journal*, 4(4), 289–300. <https://doi.org/10.15294/maj.v4i4.8881>
- Pardosi, B., & Wijayanto, A. (2015). Analisis Perbedaan Return dan Risiko Saham Portofolio Optimal dengan Portofolio Bukan Optimal. *Management Analysis Journal*, 4(1).
- Pomfret, R., & Saphiro, D. (2007). Firm Size , Diversification , and Profitability of Large Corporations in Canada. *Journal of Economic Studies*, 7(3), 140–150.
- Prihanantyo, A. P. (2015). Analisis Pengaruh Book to Market , Size Dan Profitability Terhadap Return Defensive Stocks. *Diponegoro Journal Of Management*, 4(2014), 1–12.

- Puspitadewi, C. I. I., & Rahyuda, H. (2016). *Pengaruh DER, ROA, PER dan EVA terhadap Return Saham pada perusahaan FOOD and Beverage di BEI*. 5(3), 1429–1456.
- Putri, A. Y. (2016). Analisis Pengaruh Distress Risk, Firm Size, Book To Market Ratio, Price Earning Ratio, Dan Debt To Equity Ratio Terhadap Return Pada Defensive Stocks. *Diponegoro Journal Of Management*, 5(2014), 1–13.
- RM Musallam, S. (2018). Exploring the Relationship between Financial Ratios and Market Stock Returns. *Eurasian Journal of Business and Economics*, 11(21), 101–116. <https://doi.org/10.17015/ejbe.2018.021.06>
- Rosadi, D. (2012). *Ekonometrika dan Analisis Runtun Waktu Terapan dengan EViews*. Yogyakarta: Andi Offset.
- Safitri, R. D., & Yulianto, A. (2015). Pengaruh Kinerja Keuangan Perusahaan Terhadap Return Total Saham Pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI. *Management Analysis Journal*, 4(1), 1–6.
- Sakina, I., & Prasentiono. (2017). Analisis Pengaruh ROE, Firm Size, Current Ratio dan DER terhadap Return Defensive Stocks. *Diponegoro Journal Of Management*, 6(2016), 1–11. Retrieved from [http](http://)
- Sartono, A. (1994). *Manajemen Keuangan Teori dan Aplikasi* (Edisi Keem). Yogyakarta: BPFE.
- Setyaningrum, R. M., & Sari, A. Y. (2011). Pengaruh Asimetri Informasi Dan Ukuran Perusahaan Terhadap Manajemen Laba Pada Perusahaan Food and Beverages Yang Go Public Di Bei. *The Indonesian Accounting Review*, 1(02), 83. <https://doi.org/10.14414/tiar.v1i02.322>
- Sharpe, W. F. (1964). Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium Under Conditions of Risk. *The Journal of Finance*, XIX(No.3), 425–442.
- Sihombing, M. J. T. (2019). Analisis Faktor yang Mempengaruhi Return Saham dengan Kebijakan Dividen sebagai Variabel Moderating. *Jurnal Armada Informatika*, 3(1), 1–13.
- Situmorang, D. R. (2017). Analisa Faktor Fundamental terhadap Return Saham dengan Kebijakan Dividen sebagai Variabel Moderating. *Jurnal Ilmiah Kohesi*, 1(2), 163–174. <https://doi.org/10.1109/ICC.1999.768001>
- Sugiyono. (2011). *Metode Penelitian Kuantitatif, Kualitatif dan R&D*. Bandung: Alfabeta, cv.
- Sugiyono. (2016). *Metode Penelitian*. Bandung: Alfabeta, cv.
- Syamsuddin, L. (2011). *Manajemen Keuangan Perusahaan*. Jakarta: Rajawali Pers.

- Tandelilin, E. (2001). *Analisis Investasi dan Manajemen Portofolio* (Edisi Pert).
- Tandelilin, E. (2010). *Portofolio dan Investasi Teori dan Aplikasi* (Edisi pert). Yogyakarta: Kanisius.
- Weston, J. F., & Copeland, T. E. (1996). *Manajemen Keuangan Jilid II* (8th ed.; Drs. Ak. H. Ruswinarto, Ed.). Jakarta: Erlangga.
- Widarjono, A. (2013). *Ekonometrika: Pengantar dan aplikasinya*. Jakarta: Ekonosia.
- Zvie Bodie, Alex Kane, A. J. M. (2014). *Manajemen Portofolio dan Investasi* (Edisi 9; Ema Sri Suharsi, Ed.). Salemba Empat.

LAMPIRAN

LAMPIRAN 1

DAFTAR PENGUNGKAPAN TANGGUNG JAWAB SOSIAL (SOSIAL DISCLOSURE)

Berdasarkan Penelitian Zuhroh dan Putu (2003) daftar pengungkapan tanggung jawab sosial menyangkut:

Tema Kemasyarakatan

1. Dukungan pada kegiatan seni dan budaya
2. Dukungan pada kegiatan olah raga (termasuk sponsorship)
3. Partisipasi pada kegiatan masyarakat sekitar kantor pabrik
4. Dukungan ke lembaga kerohanian
5. Dukungan ke lembaga pendidikan (termasuk bea siswa, kesempatan magang, kesempatan penelitian)
6. Dukungan ke lembaga sosial lain
7. Fasilitas sosial dan fasilitas umum
8. Prioritas lapangan pekerjaan bagi masyarakat sekitar (termasuk pemberian fasilitas dan motivasi oleh perusahaan untuk berwiraswasta)

Tema Produk dan Konsumen

9. Mutu produk
10. Penghargaan kualitas (termasuk sertifikat kualitas, sertifikat halal dan penghargaan)
11. Customer Satisfaction (upaya untuk meningkatkan kepuasan konsumen)

Tema Ketenagakerjaan

12. Jumlah tenaga kerja
13. Keselamatan kerja (kebijakan dan fasilitas keselamatan kerja)
14. Kesehatan (termasuk fasilitas dokter dan poliklinik perusahaan)

15. Koperasi karyawan
16. Gaji/upah
17. Tunjangan dan kesehatan lain (termasuk UMR, bantuan masa krisis, kesejahteraan untuk karyawan, asuransi dan fasilitas transportasi)
18. Pendidikan dan latihan (termasuk kerjasama dengan perguruan tinggi negeri)
19. Kesetaraan gender dalam kesempatan kerja dan karir
20. Fasilitas peribadatan (termasuk peringatan hari besar agama)
21. Cuti karyawan (termasuk cuti yang diperlukan oleh pekerja wanita)
22. Pensiun (termasuk pembentukan/pemilihan dana pensiun)
23. Serikat pekerja
24. Kesepakatan kerja Bersama
25. *Turn over* pekerja

Tema Lingkungan Hidup

26. Kebijakan lingkungan
27. Sertifikasi lingkungan dan analisis mengenai dampak lingkungan (AMDAL)
28. Rating (termasuk penghargaan dibidang lingkungan)
29. Energi (termasuk energi saving, total energi yang digunakan dan sebagainya)
30. Pencegahan/pengolahan polusi (termasuk pengolahan limbah)
31. Dukungan pada konservasi satwa
32. Dukungan pada konservasi lingkungan

LAMPIRAN 2

RINGKASAN DATA SAMPEL PENELITIAN

No	Perusahaan	Tahun	Y (RDS)	X1 (ROE)	X2 (MC)	X3 (DER)	X4 (PER)	Z (DPR)
1	ADES	2015	-0.26	0.10	27.12	0.99	0.18	0.00
2	ADES	2016	-0.01	0.15	27.10	1.00	0.14	0.00
3	ADES	2017	-0.12	0.09	26.98	0.99	0.17	0.00
4	ADES	2018	0.04	0.11	27.02	0.83	0.11	0.00
5	ALMI	2015	-0.26	-0.09	25.53	2.87	-0.02	0.00
6	ALMI	2016	-0.08	-0.25	25.45	4.33	-0.01	0.00
7	ALMI	2017	0.20	0.02	25.63	5.27	0.41	0.00
8	ALMI	2018	0.82	0.02	26.23	7.50	0.11	0.00
9	AKPI	2015	0.05	0.03	27.11	1.60	0.22	0.22
10	AKPI	2016	0.03	0.05	27.14	1.34	0.11	0.16
11	AKPI	2017	-0.19	0.01	26.92	1.44	0.24	0.00
12	AKPI	2018	0.03	0.05	26.96	1.49	0.70	0.13
13	AMFG	2015	-0.19	0.10	28.68	0.26	0.08	0.10
14	AMFG	2016	0.02	0.07	28.70	0.53	0.10	0.13
15	AMFG	2017	-0.10	0.01	28.59	0.77	0.31	0.34
16	AMFG	2018	-0.39	0.00	28.10	1.34	-0.13	2.00
17	POLY	2015	-0.43	0.02	25.63	-1.25	-0.01	0.00
18	POLY	2016	0.02	-0.01	25.65	-1.25	-0.01	0.00
19	POLY	2017	0.29	-0.78	25.90	-1.25	-0.02	0.00
20	POLY	2018	1.11	-0.01	26.65	-1.17	0.01	0.00
21	RMBA	2015	-0.02	0.52	30.55	-8.34	-0.02	0.00
22	RMBA	2016	-0.05	-0.22	30.50	-5.02	-0.08	0.00
23	RMBA	2017	-0.21	-0.05	30.26	0.43	-0.20	0.00
24	RMBA	2018	-0.18	-0.07	30.06	0.78	-0.13	0.00
25	BRNA	2015	0.03	-0.01	27.29	1.20	-0.47	0.00
26	BRNA	2016	0.51	0.01	27.71	1.03	0.50	0.24
27	BRNA	2017	0.13	-0.21	27.83	1.30	-0.05	0.00
28	BRNA	2018	-0.03	-0.02	27.79	1.19	17.02	0.00
29	BTON	2015	-0.19	0.04	25.09	0.23	0.12	0.00
30	BTON	2016	0.16	-0.04	25.23	0.24	-0.08	0.00
31	BTON	2017	-0.10	0.07	25.12	0.19	0.09	0.00
32	BTON	2018	1.04	0.15	25.83	0.19	0.04	0.00
33	BUDI	2015	-0.41	0.02	26.37	1.95	0.14	0.00
34	BUDI	2016	0.38	0.03	26.69	1.52	0.10	0.36
35	BUDI	2017	0.08	0.04	26.77	1.46	0.10	0.44
36	BUDI	2018	0.02	0.04	26.79	1.77	0.12	0.45
37	BTEK	2015	0.43	0.00	29.79	5.20	38.97	0.00
38	BTEK	2016	-0.18	0.00	29.59	2.23	34.83	0.00
39	BTEK	2017	-0.09	-0.02	29.50	1.67	5736.97	0.00
40	BTEK	2018	0.07	0.03	29.57	1.28	0.55	0.00
41	CPRO	2015	-0.51	-0.61	28.72	3.58	-0.02	0.00
42	CPRO	2016	0.00	-11.04	28.72	39.49	-0.01	0.00
43	CPRO	2017	0.00	1.48	28.72	-4.94	-0.01	0.00
44	CPRO	2018	0.00	2.55	28.72	8.75	0.01	0.00
45	TPIA	2015	0.15	0.03	30.12	1.10	0.31	0.00
46	TPIA	2016	5.00	0.26	31.91	0.87	180.77	0.00
47	TPIA	2017	0.48	0.20	32.30	0.79	0.25	0.32

No	Perusahaan	Tahun	Y (RDS)	X1 (ROE)	X2 (MC)	X3 (DER)	X4 (PER)	Z (DPR)
48	TPIA	2018	-0.01	0.10	32.29	0.80	0.30	0.00
49	CINT	2015	-0.07	0.09	26.55	0.21	0.12	0.28
50	CINT	2016	-0.07	0.06	26.48	0.22	0.20	0.26
51	CINT	2017	0.06	0.08	26.53	0.25	0.12	0.29
52	CINT	2018	-0.15	0.03	26.37	0.26	0.18	0.25
53	DVLA	2015	0.00	0.11	28.01	0.41	0.13	0.67
54	DVLA	2016	0.35	0.14	28.31	0.42	0.11	0.48
55	DVLA	2017	0.12	0.15	28.42	0.47	0.10	0.98
56	DVLA	2018	-0.01	0.17	28.41	0.40	0.10	0.60
57	BLTA	2015	0.00	5.09	29.16	1.75	0.01	0.00
58	BLTA	2016	0.00	-0.33	29.16	1.11	-0.91	0.00
59	BLTA	2017	0.00	-0.29	29.16	1.68	0.82	0.00
60	BLTA	2018	0.00	0.19	29.16	1.46	0.45	0.00
61	DPNS	2015	0.10	0.04	25.58	0.14	0.12	0.15
62	DPNS	2016	0.03	0.04	25.61	0.12	0.12	0.18
63	DPNS	2017	-0.13	0.02	25.48	0.15	0.18	0.14
64	DPNS	2018	-0.10	0.03	25.37	0.16	0.08	0.19
65	ETWA	2015	-0.70	-2.96	25.05	16.59	0.00	0.00
66	ETWA	2016	0.05	-9.64	25.10	162.19	-0.01	0.00
67	ETWA	2017	-0.23	1.05	24.83	-10.19	0.00	0.00
68	ETWA	2018	0.29	0.54	25.09	-5.21	0.00	0.00
69	FASW	2015	-0.37	-0.04	28.58	1.86	-0.08	0.00
70	FASW	2016	2.94	0.09	29.95	1.72	0.11	0.56
71	FASW	2017	0.32	0.08	30.22	1.85	0.22	0.39
72	FASW	2018	0.44	0.33	30.59	1.56	0.17	0.58
73	GDYR	2015	0.70	0.00	27.74	1.15	-7.30	0.00
74	GDYR	2016	-0.30	0.03	27.39	1.01	0.40	0.25
75	GDYR	2017	-0.11	-0.02	27.27	1.31	-0.14	0.00
76	GDYR	2018	0.14	0.01	27.40	1.32	-0.75	0.00
77	GGRM	2015	-0.09	0.17	32.29	0.67	0.16	0.78
78	GGRM	2016	0.16	0.17	32.44	0.59	0.20	0.75
79	GGRM	2017	0.31	0.18	32.71	0.58	0.22	0.65
80	GGRM	2018	0.00	0.17	32.71	0.53	0.21	0.64
81	HMSP	2015	0.38	0.32	33.71	0.19	0.42	1.00
82	HMSP	2016	0.02	0.37	33.73	0.24	0.37	0.98
83	HMSP	2017	0.23	0.37	33.94	0.26	0.43	0.99
84	HMSP	2018	-0.22	0.32	33.70	0.32	0.33	1.01
85	SMCB	2015	-0.54	0.02	29.66	1.05	0.44	0.66
86	SMCB	2016	-0.10	-0.04	29.56	1.45	-0.32	0.00
87	SMCB	2017	-0.07	-0.11	29.49	1.73	-0.07	0.00
88	SMCB	2018	1.26	-0.13	30.30	1.91	-0.17	0.00
89	IMPC	2015	0.81	0.12	29.13	0.53	0.58	0.13
90	IMPC	2016	0.11	0.10	29.23	0.86	0.45	0.02
91	IMPC	2017	0.06	0.07	29.29	0.78	0.88	0.44
92	IMPC	2018	-0.14	0.08	29.14	0.73	0.82	0.56
93	INAI	2015	-0.42	0.12	25.58	4.55	0.04	0.89
94	INAI	2016	0.59	0.14	26.04	4.19	0.06	0.49
95	INAI	2017	0.17	0.14	26.20	3.38	0.06	0.49
96	INAI	2018	0.08	0.13	26.28	3.61	0.07	0.94
97	SRSN	2015	0.00	0.05	26.43	0.69	0.19	0.00
98	SRSN	2016	0.00	0.03	26.43	0.78	0.17	0.00

No	Perusahaan	Tahun	Y (RDS)	X1 (ROE)	X2 (MC)	X3 (DER)	X4 (PER)	Z (DPR)
99	SRSN	2017	0.00	0.04	26.43	0.57	0.22	0.00
100	SRSN	2018	0.26	0.08	26.66	0.44	0.09	0.17
101	ICBP	2015	0.02	0.18	32.00	0.62	0.26	0.50
102	ICBP	2016	0.27	0.20	32.24	0.56	0.26	0.25
103	ICBP	2017	0.04	0.17	32.27	0.56	0.27	0.50
104	ICBP	2018	0.17	0.21	32.43	0.51	0.26	0.50
105	IPOL	2015	-0.38	0.02	26.86	0.83	0.15	0.00
106	IPOL	2016	0.89	0.04	27.50	0.81	0.10	0.28
107	IPOL	2017	-0.07	0.01	27.43	0.80	0.31	0.00
108	IPOL	2018	-0.30	0.03	27.07	0.81	0.10	0.00
109	INDR	2015	-0.01	0.03	26.93	1.71	0.04	0.00
110	INDR	2016	0.07	0.00	27.00	1.83	0.23	0.00
111	INDR	2017	0.54	0.01	27.43	1.81	0.30	0.00
112	INDR	2018	3.74	0.18	28.99	1.31	0.02	0.00
113	INCI	2015	0.18	0.11	24.74	0.10	0.03	0.11
114	INCI	2016	0.00	0.04	24.74	0.11	0.07	0.00
115	INCI	2017	0.34	0.06	25.03	0.13	0.05	0.13
116	INCI	2018	0.53	0.05	25.45	0.22	0.05	0.07
117	SIDO	2015	-0.10	0.17	29.74	0.08	0.19	0.86
118	SIDO	2016	-0.05	0.17	29.69	0.08	0.11	0.81
119	SIDO	2017	0.05	0.18	29.73	0.09	0.16	0.81
120	SIDO	2018	0.54	0.23	30.16	0.15	0.20	0.81
121	KICI	2015	-0.53	-0.14	24.26	0.43	-0.03	0.00
122	KICI	2016	-0.04	0.00	24.22	0.57	-1.02	0.00
123	KICI	2017	0.43	0.09	24.58	0.63	0.06	0.00
124	KICI	2018	0.66	0.03	25.08	0.63	-2.56	0.00
125	LMPI	2015	-0.35	0.01	25.46	0.98	0.29	0.00
126	LMPI	2016	0.19	0.02	25.64	0.99	0.51	0.00
127	LMPI	2017	0.24	-0.08	25.85	1.22	0.81	0.00
128	LMPI	2018	-0.14	-0.14	25.70	1.38	-0.03	0.00
129	LMSH	2015	-0.11	0.02	24.73	0.19	0.28	0.25
130	LMSH	2016	0.03	0.05	24.76	0.39	0.21	0.00
131	LMSH	2017	0.08	0.10	24.84	0.24	0.05	0.07
132	LMSH	2018	-0.09	0.02	24.74	0.21	0.18	0.17
133	TCID	2015	-0.06	0.32	28.83	0.21	0.06	0.15
134	TCID	2016	-0.24	0.09	28.55	0.23	0.13	0.51
135	TCID	2017	0.43	0.10	28.91	0.27	0.20	0.46
136	TCID	2018	-0.04	0.09	28.87	0.24	0.17	0.49
137	MBTO	2015	-0.30	-0.03	25.73	0.49	-0.11	0.00
138	MBTO	2016	0.32	0.02	26.01	0.61	0.17	0.00
139	MBTO	2017	-0.27	-0.06	25.70	0.89	-0.04	0.00
140	MBTO	2018	-0.07	-0.38	25.63	1.16	-0.02	0.00
141	MYOR	2015	-0.94	0.24	30.94	1.18	0.22	0.22
142	MYOR	2016	0.35	0.22	31.24	1.06	0.31	0.35
143	MYOR	2017	0.23	0.22	31.44	1.03	0.37	0.38
144	MYOR	2018	0.30	0.21	31.70	1.06	0.40	0.38
145	MERK	2015	-0.96	0.30	28.74	0.35	0.21	0.53
146	MERK	2016	0.36	0.26	29.05	0.28	0.25	0.00
147	MERK	2017	-0.08	0.24	28.97	0.37	0.19	0.79
148	MERK	2018	-0.49	2.24	28.29	1.44	0.10	0.99
149	MLIA	2015	-0.02	-0.14	27.25	5.39	-0.04	0.00

No	Perusahaan	Tahun	Y (RDS)	X1 (ROE)	X2 (MC)	X3 (DER)	X4 (PER)	Z (DPR)
150	MLIA	2016	0.07	0.01	27.31	3.79	-0.21	0.00
151	MLIA	2017	0.07	0.03	27.38	1.96	-0.05	0.00
152	MLIA	2018	1.04	0.08	28.10	1.35	0.08	0.00
153	MRAT	2015	-0.41	0.00	25.21	0.32	0.85	0.00
154	MRAT	2016	0.01	-0.02	25.22	0.31	-0.12	0.00
155	MRAT	2017	-0.02	0.00	25.20	0.36	0.44	0.00
156	MRAT	2018	-0.13	-0.01	25.06	0.39	0.73	0.00
157	ROTI	2015	-0.09	0.23	29.69	1.28	0.24	0.00
158	ROTI	2016	0.26	0.19	29.92	1.02	0.20	0.25
159	ROTI	2017	-0.20	0.05	29.70	0.62	0.61	0.20
160	ROTI	2018	-0.06	0.04	29.64	0.51	0.54	0.35
161	TKIM	2015	-0.42	0.00	28.06	1.81	0.66	0.63
162	TKIM	2016	0.47	0.01	28.45	1.66	0.10	1.75
163	TKIM	2017	3.00	0.03	29.84	1.59	0.22	0.25
164	TKIM	2018	2.80	0.20	31.17	1.40	0.07	0.04
165	PBRX	2015	0.11	0.04	28.92	1.05	0.28	0.09
166	PBRX	2016	-0.18	0.06	28.72	1.28	0.13	0.13
167	PBRX	2017	0.16	0.03	28.87	1.44	0.21	0.10
168	PBRX	2018	0.03	0.07	28.90	1.03	0.16	0.05
169	NIKL	2015	-0.63	-0.16	25.56	2.04	-0.02	0.00
170	NIKL	2016	44.00	0.06	29.37	1.99	1.86	0.00
171	NIKL	2017	1.20	0.03	30.16	2.03	6.78	0.00
172	NIKL	2018	-0.27	0.03	29.84	2.43	-1.42	0.00
173	ADMG	2015	-0.46	-0.09	26.57	0.57	-0.01	0.00
174	ADMG	2016	0.42	-0.08	26.92	0.55	-0.01	0.00
175	ADMG	2017	0.95	-0.04	27.59	0.56	-0.10	0.00
176	ADMG	2018	0.28	-0.01	27.83	0.15	0.07	0.00
177	PSDN	2015	-0.15	-0.13	25.89	0.91	-0.04	0.00
178	PSDN	2016	0.10	-0.13	25.99	1.33	-0.09	0.00
179	PSDN	2017	0.91	0.11	26.63	1.31	0.07	0.00
180	PSDN	2018	-0.25	-0.19	26.35	1.87	-0.09	0.00
181	PRAS	2015	-0.39	0.01	25.20	1.13	0.14	0.00
182	PRAS	2016	0.36	0.00	25.50	1.30	0.38	0.00
183	PRAS	2017	0.29	0.00	25.76	1.28	0.07	0.00
184	PRAS	2018	-0.20	0.01	25.54	1.38	0.08	0.00
185	RICY	2015	-0.09	0.03	25.35	1.99	0.09	0.17
186	RICY	2016	-0.03	0.03	25.32	2.12	0.09	0.17
187	RICY	2017	-0.03	0.04	25.29	2.19	-0.33	0.15
188	RICY	2018	0.09	0.04	25.38	2.46	0.38	0.17
189	SMSM	2015	0.00	0.32	29.56	0.54	0.16	0.62
190	SMSM	2016	-0.18	0.32	29.36	0.43	0.35	0.21
191	SMSM	2017	0.28	0.30	29.61	0.34	0.40	0.71
192	SMSM	2018	0.12	0.29	29.72	0.30	0.34	0.60
193	SIPD	2015	0.60	-0.49	27.76	2.06	-0.02	0.00
194	SIPD	2016	-0.20	0.01	27.54	1.25	0.19	0.00
195	SIPD	2017	0.37	-0.45	27.85	1.83	-0.04	0.00
196	SIPD	2018	0.10	0.03	27.95	1.60	0.58	0.00
197	SRIL	2015	1.39	0.20	29.70	1.83	0.09	0.07
198	SRIL	2016	-0.41	0.18	29.18	1.86	0.06	0.07
199	SRIL	2017	0.65	0.18	29.68	1.70	0.08	0.14
200	SRIL	2018	-0.06	0.16	29.62	1.64	0.05	0.00

No	Perusahaan	Tahun	Y (RDS)	X1 (ROE)	X2 (MC)	X3 (DER)	X4 (PER)	Z (DPR)
201	IKBI	2015	0.00	0.02	26.49	0.21	0.13	0.00
202	IKBI	2016	0.29	0.07	26.74	0.20	0.05	0.00
203	IKBI	2017	-0.07	0.02	26.67	0.23	-1.31	5.35
204	IKBI	2018	-0.18	0.03	26.48	0.39	0.13	0.00
205	SSTM	2015	-0.50	-0.04	24.83	1.96	-0.06	0.00
206	SSTM	2016	5.92	-0.06	26.77	1.55	-0.90	0.00
207	SSTM	2017	0.06	-0.11	26.82	1.85	-3.01	0.00
208	SSTM	2018	0.19	0.01	26.99	1.61	0.26	0.00
209	SPMA	2015	-0.48	-0.06	26.11	1.85	-0.04	0.00
210	SPMA	2016	0.88	0.08	26.74	0.97	0.04	0.00
211	SPMA	2017	0.09	0.08	26.83	0.84	0.06	0.00
212	SPMA	2018	0.17	0.07	26.99	0.82	0.12	0.00
213	SCCO	2015	-0.06	0.17	27.36	0.92	0.05	0.29
214	SCCO	2016	0.95	0.28	28.03	1.01	0.01	0.18
215	SCCO	2017	0.24	0.10	28.25	0.47	0.07	0.27
216	SCCO	2018	-0.03	0.09	28.21	0.43	0.07	0.27
217	TSPC	2015	-0.39	0.12	29.69	0.45	0.15	0.43
218	TSPC	2016	0.13	0.12	29.81	0.42	0.15	0.42
219	TSPC	2017	-0.09	0.11	29.72	0.46	0.14	0.33
220	TSPC	2018	-0.23	0.10	29.46	0.45	0.11	0.35
221	TRST	2015	-0.18	0.01	27.49	0.72	0.34	0.55
222	TRST	2016	-0.03	0.02	27.46	0.70	0.23	0.42
223	TRST	2017	0.25	0.02	27.68	0.69	0.48	0.00
224	TRST	2018	0.07	0.03	27.75	0.92	0.27	0.22
225	TRIS	2015	-0.16	0.11	26.47	0.74	0.14	0.37
226	TRIS	2016	0.12	0.07	26.59	0.85	0.16	0.79
227	TRIS	2017	-0.08	0.04	26.50	0.53	0.20	3.52
228	TRIS	2018	-0.29	0.06	26.16	0.78	0.37	0.33
229	UNIC	2015	-0.08	-0.01	27.06	0.58	-1.45	0.00
230	UNIC	2016	0.60	0.13	27.54	0.41	0.03	0.91
231	UNIC	2017	0.44	0.08	27.90	0.41	0.08	0.21
232	UNIC	2018	0.14	0.10	28.03	0.42	0.04	0.00
233	UNVR	2015	0.15	1.21	33.27	2.26	0.48	1.00
234	UNVR	2016	0.05	1.36	33.32	2.56	0.47	1.00
235	UNVR	2017	0.44	1.35	33.69	2.65	0.61	1.00
236	UNVR	2018	-0.19	1.20	33.48	1.58	0.36	0.34
237	VOKS	2015	0.23	0.00	27.43	2.01	29.39	0.00
238	VOKS	2016	0.49	0.24	27.83	1.49	0.06	0.10
239	VOKS	2017	0.06	0.20	27.89	1.59	0.08	0.00
240	VOKS	2018	-0.04	0.11	27.85	1.69	0.19	0.20
241	CEKA	2015	-0.10	0.17	26.72	1.32	0.04	0.00
242	CEKA	2016	1.00	0.28	27.41	0.61	0.00	0.36
243	CEKA	2017	-0.04	0.12	27.37	0.54	0.07	0.25
244	CEKA	2018	0.07	0.09	27.43	0.20	0.15	0.64

Lampiran 3

Hasil Uji Statistik Deskriptif Sampel Seluruh Penelitian

	RDS	ROE	SIZE	DER	PER	DPR
Mean	0.342951	0.027951	27.91947	1.853648	24.84418	0.250492
Median	0.020000	0.040000	27.52000	0.865000	0.120000	0.000000
Maximum	44.00000	5.090000	33.94000	1621900	5736.970	5.350000
Minimum	-0.960000	-11.04000	24.22000	-10.19000	-7.300000	0.000000
Std. Dev.	2.896353	1.067119	2.202660	10.76853	367.3894	0.503771
Skewness	14.18031	-7.187478	0.684948	13.78651	15.49884	5.807411
Kurtosis	213.4005	78.26253	3.003032	203.7300	241.4693	51.54796
Jarque-Bera	458239.1	59689.39	19.07902	417370.4	587922.7	25333.39
Probability	0.000000	0.000000	0.000072	0.000000	0.000000	0.000000
Sum	83.68000	6.820000	6812.350	452.2900	6061.980	61.12000
Sum Sq. Dev.	2038.493	276.7146	1178.965	28178.59	32798926	61.91494
Observations	244	244	244	244	244	244

Lampiran 4. Hasil Uji Spesifikasi Model

Model I

Uji Chow

Redundant Fixed Effects Tests
Equation: Untitled
Test cross-section fixed effects

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	2.959142	(36,107)	0.0000
Cross-section Chi-square	102.259764	36	0.0000

Uji Hausman

Correlated Random Effects - Hausman Test
Equation: Untitled
Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	62.338349	4	0.0000

Model II**Uji Chow**

Redundant Fixed Effects Tests
Equation: Untitled
Test cross-section fixed effects

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	2.502065	(30,84)	0.0005
Cross-section Chi-square	79.171141	30	0.0000

Uji Hausman

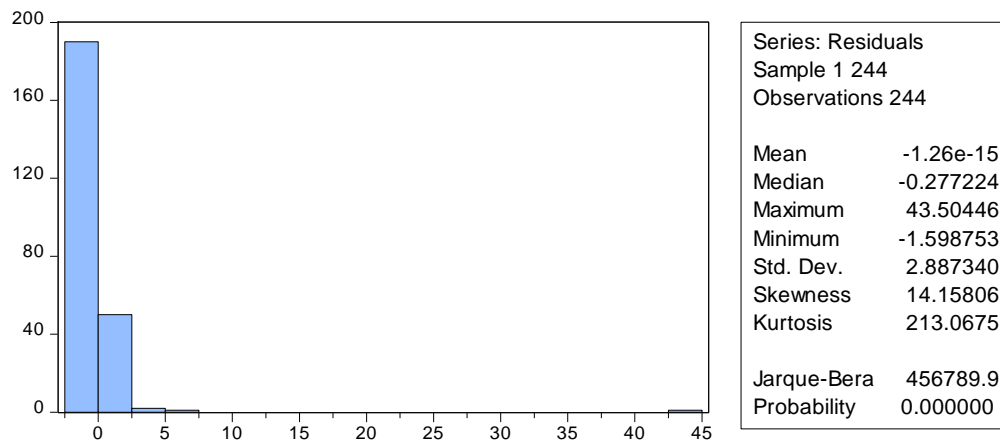
Correlated Random Effects - Hausman Test
Equation: Untitled
Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	61.379938	9	0.0000

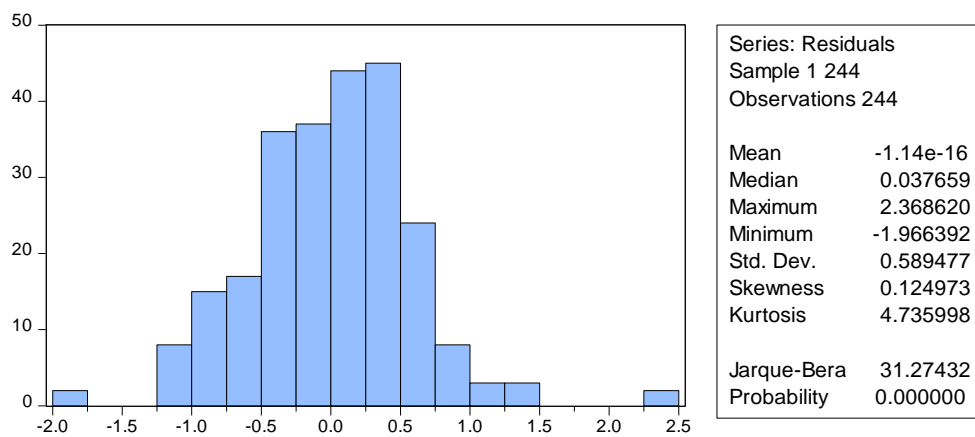
Lampiran 5. Hasil Uji Asumsi Klasik

Uji Normalitas

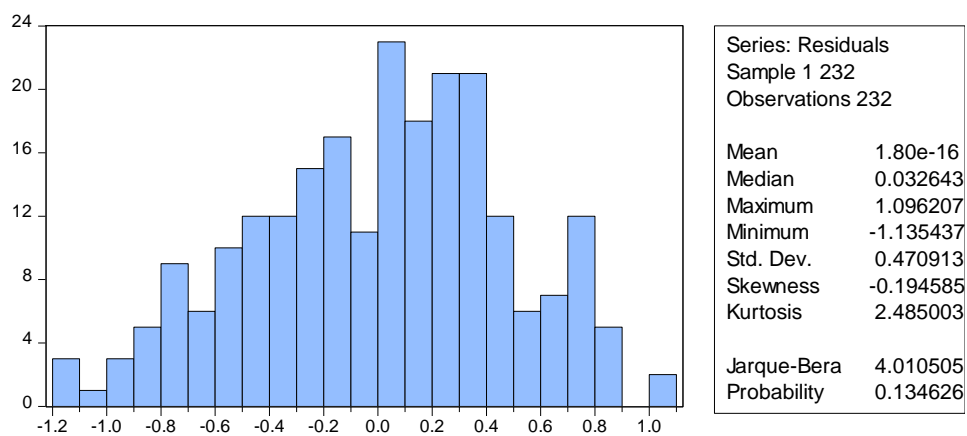
Model I Data Sebelum *Outlier*



Model I Data Setelah Transformasi

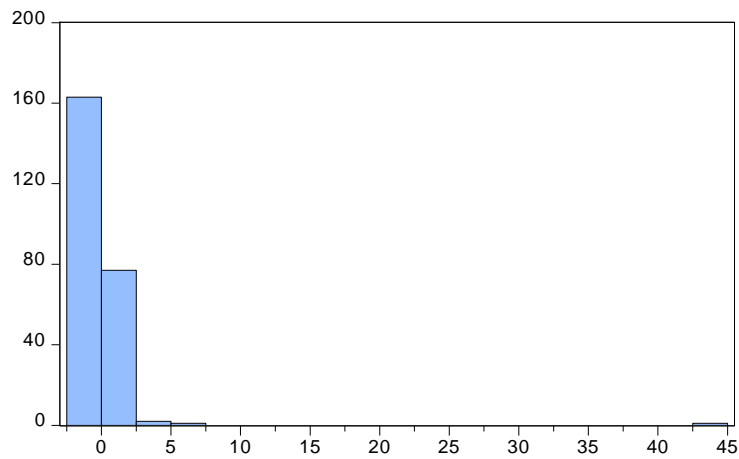


Model I Data Setelah *Outlier*



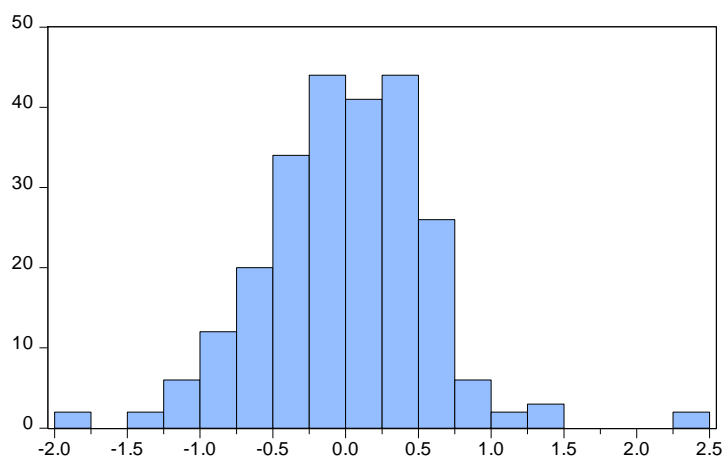
Uji Normalitas

Model II Data Sebelum *Outlier*



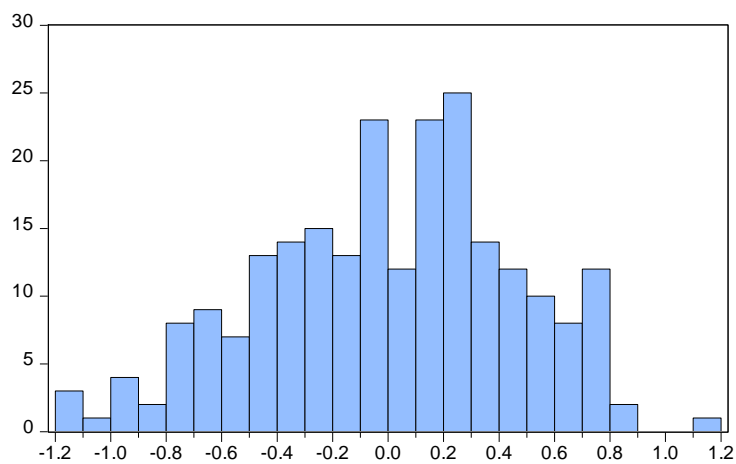
Series: Residuals	Sample 1 244	Observations 244
Mean	1.02e-17	
Median	-0.235368	
Maximum	43.03299	
Minimum	-1.979055	
Std. Dev.	2.864592	
Skewness	14.01692	
Kurtosis	210.5252	
Jarque-Bera	445834.7	
Probability	0.000000	

Model II Data Setelah Transformasi



Series: Residuals	Sample 1 244	Observations 244
Mean	5.20e-16	
Median	0.027096	
Maximum	2.359197	
Minimum	-1.981443	
Std. Dev.	0.579855	
Skewness	0.094079	
Kurtosis	4.943569	
Jarque-Bera	38.76411	
Probability	0.000000	

Model II Data Setelah *Outlier*



Series: Residuals	Sample 1 232	Observations 232
Mean	2.91e-16	
Median	0.025840	
Maximum	1.159791	
Minimum	-1.172274	
Std. Dev.	0.459025	
Skewness	-0.247444	
Kurtosis	2.548811	
Jarque-Bera	4.316673	
Probability	0.115517	

Uji Multikolinieritas

Model I

	X1 (ROE)	X2 (Market Cap)	X3 (DER)	X4 (PER)
X1 (ROE)	1.000000	0.352407	0.184318	-0.435946
X2 (Market Cap)	0.352407	1.000000	-0.019084	0.287325
X3 (DER)	0.184318	-0.019084	1.000000	-0.110553
X4 (PER)	-0.435946	0.287325	-0.110553	1.000000

Model II

	ROE	MC	DER	PER	DPR	ROE* DPR	MC*DPR	DER* DPR	PER* DPR
ROE	1.000000	0.384469	0.134968	-0.42844	-0.09111	-0.02251	-0.10753	0.006946	0.106270
MC	0.384469	1.000000	0.020040	0.273643	-0.06053	-0.05729	-0.10715	-0.13420	-0.02291
DER	0.134968	0.020040	1.000000	-0.09056	0.190510	-0.18656	0.177130	-0.52490	-0.21746
PER	-0.42844	0.273643	-0.09056	1.000000	0.031679	-0.00766	0.023525	-0.07519	-0.15645
DPR	-0.09111	-0.06053	0.190510	0.031679	1.000000	-0.93337	0.996387	-0.35473	-0.87426
ROE* DPR	-0.02251	-0.05729	-0.18656	-0.00766	-0.93337	1.000000	-0.91290	0.387782	0.762810
MC* DPR	-0.10753	-0.10715	0.177130	0.023525	0.996387	-0.91290	1.000000	-0.31619	-0.86199
DER* DPR	0.006946	-0.13420	-0.52490	-0.07519	-0.35473	0.387782	-0.31619	1.000000	0.391911
PER* DPR	0.106270	-0.02291	-0.21746	-0.15645	-0.87426	0.762810	-0.86199	0.391911	1.000000

Uji Heteroskedastisitas

Model I

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.307839	0.359155	0.857120	0.3924
X1__ROE_	0.013537	0.039834	0.339845	0.7343
X2__SIZE_	0.003346	0.011306	0.295991	0.7675
X3__DER_	0.047642	0.041446	1.149519	0.2517
X4__PER_	-0.011515	0.035395	-0.325324	0.7453

Model II

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.050114	0.365453	0.137128	0.8911
X1_ROE	-0.003844	0.041280	-0.093115	0.9259
X2_MC	0.011046	0.011400	0.968967	0.3338
X3_DER	0.068970	0.044192	1.560690	0.1202
X4_PER	-0.035514	0.034940	-1.016449	0.3107
X5_DPR	-0.009892	0.051442	-0.192290	0.8477

Lampiran 6. Hasil Uji Model

Model I

Dependent Variable: Y
 Method: Panel Least Squares
 Date: 01/27/20 Time: 19:39
 Sample: 2015 2018
 Periods included: 4
 Cross-sections included: 58
 Total panel (balanced) observations: 232

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
X1	-0.095534	0.103148	-0.926185	0.3558
X2	0.325778	0.131945	2.469036	0.0147
X3	0.148375	0.213307	0.695594	0.4878
X4	-0.072524	0.088496	-0.819515	0.4138
C	-9.916559	3.706450	-2.675487	0.0083

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.398540	Mean dependent var	-0.727157
Adjusted R-squared	0.180562	S.D. dependent var	0.483621
S.E. of regression	0.437788	Akaike info criterion	1.410876
Sum squared resid	28.55703	Schwarz criterion	2.305467
Log likelihood	-88.90936	Hannan-Quinn criter.	1.772754
F-statistic	1.828346	Durbin-Watson stat	2.575904
Prob(F-statistic)	0.002347		

Model II

Dependent Variable: Y
 Method: Panel Least Squares
 Date: 01/27/20 Time: 19:49
 Sample: 2015 2018
 Periods included: 4
 Cross-sections included: 58
 Total panel (balanced) observations: 232

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-8.783952	3.729944	-2.354982	0.0199
X1	-0.105239	0.107134	-0.982305	0.3276
X2	0.282447	0.132513	2.131474	0.0348
X3	0.048908	0.219514	0.222802	0.8240
X4	-0.051597	0.090409	-0.570705	0.5691
X5	-1.956854	3.399192	-0.575682	0.5657
X1*X5	-0.467593	0.366401	-1.276176	0.2040
X2*X5	0.034653	0.109463	0.316578	0.7520
X3*X5	-0.353203	0.453023	-0.779658	0.4369
X4*X5	-0.324527	0.304329	-1.066371	0.2881

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.413207	Mean dependent var	-0.727000
Adjusted R-squared	0.171831	S.D. dependent var	0.482651
S.E. of regression	0.439230	Akaike info criterion	1.432857
Sum squared resid	27.20220	Schwarz criterion	2.405861
Log likelihood	-84.28574	Hannan-Quinn criter.	1.826617
F-statistic	1.711882	Durbin-Watson stat	2.512136
Prob(F-statistic)	0.005520		
