



PENGARUH *FREE CASH FLOW*, *FIRM SIZE* DAN *INVESTMENT OPPORTUNITY SET* TERHADAP KEBIJAKAN DIVIDEN

**(Survei pada Perusahaan Sub Sektor Farmasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia
Periode 2017-2021)**

Rani Indrayani^{a,*}, Deden Mulyana^b, Ati Rosliyati^c

^a Fakultas Ekonomi Universitas Siliwangi, Jl. Siliwangi No. 24 Tasikmalaya, Indonesia

^{*}ranindravanijanuari87@gmail.com

Diterima: April 2024. Disetujui: Mei 2024. Dipublikasikan: Mei 2024.

ABSTRACT

The objectives of this study are to test, reveal and determine the relationship between Free Cash Flow, Firm Size, Investment Opportunity Set and dividend policy in pharmaceutical subsector companies listed on the Indonesia Stock Exchange during the 2017-2021 period. Analysis was carried out through panel data regression. Based on the findings of this research, it appears that there is a tendency for company size to experience stagnation, free cash flow to decrease, investment opportunity set to decrease, and dividend policy to show instability. The variables Free Cash Flow, Firm Size, and Investment Opportunity Set together have a significant influence on dividend policy in companies operating in the Pharmaceutical Sub-Sector throughout the period 2017 to 2021. There is a lack of evidence to support the assumption that Free Cash Flow and Company Size significant influence on dividend policy.

Keywords: *free cash flow; firm size; investment opportunity set; dividend policy.*

ABSTRAK

Tujuan penelitian ini adalah untuk menguji, mengevaluasi dan mengetahui hubungan Free Cash Flow, Firm Size, Investment Opportunity Set, dan kebijakan dividen pada perusahaan subsektor farmasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2017-2021. Analisis dilakukan melalui regresi data panel. Berdasarkan temuan penelitian ini terlihat terdapat kecenderungan Ukuran Perusahaan mengalami stagnasi, Free Cash Flow menurun, Investment Opportunity Set menurun, dan kebijakan dividen menunjukkan ketidakstabilan. Variabel Free Cash Flow, Firm Size, dan Investment Opportunity Set secara bersama-sama mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan dividen pada perusahaan yang bergerak di Sub Sektor Farmasi sepanjang periode 2017 hingga 2021. Kurangnya bukti yang mendukung anggapan tersebut bahwa Free Cash Flow dan Ukuran Perusahaan berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen.

Kata Kunci: *free cash flow; firm size; investment opportunity set; kebijakan dividen.*

PENDAHULUAN

Pesatnya pertumbuhan korporasi pada saat yang sama menyebabkan perluasan pasar modal, sehingga memudahkan daya

tarik investor dan pemilik modal. Pasar modal berfungsi sebagai jalan alternatif alokasi uang tunai dalam bentuk saham atau obligasi. Dana ini kemudian digunakan oleh perusahaan untuk memfasilitasi operasi

mereka, mendorong ekspansi, dan memberikan prospek lapangan kerja tambahan.

Investor cenderung menunjukkan minat yang lebih besar dalam mengalokasikan investasinya pada suatu perusahaan jika tujuan utamanya jelas-jelas berpusat pada perolehan keuntungan. Peningkatan hasil operasional menunjukkan kemahiran perusahaan dalam mengelola operasi bisnisnya secara efektif, sehingga memberikan hasil yang menguntungkan bagi pemegang sahamnya. Menurut Wicaksono dkk. (2022: 4), keuntungan atau pendapatan yang masih harus dibayar dapat dialokasikan untuk meningkatkan efisiensi operasional perusahaan atau didistribusikan kepada pemiliknya. Penilaian nilai pasar atau harga saham suatu bisnis mempunyai arti penting bagi investor dan manajemen, karena hal ini secara langsung mempengaruhi potensi keuntungan dan keberhasilan keseluruhan yang dapat dicapai perusahaan.

Kebijakan dividen mengacu pada strategi keuangan yang melibatkan distribusi pendapatan perusahaan di antara para pemangku kepentingannya (Efriani dan Fajar, 2020: 2). Penyertaan kebijakan dividen ini dalam pilihan pendanaan masih belum diketahui hingga saat ini. Konsep kebijakan dividen berkaitan dengan proses pengambilan keputusan mengenai alokasi keuntungan perusahaan. Keputusan ini melibatkan pertimbangan apakah akan membagikan keuntungan kepada pemegang saham dalam bentuk dividen, sebagai

sarana kompensasi pembelian kembali saham, atau menyimpan pendapatan tersebut untuk investasi masa depan. Untuk mengatasi tantangan terkait pembagian dividen, perusahaan harus menetapkan kebijakan dividen yang sesuai. Setiap entitas perusahaan menganut kebijakan dividen yang berbeda. Organisasi wajib menetapkan pedoman alokasi pendapatan kepada pemegang saham atau masyarakat umum, dengan mempertimbangkan faktor-faktor seperti dividen per saham dan laba per saham (Hermanto dan Isra, 2020: 6).

Oleh karena itu, di tengah epidemi COVID-19, bisnis farmasi, yang merupakan salah satu sektor ekonomi terkemuka di Indonesia, mengalami tingkat pertumbuhan yang signifikan sebesar 10%. Berdasarkan temuan dataindonesia.id, dapat disimpulkan bahwa sektor farmasi siap menjadi penerima investasi yang signifikan pada tahun 2021. Temuan ini menunjukkan bahwa adanya realisasi investasi lokal dan internasional yang besar berpotensi untuk meningkatkan menarik investor dan mendorong mereka untuk mengalokasikan asetnya ke dalam peluang investasi. Investor juga menginginkan pencapaian tingkat pengembalian atau keuntungan secara otomatis. Penerapan kebijakan dividen tidak bersifat universal di semua perusahaan. Fenomena ini muncul karena adanya dua tujuan yang berbeda, yaitu pengejaran dividen oleh pemegang saham dan tujuan perusahaan untuk memaksimalkan laba ditahan.

Tabel 1. Rasio *Dividend Per Share* Sub Sektor Farmasi yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia 2017-2021

(Dalam Rupiah Penuh)

PERUSAHAAN	2017	2018	2019	2020	2021
KAEF	9,63	17,66	0,00	1,27	0,00
DVLA	99,64	106,61	106,8	107	112
KLBF	22,35	25,40	26,73	26,71	29,28
MERK	260	2565	2,27	128,65	123,32
PEHA	0,00	100,86	0,00	0,00	0,00
SIDO	12,90	21,83	21,33	25,80	33,94
TSPC	40,00	40,00	50,00	60,00	20,00

INAF	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
PYFA	2,90	0,00	4,00	0,00	0,00
SOHO	0,00	0,00	0,00	10,62	434,55

Sumber: Laporan Keuangan Sub Sektor Farmasi, 2024.

Tabel 1 menunjukkan ketidakstabilan atau fluktuasi *dividend per share* di subsektor farmasi dari 2017 hingga 2021. Rasio dividen per share adalah alat yang berguna bagi investor untuk mengetahui berapa banyak dividen yang diharapkan mereka terima per lembarsaham. Jika rasio naik dan turun secara signifikan dari tahun ke tahun, mungkin sulit untuk memperkirakan dengan tepat berapa banyak dividen yang akan mereka terima. Selain itu, perubahan dalam rasio dividen per share juga dapat menunjukkan perubahan dalam kinerja keuangan perusahaan. Pendapatan atau laba yang menurun dapat menunjukkan risiko keuangan yang lebih tinggi (Virdayani et al, 2022: 14; dan Ristriana, 2022: 28).

Kebijakan dividen mengacu pada strategi keuangan dimana perusahaan mendistribusikan sebagian pendapatannya kepada pemegang sahamnya (Efriani dan Fajar, 2020: 2). Saat ini, terdapat ketidakpastian mengenai dimasukkannya kebijakan dividen ini dalam pilihan pembiayaan. Konsep kebijakan dividen berkaitan dengan proses pengambilan keputusan mengenai alokasi keuntungan perusahaan, khususnya dalam hal mendistribusikannya kepada pemegang saham sebagai dividen atau menahannya sebagai pendapatan untuk potensi investasi masa depan. Untuk mengatasi tantangan terkait pembagian dividen, perusahaan harus menetapkan kebijakan dividen yang tepat. Setiap entitas perusahaan menerapkan kebijakan dividen yang berbeda. Organisasi wajib menetapkan pedoman mengenai alokasi pendapatan kepada pemegang saham atau masyarakat umum, dengan mempertimbangkan faktor-faktor seperti dividen per saham dan laba per saham (Hermanto dan Isra, 2020: 6).

Oleh karena itu, di tengah epidemi COVID-19, bisnis farmasi yang merupakan sektor ekonomi terkemuka di Indonesia mengalami pertumbuhan signifikan sebesar 10%. Berdasarkan temuan dataindonesia.id, sektor farmasi diperkirakan akan menjadi sektor investasi yang signifikan pada tahun 2021. Hal ini menunjukkan bahwa pencapaian tingkat investasi domestik dan internasional yang signifikan dapat menjadi magnet untuk menarik investor. Untuk mengalokasikan sumber daya keuangan mereka. Selain itu, investor juga memiliki keinginan untuk mencapai tingkat pengembalian atau keuntungan secara otomatis. Penerapan kebijakan dividen tidak bersifat universal di semua perusahaan. Fenomena ini muncul karena adanya dua tujuan yang berbeda, yaitu pengejaran dividen oleh pemegang saham dan tujuan perusahaan untuk memaksimalkan laba ditahan.

Selain itu, *research gap* dalam penelitian ini terkait kesenjangan dalam beberapa penelitian. Umrie dkk. (2019) melakukan penelitian yang mengungkapkan adanya hubungan signifikan antara likuiditas dan kebijakan dividen. Senada dengan Yusuf (2020) yang melakukan penelitian yang juga menunjukkan pengaruh likuiditas terhadap kebijakan dividen. Selain itu, Indrayati dkk. (2021) menemukan bahwa akumulasi peluang investasi berpengaruh positif dan signifikan.

Berdasarkan penjelasan yang diberikan, penulis menyatakan keinginannya untuk melakukan penelitian dengan judul yang diusulkan “Pengaruh *Free Cash Flow, Firm Size* dan *Investment Opportunity Set* Terhadap Kebijakan Dividen (Survei Pada Perusahaan Sub Sektor Farmasi yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Periode 2017- 2021)”.

Tujuan penelitian penulis adalah untuk mengidentifikasi dan mengkaji pengaruh Free Cash Flow, Firm Size, dan Investment Opportunity Set terhadap Kebijakan Dividen pada Perusahaan Sub Sektor Farmasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia sepanjang periode 2017-2021.

METODE PENELITIAN

Penelitian ini menggunakan teknik deskriptif kuantitatif untuk menganalisis dataset *time series*. Data deret waktu mengacu pada informasi yang dikumpulkan secara berkala, menggunakan perangkat dan objek yang konsisten. Data ini dapat digolongkan sebagai data kuantitatif karena

melibatkan pengukuran numerik (Sugiyono, 2018:10).

Teknik analisis data dalam penelitian ini menggunakan regresi data panel yang dilakukan dengan bantuan dari program E-Views Versi 12 sebagai alat untuk meregresikan model yang telah dirumuskan.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Temuan penelitian yang dilakukan mengenai hubungan *Free Cash Flow*, Ukuran Perusahaan, *Investment Opportunity Set*, dan Kebijakan Dividen pada Sub Sektor Farmasi yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode tahun 2017 sampai dengan tahun 2021 adalah:

Tabel 2. Free Cash Flow pada Sub Sektor Farmasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2017-2021

PERUSAHAAN	2017	2018	2019	2020	2021	RATA
KAEF	4.431	-1.391	-3.978	480	-872	-266
DVLA	190	-32	147	46	421	154
KLBF	894	1481	602	3271	1770	1.604
MERK	68	-1268	-241	41	127	-255
SIDO	291	192	197	941	1075	539
TSPC	267	-46	525	594	297	327
INAF	53	-24	-55	38	-21	-2
PYFA	18	-15	16	-6	-333	-64
Rata-Rata	777	-138	-348	676	308	255

Sumber: Laporan Keuangan Sub Sektor Farmasi, 2024.

Berdasarkan Tabel 2, terdapat tren penurunan yang terlihat pada arus kas bebas pada sub industri farmasi. Pada tahun 2017, PT Kimia Farma (Persero), Tbk

mempunyai tingkat arus kas bebas paling besar. Pada tahun 2018, korporasi tersebut menunjukkan tingkat arus kas bebas terendah.

Tabel 3. Firm Size pada Sub Sektor Farmasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2017-2021

PERUSAHAAN	2017	2018	2019	2020	2021	RATA
KAEF	8,89	9,34	9,82	9,77	9,78	9,52
DVLA	7,40	7,43	7,51	7,59	7,64	7,52
KLBF	11,99	9,81	9,92	10,02	10,15	10,38
MERK	6,74	7,14	6,80	6,84	6,93	6,89
SIDO	8,06	8,11	8,17	8,26	8,31	8,18
TSPC	8,91	8,97	9,03	9,12	9,17	9,04
INAF	7,33	7,27	7,23	7,45	7,61	7,38
PYFA	5,08	5,23	5,25	5,43	6,69	5,54
Rata-Rata	8,05	7,91	7,97	8,06	8,29	8,06

Sumber: Laporan Keuangan Sub Sektor Farmasi, 2024.

Tabel 3 menunjukkan dari tahun 2017 hingga 2021, terdapat penurunan pertumbuhan yang signifikan pada ukuran perusahaan yang beroperasi di Sub Sektor Farmasi. Pada tahun 2017, PT. Kalbe

Farma, Tbk memiliki jumlah aset tertinggi yaitu sebesar 16,2 triliun, sedangkan PT. Pyridahm Farma, Tbk memiliki aset terendah yaitu sebesar 5,08 dengan total nilai aset sebesar 160 miliar.

Tabel 4. *Investment Opportunity Set* pada Sub Sektor Farmasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2017- 2021

PERUSAHAAN	TAHUN					RATA-RATA
	2017	2018	2019	2020	2021	
KAEF	458,03	348,30	93,65	332,18	186,62	283,75
DVLA	18924,14	1810,67	1929,56	2044,04	1946,42	5330,96
KLBF	5701,65	4658,39	4545,52	3795,96	3559,82	4452,27
MERK	6082,60	3286,49	2013,74	2397,13	2416,84	3239,36
SIDO	2800,84	4306,77	6191,55	7436,50	7474,99	5642,13
TSPC	1593,86	1151,30	1084,01	987,93	984,00	1160,22
INAF	34760,65	40530,18	5338,87	55465,12	21129,53	31444,87
PYFA	5202,91	4921,94	4908,82	19123,58	18835,24	10598,50
Rata-Rata	9440,58	7626,75	3263,21	11447,80	7066,68	7769,01

Sumber: data diolah penulis, 2024.

Tabel 4 menunjukkan *Investment Opportunity Set* (IOS) Sub Sektor Farmasi sepanjang periode tahun 2017 hingga tahun 2021 menunjukkan tren penurunan. Pada tahun 2020, PT Indofarma (Persero), Tbk

memperoleh Initial Operating Surplus (IOS) maksimum sebesar Rp 55.465,12, sedangkan pada tahun 2019 sebelumnya mencatatkan IOS terendah sebesar Rp 93,65.

Tabel 5. Kebijakan Dividen pada Sub Sektor Farmasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2017-2021

PERUSAHAAN	2017	2018	2019	2020	2021	RATA
KAEF	16,37%	19,95%	0,00%	39,94%	30,00%	21,25%
DVLA	68,72%	59,23%	53,94%	73,79%	85,50%	68,23%
KLBF	45,56%	49,53%	50,99%	49,94%	50,21%	49,25%
MERK	80,50%	98,77%	1,30%	80,41%	41,95%	60,58%
SIDO	71,95%	97,50%	78,62%	82,22%	80,27%	82,11%
TSPC	33,06%	35,09%	40,65%	34,29%	10,93%	30,80%
INAF	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
PYFA	21,77%	0,00%	22,91%	0,00%	0,00%	8,94%
Rata-Rata	42,24%	45,01%	31,05%	45,07%	37,36%	40,15%

Sumber: data diolah penulis, 2024.

Tabel 5 menunjukkan bahwa rasio pembayaran dividen pada Sub Sektor Farmasi menunjukkan volatilitas antara tahun 2017 dan 2021. Pengamatan ini menunjukkan bahwa beberapa perusahaan tidak membagikan dividen setiap tahun.

Berdasarkan rasio pembayaran dividen rata-rata sebesar 40,15%, terlihat bahwa perusahaan-perusahaan dalam subsektor tersebut biasanya membagikan sekitar 40,15% pendapatannya sebagai dividen kepada pemegang sahamnya. Pada tahun

2018, PT. Merck Indonesia, Tbk memiliki rasio pembayaran dividen tertinggi yaitu sebesar 98,77%. Rasio pembayaran dividen PT. Indofarma (Persero), Tbk pada tahun 2017 hingga 2021, serta PT. Prydam Farma, Tbk berada di angka 0% yang menunjukkan level terendah di antara perusahaan-perusahaan tersebut. Penyebabnya adalah kesulitan keuangan perseroan yang kemudian menghambat kemampuannya mengalokasikan dividen. Rasio pembayaran dividen Subsektor Farmasi menunjukkan volatilitas yang cukup besar sepanjang periode 2017 hingga 2021, ditunjukkan dengan standar deviasi sebesar 31,84% dan nilai rata-rata sebesar 40,15%.

Pengaruh *Free Cash Flow*, *Firm Size* dan *Investment Opportunity Set* Terhadap Kebijakan Dividen

Uji statistik digunakan untuk menguji pengaruh kebijakan dividen pada Sub Sektor Farmasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) sepanjang periode 2017 sampai dengan tahun 2021. Tujuan dari uji statistik ini adalah untuk mengetahui sejauh mana kebijakan dividen dipengaruhi oleh variabel-variabel seperti Arus Kas Bebas, Ukuran Perusahaan, dan Set Peluang Investasi. Data tersebut dianalisis peneliti dengan menggunakan program komputer E-Views Versi 12 guna mendapatkan hasil tes yang tepat.

Uji Pemilihan Model Regresi Data Panel

Penelitian ini menggunakan uji spesifikasi model, termasuk uji Chow, Hausman, dan Lagrange Multiplier, untuk memilih model regresi data panel yang paling sesuai.

Tabel 6. Model Pemilihan Regresi Data Panel

PENGUJIAN	KETENTUAN	HASIL PENELITIAN
Uji Chow	Model CEM Sesuai (Prob > 0,05) Model FEM sesuai (Prob < 0,05)	0,00 (FEM)
Uji Hausman	Model REM Sesuai (Prob > 0,05) Model FEM sesuai (Prob < 0,05)	0,19 (REM)
Uji Legrange Multiplier	Model CEM Sesuai (Prob > 0,05) Model REM sesuai (Prob < 0,05)	0,00 (REM)

Sumber: data diolah penulis, 2024.

Tabel 6 menunjukkan tiga percobaan dilakukan untuk memastikan model regresi data panel yang optimal, yaitu membandingkan Common Effect Model (CEM) dengan Random Effect Model (REM). Temuan penelitian berikut disajikan berdasarkan kriteria pengujian yang ditentukan.

- Uji *Chow* yaitu Model CEM sesuai (Prob > 0,05), Model FEM sesuai (Prob < 0,05). Hasil Penelitian: Model FEM (FE Model)
- Uji *Hausman* yaitu Model REM sesuai (Prob > 0,05), Model FEM sesuai (Prob < 0,05). Hasil Penelitian: Model FEM (FE Model)
- Uji *Lagrange Multiplier* yaitu Model CEM sesuai (Prob > 0,05), Model REM sesuai (Prob < 0,05). Hasil Penelitian: Model REM (RE Model).

Hasil penelitian menunjukkan bahwa random effect model (REM) merupakan model yang paling tepat untuk menganalisis data panel dalam penelitian ini. Alasan pengamatan ini adalah bahwa hasil Uji Hausman dan Uji Pengganda Lagrange yang dilakukan pada model REM menunjukkan penyimpangan marginal dari tingkat signifikansi 0,05.

Analisis Koefisien Regresi

Regresi data panel digunakan untuk melakukan analisis data pada penelitian ini. Data panel yang digunakan dalam penelitian ini terdiri dari gabungan data cross-sectional. Temuan investigasi mengungkap panel model regresi data dengan cara sebagai berikut.:

$$Y_{it} = -0,684 - 0,054X1_{it} + 0,016X2_{it} + 0,140X3_{it}$$

Persamaan regresi data panel dapat dijelaskan sebagai berikut:

- Koefisien sebesar -0,684 menunjukkan bahwa, dengan syarat semua faktor lain dianggap nol, maka rasio pembayaran dividen juga akan menjadi -0,684. Variabel-variabel tersebut antara lain arus kas bebas, ukuran perusahaan, dan rangkaian peluang investasi.
- Koefisien negatif sebesar -0,054 dikaitkan dengan X_1 menunjukkan bahwa peningkatan arus kas bebas sebesar satu satuan akan mengakibatkan penurunan kebijakan dividen sebesar 0,054.
- Koefisien 0,016 pada X_2 menunjukkan bahwa peningkatan satu unit ukuran perusahaan dikaitkan dengan peningkatan yang sama.
- Koefisien sebesar 0,140 pada X_3 menunjukkan bahwa, jika semua variabel lain tetap, peningkatan satu unit pada set peluang investasi akan setara dengan peningkatan kebijakan dividen sebesar 0,140.

Tabel 7. Koefisien Determinasi

R_{Square}
0,2889

Sumber: data diolah penulis, 2024.

Untuk menentukan koefisien determinasi (R^2) dapat menggunakan R Square seperti yang dikemukakan oleh Ghazali (2020:97). Berdasarkan pada Tabel. 7 terlihat bahwa nilai R_{Square} sebesar 0,2889 menunjukkan bahwa variabel total arus kas bebas, ukuran perusahaan, dan peluang investasi secara bersama-sama menyumbang sekitar 28,89% terhadap variasi kebijakan dividen. Sisanya sebesar 71,11% dipengaruhi oleh variabel lain yang tidak diteliti dalam penelitian ini.

Pengujian Hipotesis

Berdasarkan hipotesis tersebut, hasil pengujian hipotesis secara bersamaan.

Tabel 8. Uji F

$F\text{-Statistic}$	3,657
$Prob (F\text{-Statistic})$	0,025

Sumber: Output E-Views, 2024.

Tabel 8 menunjukkan nilai F -Tabel 3,657 melebihi nilai 2,045, meskipun F -Statistic Prob 0,025 lebih kecil dari 0,05. Temuan ini menunjukkan bahwa hipotesis nol (H_0) ditolak dan mendukung hipotesis alternatif (H_a) dengan tingkat signifikansi 0,05, karena 96 hektar dianggap signifikan secara statistik. Oleh karena itu, kebijakan dividen juga dipengaruhi oleh hipotesis yang diajukan, termasuk faktor-faktor seperti Set Peluang Investasi, Ukuran Perusahaan, dan Arus Kas Bebas. Selain itu, penelitian ini dapat dianggap memiliki model kelayakan karena hasilnya dapat menjelaskan variasi kebijakan dividen dengan menggunakan model regresi yang digunakan.

Uji-t digunakan untuk menilai signifikansi koefisien regresi, yang membantu mengidentifikasi hubungan parsial antara variabel independen dan variabel dependen. Temuan analisis statistik yang dilakukan menggunakan E-Views Versi 12 diuraikan sebagai berikut:

- Kemungkinan free cash flow sebesar $0,260 > 0,05$, jadi H_0 diterima dan H_1 ditolak, menunjukkan bahwa free cash flow tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen.
- Kemungkinan firm size sebesar $0,611 > 0,05$, jadi H_0 diterima dan H_2 ditolak, menunjukkan bahwa kebijakan dividen tidak dipengaruhi oleh firm size.
- Kemungkinan Investment opportunity set sebesar $0,002 > 0,05$,

Free Cash Flow pada Sub Sektor Farmasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2017-2021

Arus kas bebas dapat digunakan untuk tujuan diskresi, seperti akuisisi dan belanja modal yang bertujuan untuk mendorong pertumbuhan, serta untuk pembayaran utang dan pembagian dividen kepada pemegang saham. Arus kas yang tersisa setelah perusahaan mengalokasikan dana untuk modal kerja dan aset tetap yang diperlukan untuk operasi dapat disebarkan kepada pemegang saham dan kreditor

(Brigham dan Houston, 2019: 47). Menurut White dkk. (seperti dikutip dalam Dewa d'Asa, 2019: 8), besarnya arus kas bebas dipengaruhi oleh faktor-faktor seperti kewajiban hutang, pembagian dividen, profitabilitas, dan kesejahteraan organisasi secara keseluruhan. Pengamatan ini menunjukkan bahwa perusahaan memiliki kekurangan dalam menggunakan dana yang tersedia secara efektif, seperti yang terlihat dari besarnya perbedaan antara arus kas operasi dan belanja modal.

***Firm Size* pada Sub Sektor Farmasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2017-2021**

Yang dimaksud dengan “ukuran perusahaan” adalah jumlah nilai aset yang dimiliki oleh suatu korporasi, sebagaimana dikemukakan oleh Sujoko dan Soebiantoro (2020: 225). Sesuai dengan ketentuan UU No. 20 Tahun 2008, klasifikasi ukuran perusahaan mencakup empat kategori berbeda, yaitu usaha mikro, usaha kecil, usaha menengah, dan usaha besar. Ungkapan "mikro", "kecil", "sedang", dan "besar" mempunyai konotasi yang berbeda. Temuan penelitian menunjukkan bahwa terdapat pertumbuhan yang kurang signifikan pada ukuran perusahaan yang bergerak di Sub Sektor Farmasi antara tahun 2017 hingga 2021. Pengamatan ini didasarkan pada kriteria ukuran perusahaan yang dituangkan dalam Undang-Undang Nomor 20 Tahun 2008 yang berkaitan dengan penetapan usaha besar. Hal ini disebabkan rata-rata aset perusahaan melampaui ambang batas \$10 miliar. Temuan ini menunjukkan bahwa selama jangka waktu tersebut, perusahaan yang beroperasi dalam subsektor ini menghadapi tantangan dalam memperluas cakupan atau besaran kegiatan mereka secara signifikan. Tidak adanya pertumbuhan dalam ukuran suatu perusahaan mungkin menunjukkan adanya kekurangan dalam praktik manajerial dan upaya organisasi untuk maju.

Temuan penelitian ini sejalan dengan gagasan bahwa ukuran bisnis berfungsi

sebagai metrik yang dapat diandalkan untuk mengukur besarnya suatu perusahaan. Menurut Sawir (2015:151), banyak faktor seperti nilai ekuitas, nilai penjualan, jumlah pekerja, dan nilai total aset dapat menjadi indikator untuk menilai permintaan suatu jasa atau barang oleh suatu perusahaan.

***Investment Opportunity Set* pada Sub Sektor Farmasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2017-2021**

Investment Opportunity Set (IOS) mengacu pada keputusan investasi strategis yang melibatkan integrasi aset perusahaan dan pilihan investasi potensial (Myers sebagaimana dikutip dalam Putri dan Mia, 2019: 5). Menurut Riadi dan Ngadlan (2014: 2-4), penggunaan IOS meningkatkan nilai investasi perusahaan guna mengevaluasi potensi prospek investasi. Namun demikian, bukti empiris menunjukkan adanya penurunan daftar prospek investasi pada Subsektor Farmasi dalam kurun waktu 2017-2021 sehingga berimplikasi pada berkurangnya kemungkinan investasi pada subsektor tersebut.

Peluang investasi yang tidak mencukupi dapat menghambat pertumbuhan, menghambat pengembangan produk baru, dan membatasi perluasan pasar. Akibatnya, penurunan tingkat peluang investasi dapat menjadi indikator bahwa perusahaan farmasi gagal memenuhi standar yang disyaratkan, sehingga merupakan kelemahan. Perusahaan berpotensi kehilangan peluang saat membuat pilihan investasi. Menurut Myers, sebagaimana dikutip dalam Putri dan Mia (2019), alternatif investasi yang dipilih suatu perusahaan dipengaruhi oleh kepemilikan aset dan keputusan investasi di masa depan.

***Kebijakan Dividen* pada Sub Sektor Farmasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2017-2021**

Penentuan apakah laba perusahaan akan ditahan untuk investasi masa depan atau dibagikan kepada pemegang saham

dalam bentuk dividen telah dibahas oleh Musthafa (2017:141). Menurut Brigham dan Houston (2019:72-73), rasio pembayaran dividen dapat mengalami penyesuaian tahunan sesuai dengan status keuangan dan kebijakan perusahaan. Oleh karena itu, temuan penelitian menunjukkan bahwa rasio pembayaran dividen yang digunakan sebagai ukuran penilaian kebijakan dividen pada Subsektor Farmasi memiliki kecenderungan ketidakstabilan sepanjang periode 2017 hingga 2021. Pengamatan ini menunjukkan adanya korporasi yang tidak memberikan dividen setiap tahunnya. Pada hakekatnya kebijakan dividen pada perusahaan Subsektor Farmasi dapat dimodifikasi agar sesuai dengan kebijakan dividen yang telah ditetapkan. Jika suatu perusahaan mengalami kerugian sehingga tidak membagikan dividen, maka dividen tersebut ditahan untuk tujuan investasi kembali.

Berdasarkan temuan kajian ilmiah, kebijakan dividen mengacu pada pilihan strategis yang dibuat oleh suatu perusahaan untuk memastikan alokasi pendapatannya kepada pemegang saham, sekaligus mempertimbangkan pilihan untuk menginvestasikan kembali atau mempertahankan keuntungan tersebut di dalam organisasi (Hery, 2016: 178).

Pengaruh *Free Cash Flow*, *Firm Size* dan *Investment Opportunity Set* Secara Simultan Terhadap Kebijakan Dividen pada Sub Sektor Farmasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2017- 2021

Hasil pengujian hipotesis bersama menunjukkan bahwa hipotesis diterima dan dianggap valid. Oleh karena itu, kebijakan dividen suatu perusahaan dipengaruhi oleh faktor-faktor seperti arus kas bebas, ukuran perusahaan, dan kemungkinan investasi. Temuan penelitian ini sejalan dengan kerangka teori yang menyatakan bahwa kebijakan dividen suatu bisnis dipengaruhi oleh faktor-faktor seperti stabilitas perusahaan, posisi likuiditas, jumlah perkembangan perusahaan, dan

pengendalian perusahaan (Rodoni dan Ali, 2014: 116–118). Kebijakan dividen suatu perusahaan sangat dipengaruhi oleh faktor-faktor seperti ukuran perusahaan, kemungkinan investasi yang tersedia, dan tingkat arus kas bebas.

Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa kebijakan dividen pada usaha Sub Sektor Farmasi sepanjang periode 2017-2021 dipengaruhi secara signifikan oleh kombinasi arus kas bebas, ukuran perusahaan, dan set peluang investasi. Temuan penelitian ini konsisten dengan penelitian sebelumnya yang menunjukkan adanya hubungan substansial antara kebijakan dividen dan pengaruh gabungan arus kas bebas, ukuran perusahaan, dan set peluang investasi (Rahman et al., 2022 dan 2023).

Pengaruh *Free Cash Flow* Terhadap Kebijakan Dividen pada Sub Sektor Farmasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2017-2021

Temuan penelitian ini menunjukkan bahwa kebijakan dividen tidak dipengaruhi secara signifikan oleh ketersediaan arus kas bebas. Hal ini bertentangan dengan anggapan bahwa perusahaan dengan arus kas bebas yang besar cenderung memberikan dividen yang lebih tinggi kepada pemegang sahamnya. Fenomena ini mungkin disebabkan oleh alokasi dana yang tersedia secara eksklusif untuk inisiatif-inisiatif yang memberikan keuntungan finansial.

Oleh karena itu, masuk akal bagi pemegang saham untuk memanfaatkan dana yang kini dapat diakses (Amidu dan Abor sebagaimana dikutip dalam Al-Fasfus, 2020: 549). Hal ini mengandung arti bahwa kebijakan dividen dalam membayarkan dividen tidak secara konsisten dipengaruhi oleh besarnya arus kas bebas. Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa kebijakan dividen Sub Sektor Farmasi selama periode 2017-2021 tidak terpengaruh oleh dampak buruk yang timbul dari arus kas bebas.

Penelitian sebelumnya menunjukkan bahwa kebijakan dividen dipengaruhi secara signifikan oleh arus kas bebas, seperti yang ditunjukkan oleh Umrie (2019) dan Mutia (2019). Namun kesimpulan terbaru tersebut sejalan dengan penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Prastya dan Jalil (2020) yang menyimpulkan bahwa arus kas bebas tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen.

Pengaruh Firm Size Terhadap Kebijakan Dividen pada Sub Sektor Farmasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2017- 2021

Temuan pertama dari uji hipotesis menunjukkan bahwa tidak terdapat hubungan yang signifikan antara ukuran perusahaan dan kebijakan dividennya. Menurut Weston dan Copeland, sebagaimana dikutip dalam Hesniati dan Hendra (2019:49), dikemukakan bahwa perusahaan yang lebih besar atau lebih mapan seringkali memberikan pembayaran dividen yang lebih rendah dibandingkan dengan perusahaan yang lebih baru atau lebih kecil. Hal ini menyiratkan bahwa kebijakan dividen suatu perusahaan tidak bergantung pada ukuran perusahaan dalam membagikan dividen kepada investor.

Oleh karena itu, dapat disimpulkan bahwa ukuran suatu perusahaan tidak mempunyai dampak yang besar terhadap kebijakan dividen pada Subsektor Farmasi sepanjang periode 2017 hingga 2021. Hasil ini menunjukkan adanya ketidaksesuaian dengan hasil penelitian sebelumnya yang menunjukkan adanya perbedaan yang signifikan. dampak ukuran bisnis terhadap kebijakan dividen (Ditayuda, 2022), meskipun sejalan dengan temuan penelitian sebelumnya yang menunjukkan tidak adanya pengaruh ukuran perusahaan terhadap kebijakan dividen (Kunarsih dan Suksesti, 2022).

Pengaruh Investment Opportunity Set Terhadap Kebijakan Dividen pada Sub Sektor Farmasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2017-2021

Temuan dari pengujian hipotesis secara parsial menunjukkan adanya hubungan yang signifikan antara set peluang investasi dengan proses pengambilan keputusan mengenai kebijakan dividen, khususnya dalam hal pembagian dividen kepada investor. Oleh karena itu, temuan penelitian ini memberikan bukti empiris yang mendukung pernyataan bahwa rasio pembayaran dividen perusahaan menunjukkan korelasi positif dengan set peluang investasi (Fahmi dan Sulhan, 2020:48). Artinya, kebijakan dividen perusahaan akan ditingkatkan apabila terdapat prospek investasi yang dapat memberikan return bagi pemegang saham.

Oleh karena itu, dapat disimpulkan bahwa periode tahun 2017 hingga 2021 menunjukkan pengaruh yang signifikan dan positif antara prospek investasi terhadap kebijakan dividen pada Sub Sektor Farmasi. Penelitian sebelumnya dilakukan oleh Adiwibowo dkk. (2020) mengungkapkan pengaruh penting dari set peluang investasi terhadap kebijakan dividen. Namun kesimpulan ini berbeda dengan penelitian lain yang melaporkan tidak adanya pengaruh substansial dari set peluang investasi terhadap kebijakan dividen.

SIMPULAN

Berdasarkan hasil dan analisa lebih lanjut dapat disimpulkan bahwa:

1. Kumpulan peluang investasi dan arus kas bebas farmasi menunjukkan tren menurun dari tahun 2017 hingga 2021. Data menunjukkan bahwa terdapat kurangnya pertumbuhan yang signifikan pada ukuran perusahaan yang beroperasi di Sub Sektor Farmasi dari tahun 2017 hingga 2021. Rasio pembayaran dividen, yang berfungsi sebagai indikator kebijakan dividen, sering kali terlihat menunjukkan tingkat volatilitas.
2. Temuan dari studi data menunjukkan bahwa kombinasi faktor Arus kas bebas, ukuran perusahaan, dan kumpulan peluang investasi mempunyai dampak yang signifikan terhadap kebijakan

dividen perusahaan yang beroperasi di Sub Sektor Farmasi sepanjang periode 2017 hingga 2021. Ada tidak ada dampak yang terlihat dari arus kas bebas dan ukuran perusahaan terhadap kebijakan dividen perusahaan yang beroperasi di Sub Sektor Farmasi selama periode 2017 hingga 2021. Dampak dari peluang investasi terhadap kebijakan dividen perusahaan di Sub Sektor Farmasi Periode terbukti menguntungkan dan signifikan secara statistik.

IMPLIKASI PENELITIAN

1. Implikasi Teoritis

- a. *Free Cash Flow* (FCF) merupakan jumlah uang tunai yang tersisa setelah perusahaan memenuhi semua biaya operasional dan investasi. Secara teoritis, perusahaan dengan *Free Cash Flow* yang tinggi memiliki lebih banyak fleksibilitas dalam membuat keputusan keuangan, termasuk pembayaran dividen. Jika *Free Cash Flow* besar, perusahaan cenderung memiliki kemampuan untuk membayar dividen yang lebih besar tanpa harus mengorbankan proyek-proyek investasi yang menguntungkan.
- b. Ukuran perusahaan (*firm size*) dapat mempengaruhi kebijakan dividen. Menurut teori, perusahaan yang lebih besar cenderung memiliki akses yang lebih baik ke pasar modal, sehingga mereka dapat memperoleh dana dengan mudah untuk proyek-proyek investasi tanpa harus mengandalkan dividen sebagai satu-satunya sumber dana. Sebagai hasilnya, perusahaan besar mungkin lebih cenderung untuk membayar dividen yang lebih tinggi.
- c. *Investment Opportunity Set* (IOS) mengacu pada sejumlah proyek investasi yang tersedia bagi perusahaan. Perusahaan dengan

Investment Opportunity Set yang besar memiliki lebih banyak peluang untuk berinvestasi dalam proyek-proyek yang menguntungkan. Secara teoritis, perusahaan dengan *Investment Opportunity Set* yang besar cenderung membayar dividen yang lebih rendah karena mereka lebih memilih untuk mengalokasikan dana ke proyek-proyek investasi yang dapat meningkatkan nilai perusahaan di masa depan.

2. Implikasi Manajerial

Dalam konteks sub-sektor farmasi periode 2017-2021, kita bisa mengasumsikan bahwa perusahaan farmasi cenderung memiliki investasi yang besar dalam riset dan pengembangan (R&D), yang dapat mempengaruhi kebijakan dividen mereka. Jika sebagian besar laba dialokasikan untuk R&D untuk pengembangan produk baru, perusahaan mungkin akan membayar dividen yang lebih rendah.

SARAN

Peneliti memberikan beberapa rekomendasi berdasarkan temuan penelitian, di antaranya:

1. *Free cash flow* pada Sub Sektor Farmasi memiliki kelemahan dalam memanfaatkan kas yang dimiliki, maka sebaiknya perusahaan lebih mampu meningkatkan *free cash flow* dengan cara memantau secara aktif aliran kas masuk dan keluar, serta mengoptimalkan penggunaan kas yang dimiliki. Dengan mengelola kas secara lebih efektif, perusahaan dapat mengurangi penurunan *free cash flow* dan memaksimalkan potensi pengembangan dan pertumbuhan.
2. *Firm size* pada Sub Sektor Farmasi memiliki kelemahan dalam pengelolaan aset dan pertumbuhan perusahaan. Maka sebaiknya perusahaan lebih mampu meningkatkan ukuran perusahaan

- dengan cara mempertimbangkan strategi pertumbuhan untuk mengatasi stagnasi. Hal ini meliputi evaluasi ulang proses bisnis, penggunaan teknologi yang lebih efisien, dan pengendalian biaya yang lebih baik. Dengan meningkatkan efisiensi, perusahaan dapat meningkatkan daya saingnya dan mencapai pertumbuhan yang lebih baik.
3. *Investment opportunity set* pada Sub Sektor Farmasi memiliki kelemahan yaitu keterbatasan dalam memanfaatkan kesempatan investasinya. Maka sebaiknya perusahaan lebih mampu meningkatkan IOS dengan cara memperluas cakupan riset dan pengembangan, mencari peluang kolaborasi dengan pihak lain, atau menggali potensi diversifikasi produk atau pasar. Selain itu, perusahaan harus melakukan evaluasi yang mendalam terhadap operasional mereka untuk meningkatkan efisiensi. Hal ini dapat meliputi pengurangan biaya produksi, peningkatan produktivitas tenaga kerja, dan penggunaan teknologi yang lebih efisien. Dengan meningkatkan efisiensi operasional, perusahaan dapat mengoptimalkan penggunaan sumber daya yang ada dan memperbaiki kinerja finansial.
 4. Kebijakan dividen pada Sub Sektor Farmasi memiliki kelemahan dalam menyetabilkan pembayaran dividen kepada investor. Maka sebaiknya perusahaan lebih mampu meningkatkan kebijakan investor dengan cara secara bersama-sama meningkatkan arus kas, likuiditas, peningkatan total aset dan meningkatkan peluang investasi.
 5. Bagi investor sebelum melakukan investasi terhadap perusahaan Sub Sektor Farmasi, sebaiknya melakukan analisis yang mendalam terkait kebijakan dividen perusahaan. Meskipun kebijakan dividen cenderung tidak stabil, investor dapat melakukan penilaian terhadap konsistensi dan keberlanjutan dividen perusahaan yang menjadi pertimbangan dalam memilih investasi. Selain itu, fokus pada kinerja keuangan perusahaan. Tinjau indikator-indikator keuangan seperti pertumbuhan pendapatan, profitabilitas, dan arus kas. Perhatikan juga ukuran likuiditas, rasio hutang, dan kebijakan dividen. Kinerja keuangan yang solid dan konsisten menjadi pertimbangan penting bagi investor.
 6. Hasil saat ini dapat menjadi landasan berharga bagi peneliti masa depan yang ingin menyelidiki lebih jauh elemen-elemen yang berdampak pada kebijakan dividen. Hal ini dapat dicapai dengan memperluas ukuran sampel dan durasi penelitian, atau dengan memasukkan data bisnis asing ke dalam analisis penelitian.

REFERENSI

- Adiwibowo, Akhmad Sigit dkk. 2020. *Pengaruh Free Cash Flow Dan Investment Opportunity Set Terhadap Kebijakan Deviden*. JRKA Vol 7 no 1 ISSN 2442-4684
- Al-Fasfus, F. S. 2020. *Impact Of Free Cash Flows On Dividend Pay-Out In Jordanian Banks*. *Asian Economic And Financial Review*, 10(5), 547-558.
- Brigham, Eugene F. Dan Houston, Joel F. 2019. *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*. Terjemahan. Edisi 10. Jakarta: Salemba Empat. 115 116
- Dasuki, T.M.S. and Nurhasanah, A., 2022. *Pengaruh Profitabilitas dan Likuiditas Terhadap Dividen Kas Pada Perusahaan Manufaktur Sektor Industri Barang Konsumsi Yang Terdaftar di BEI Periode 2017-2020*. *Jurnal Akuntansi Kompetif*, 5(3), pp.398-405.
- Dewi, G. K., Kalbuana, N., & Abdusshomad, A. 2021. *Pengaruh Free Cash Flow, Profitabilitas, Kualitas Audit, Leverage, Kebijakan*

- Dividen terhadap Likuiditas Pada Perusahaan Terdaftar di Jakarta Islamic Index.* Jurnal Ilmiah Ekonomi Islam, 7(3), 1752-1760.
- Ditayuda, M Boy Singgih. 2022. *Analisis Investment Opportunity Set, Likuiditas, Profitabilitas, Leverage dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Pembayaran Dividen.* Jurnal Eco-Entrepreneur Juni 2022, Vol. 8 No.1
- Efriani Dan Martian Fajar, C. 2020. *Analisis Dividend Payout Ratio Pada Perusahaan Sektor Manufaktur.* Jurnal Financia: Akuntansi Dan Keuangan, 1(1),18-29. Retrieved From <https://ejournal.ars.ac.id/index.php/financia/article/view/263>.
- Fahmi, M. M., & Sulhan, M. 2020. *Pengaruh Free Cash Flow Dan Investment Opportunity Set Terhadap Kebijakan Dividen Dengan Kepemilikan Institusional Sebagai Variabel Pemoderasi: (Studi Kasus Pada Perusahaan Sektor Industri Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Periode 2014-2018).* Jim Upb (Jurnal Ilmiah Manajemen Universitas Putera Batam), 8(2), 43-63. 117
- Ghozali, Imam. 2020. *Aplikasi Analisis Multivariate Dengan Program IBM SPSS (9th ed.).* UNDIP.
- Hariyani, S. R., & Kurnia, K. (2023). *Pengaruh Profitabilitas, Leverage, Investment Opportunity Set Dan Firm Size Terhadap Kebijakan Dividen.* Jurnal Ilmu dan Riset Akuntansi (JIRA), 12(2).
- Hermanto, A. and Ibrahim, I.D.K., 2020. *Analisis Pengaruh Return on Equity (ROE), Earning per Share (EPS), Debt to Equity Ratio (DER) dan Dividend Payout Ratio (DPR) terhadap Harga Saham pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2018.* Target: Jurnal Manajemen Bisnis, 2(2), pp.179-194. 118
- Hery. 2015. *Analisis Laporan Keuangan. Edisi Revisi.* Yogyakarta: Upp Amp
- Hesniati, H., & Hendra, Y. 2019. *Faktor yang Memengaruhi Rasio Pembayaran Dividen Perusahaan BEI.* Jesya (Jurnal Ekonomi dan Ekonomi Syariah), 2(1), 20-32.
- Kunarsih, Ayu dan Fatmasari, Suksesti. 2022. *Pengaruh Investment Opportunity Set, Sales Growth, Total Asset Turn Over, Firm Size dan Free Cash Flow Terhadap Kebijakan Dividen (Studi Pada Indeks LQ45 Yang Terdaftar Dalam Bursa Efek Indonesia Tahun 2015-2020).* Prosiding Seminar Nasional UNIMUS Vol 5 Martono. 2013. *Investasi: Portofolio dan Analisis Kinerja.* Yogyakarta: UPP STIM YKPN
- Musthafa. 2017. *Manajemen Keuangan.* Yogyakarta: Andi
- Mutia, A., & Nurhalis, N. 2019. *Analisis Faktor-Faktor Yang Memengaruhi Dividend Payout Ratio (Studi Pada Perusahaan Non-Keuangan Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia).* Jurnal Ilmiah Mahasiswa Ekonomi Manajemen, 4(4), 632-647.
- Permatasi, Lintang Anggi dan Suci Atiningsih. 2021. *Influence of Investment Opportunity Set, Effective Tax Rate and Firm Size on Dividend Policy with Liquidity as a Moderation Variable.* Jurnal Mantik, Vol. 5, No. 1, May 2021, pp. 26-34 E-ISSN 2685-4236 120 120
- Prastyana, Andre Hand dan Fitri, Yani Jalil. 2020. *Pengaruh Free Cash Flow, Leverage, Profitabilitas, Likuiditas dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Dividen.* Jurnal Kajian

- Akuntansi dan Bisnis Terkini Vol .1, No 1, Maret, 2020, pp. 132- 149 E ISSN 2721-1819 P ISSN 2721-2416
- Putri, D. A. K., & Azzahra, K. 2022. *The Effect Of Free Cash Flow, Investment Opportunity Set And Institutional Ownership On Dividend Policy. Journal of Management, Accounting, General Finance and International Economic Issues (MARGINAL), 1(4), 155-168.*
- Putri, Rika Amanda Amanda Dan Mia Angelina. 2019. *Pengaruh Investment Opportunity Set (Ios), Kebijakan Dividen, Dan Opportunistic Behavior Terhadap Nilai Perusahaan. Jurnal Eksplorasi Akuntansi, 2019, 1.3: 1392-1410.*
- Rahman, O. A., Hasanuddin, H., & Abdullah, J. 2022. *Analisis Faktor-Faktor Yang Memengaruhi Kebijakan Dividen. Gorontalo Accounting Journal, 5(2), 120-135.*
- Rasyid dan Umrie HS. 2019. *Asset Growth, Investment Opportunity Set, Free Cash Flow as Determination of Dividend Payment Probability for Manufacturing Companies in Indonesia. In 5th Sriwijaya Economics, Accounting, and Business Conference (SEABC 2019) (pp. 350-355). Atlantis Press.*
- Riadi, RM dan Ngadlan. 2014. *Pengaruh Investment Opportunity Set dengan tingkat pertumbuhan di Bursa Efek.*
- Rodoni, A. & Ali, H. 2014. *Manajemen Keuangan Modern. Jakarta: Mitra Wacana*
- Sawir, Agnes. 2015. *Analisis Kinerja Keuangan Dan Perencanaan Keuangan Perusahaan. Jakarta: Gramedia Pustaka Utama.*
- Sujoko, & Soebiantoro, U. 2020. *Manajemen Strategik. Yogyakarta: Andi*
- Sulhan, M., & Herliana, T. Y. 2019. *The Effect Of Liquidity And Profitability To Dividend Policy With Asset Growth As Moderating Variable (Study On Property Sector, Real Estate And Building Construction Listed On Indonesia Stock Exchange). In 2018 International Conference On Islamic Economics And Business (Iconies 2018) (Pp. 23-28). Atlantis Press. 122 120*
- Syamsiyah, N. 2022. *Factors Affecting Dividend Policy In Financial Sector Companies In Indonesia: Panel Data Analysis. Jfba: Journal Of Financial And Behavioural Accounting, 2(1), 35-45.*
- Umrie, R. H., Bakar, S. W., & Bakri, S. 2019. *Asset Growth, Investment Opportunity Set, Free Cash Flow As Determination Of Dividend Payment Probability For Manufacturing Companies In Indonesia. Advances In Economics, Business And Management Research, 142, 350-355*
- UU No. 20 Tahun 2008 tentang Usaha Mikro, Kecil dan Menengah
- Virdayanti, J., Suyanto, S. and Tanjung, N.M.S., 2022. *Analisis Likuiditas, Solvabilitas, Kebijakan Dividen, dan Inflasi dengan Profitabilitas Sebagai Variabel Intervening Terhadap Price To Book Value (Studi Kasus pada Perusahaan Asuransi yang Tercatat di Bursa Efek Indonesia Periode 2016-2021). J-MAS (Jurnal Manajemen dan Sains), 7(2), pp.1116-1122.*
- Wicaksono, K. B. 2022. *Pengaruh Struktur Modal, Likuiditas, Ukuran Perusahaan Dan Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia. (Doctoral dissertation, UPN Veteran Yogyakarta).*

- Widyanti, N., & Widyasari, W. 2020. *Factors Affecting Free-Cash-Flow (Fcf) With Dividend Policy As A Mediating Variable. In 8th International. Conference Of Entrepreneurship And Business Management Untar (Icebm 2019) (Pp. 340-345). Atlantis Press.*
- Winarto, Y. 2022. *Selama Pandemi, Industri Farmasi Catatkan Penjualan Capai Rp 95 Triliun.* newssetup.kontan.co.id: <https://newssetup.kontan.co.id> (Diakses pada 14 februari 2023)
- Yusuf, P. S., De Jesus, S., Pratama, A. Y., & Saudi, M. H. 2020. *Effects Of Profitability, Liquidity And Growth Of Companies On Divident Policy (Study On Sub-Sector Property And Real Estate Companies Listed In Indonesia Stock Exchange Period, 2017-2019). Palarch's Journal Of Archaeology Of Egypt/Egyptology, 17(4), 3377-3391. 123 120.*