

FACTORS AFFECTING DIVIDEND POLICY AND COMPANY VALUE ON THE INDONESIA STOCK EXCHANGE

Hichmaed Tachta Hinggo¹ dan Mimelientesa Irman²

¹Universitas Muhammadiyah Riau

²Institut Bisnis dan Teknologi Pelita Indonesia

Email : Hinggo@umri.ac.id

ABSTRACT

The main purpose of this research is to determine the effect of free cash flow, return on asset and investment opportunity cost on dividend policy and value of the firm. The value of firm is a situation which describe the confidence of the public or investor to the company. Sampel used in this research is 41 companies sub sector property and real estate that is listed in Bursa Efek Indonesia from 2016-2020. Sampling method used is purposive sampling. Methods of data analysis is multiple linear regression with SPSS v. 16. Independent variable is free cash flow, return on asset and investment opportunity cost. The dependent variable is dividend policy and value of firm. This research adduce that return on asset and investment opportunity cost has positive significant effect on dividend policy and the value of the firm, dividend policy has positive significant effect on the value of the firm, which free cash flow has no effect on dividend policy and the value of the firm.

Keywords: *Free Cash Flow, Return On Asset, Investment Opportunity Cost, Dividend Policy, The Value Of The Firm.*

FAKTOR YANG MEMPENGARUHI KEBIJAKAN DIVIDEN DAN NILAI PERUSAHAAN PADA PERUSAHAAN DI BURSA EFEK INDONESIA

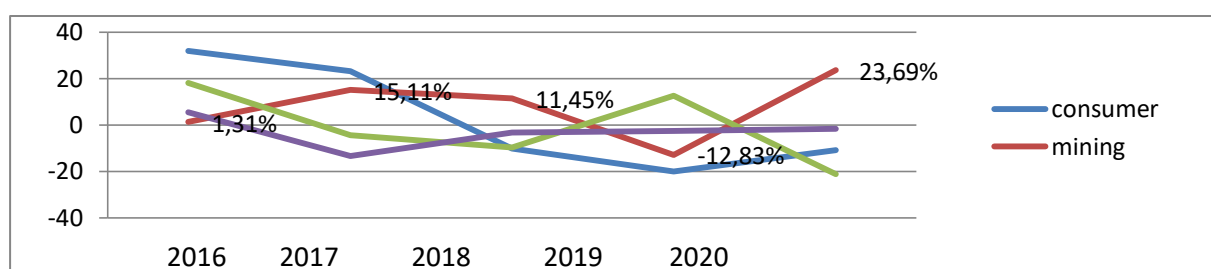
ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis bagaimana adalah *free cash flow, return on asset* dan *investment opportunity cost* terhadap kebijakan dividend an nilai perusahaan. Nilai perusahaan adalah suatu keadaan yang mencerminkan kepercayaan masyarakat atau investor terhadap perusahaan tersebut. Sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah 41 perusahaan sub sektor property dan real estate yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama tahun 2016-2020. Penentuan sampel menggunakan metode *purposive sampling* dan teknik analisis data yang digunakan adalah regresi linier berganda dengan SPSS v.16. Variabel Independen adalah *free cash flow, return on asset dan investment opportunity cost* yang diuji pengaruhnya terhadap kebijakan dividend dan nilai perusahaan sebagai variabel dependen. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa *return on asset* dan *investment opportunity cost* berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividend dan nilai perusahaan, kebijakan dividen berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan, sedangkan *free cash flow* tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividend dan nilai perusahaan.

Kata kunci : *Free Cash Flow (FCF), Return On Asset (ROA), Investment Opportunity Cost (IOS), Kebijakan Dividend, Nilai Perusahaan.*

PENDAHULUAN

Sektor property dan real estate merupakan sektor yang paling rentan dalam industry makro terhadap fluktuasi suku bunga, inflasi dan nilai tukar yang pada akhirnya mempengaruhi daya beli masyarakat. Namun pertumbuhan pada sektor property dan real estate terus menurun hingga tahun 2020. Pada perkembangan kontribusi beberapa sektor terhadap PDB selama tahun 2016-2020. Apabila di dibandingkan dengan sektor lain dari tahun ke tahun semakin meningkat seperti sektor pertanian, kehutanan dan perikanan. Sedangkan sektor real estate mengalami penurunan dari tahun 2016 hingga 2018 yang disebabkan karena adanya penurunan harga komoditas andalan RI sehingga pendapatan industry di sektor terkait ikut tergerus (www.finance.detik.com, diakses 5 november 2021 20:54WIB). Dari beberapa sektor tersebut, sektor real estate merupakan sektor terendah dalam memberikan kontribusi terhadap PDB namun walaupun demikian dari 175 sektor industri yang terkait langsung dan tidak langsung dengan sektor properti, maka industri properti memiliki pangsa jumlah permintaan akhir 33,9 persen yang menjadikan industri properti sebagai lokomotif pertumbuhan ekonomi nasional (www.republika.co.id, diakses 5 november 2021 20:54WIB).



Gambar 1. Pergerakan Indeks Sektoral tahun 2016-2020

Dari gambar diatas, dapat dilihat pergerakan indeks sektoral selama tahun 2016-2020. Pada sektor property terjadi fluktuasi peningkatan drastis dari tahun 2018 menuju 2019. Namun, pada tahun 2019 menuju tahun 2020 terjadi penurunan. Hal ini disebabkan karena adanya pandemic Covid-19 yang menyebabkan beberapa sektor industry mengalami dampak penurunan krisis ekonomi global salah satunya sektor property dan real estate (www.provalindonesia.com, diakses 5 november 2021 20:54WIB). Hal ini menunjukkan pergerakan sektor property dan real estate di tahun 2016-2020 cenderung fluktuatif.

Menurut ekonomi.bisnis.com, untuk mendorong sektor properti pemerintah merelaksasi baseline pengenaan Pajak Penjualan atas Barang Mewah (PPnBM) terhadap kelompok hunian mewah seperti rumah mewah, apartemen, kondominium, town house, dan sejenisnya. Pelonggaran itu terdapat dalam Peraturan Menteri Keuangan (PMK) No.86/PMK.010/2019 tentang Perubahan Atas Peraturan Menteri Keuangan No.35/PMK.010/2017 tentang Jenis Barang Kena Pajak yang Tergolong Mewah Selain Kendaraan Bermotor yang Dikenai PPnBM. Dengan berlakunya PMK tersebut, kelompok hunian mewah seperti rumah mewah, apartemen, kondominium, town house, dan sejenisnya yang nilainya di bawah Rp30 miliar bebas dari pengenaan PPnBM.

Pemerintah telah melakukan relaksasi baseline dan menyederhanakan zona wilayah pengenaan Pajak Pertambahan Nilai (PPN) bagi rumah umum, asrama mahasiswa, pondok boro, dan perumahan lainnya melalui implementasi PMK No.81/PMK.03/2019. Jika dalam aturan sebelumnya yakni PMK No.113/PMK.03/2014 pembebasan diberlakukan kepada sembilan zona wilayah. Dalam ketentuan yang baru, jumlah zona wilayahnya disederhanakan menjadi hanya lima wilayah. Meski demikian, tak semua rumah sederhana dan rumah sangat sederhana mendapatkan pembebasan PPN. Untuk mendapatkan fasilitas fiskal tersebut, ada lima kriteria yang harus dipenuhi. Pertama, luas bangunan tidak melebihi 36 m². Kedua, harga jual tidak melebihi batasan harga jual, dengan ketentuan bahwa batasan harga jual didasarkan pada kombinasi zona dan tahun yang berkesesuaian. Ketiga, merupakan rumah pertama yang dimiliki oleh orang pribadi yang termasuk dalam kelompok masyarakat berpenghasilan rendah, digunakan sendiri sebagai tempat tinggal, dan tidak dipindahtangankan dalam jangka waktu 4 tahun sejak dimiliki. Keempat, luas tanah tidak kurang dari 60 m². Kelima, perolehannya secara tunai ataupun dibiayai melalui fasilitas kredit bersubsidi maupun tidak bersubsidi, atau melalui pembiayaan berdasarkan prinsip syariah (ekonomi.bisnis.com, diakses 6 desember 2020, 19.23 WIB.). Adanya tindakan dari arah kebijakan yang dilakukan oleh Pemerintah Indonesia selama tahun 2015 menciptakan iklim investasi dan iklim usaha di tingkat pusat dan daerah memiliki daya saing yang dapat mendorong pengembangan investasi dan usaha di Indonesia pada sektor produktif dengan mengutamakan sumber daya lokal.

Berdasarkan hal tersebut, tujuan utama suatu perusahaan bukan lagi untuk mencari profit yang tinggi melainkan mengoptimalkan nilai perusahaan (Wahyudi & Pawestri, 2006). Menurut Kasmir, (2010), perbedaan antara memaksimalkan nilai (*value*) perusahaan dengan memaksimalkan laba (*profit*) perusahaan terletak pada perbedaan dalam memperhitungkan dengan tepat setiap risiko jangka panjang dan kualitas arus dana yang dibutuhkan setiap kondisi bukan sekedar bentuk pengukuran laba.

Dengan memaksimalkan nilai perusahaan, maka manajemen dituntut untuk bertindak lebih hati-hati dalam setiap langkah demi kelangsungan perusahaan. Arus pendapatan jangka panjang, nilai waktu dari uang, dan risiko dari setiap keputusan harus dipertimbangkan dengan teliti. Untuk itu nilai perusahaan menjadi lebih penting dari sekedar memaksimalkan laba. Pencapaian nilai perusahaan dapat diukur dari harga saham perusahaan yang bersangkutan dari waktu ke waktu (Kasmir, 2014). Sehingga Nilai perusahaan dapat diproyeksikan dengan *Price to Book Value* (PBV) yang menggambarkan seberapa besar nilai buku saham suatu perusahaan dihargai oleh pasar. Semakin tinggi rasio ini maka pasar semakin percaya akan prospek perusahaan tersebut.

Optimalisasi nilai perusahaan dapat dicapai dengan pelaksanaan yang baik terhadap fungsi manajemen keuangan, dimana pengambilan salah satu keputusan keuangan akan mempengaruhi keputusan keuangan lainnya dan memberikan dampak pada nilai perusahaan (Fama, 1998). Keputusan penting dalam perusahaan dapat berkaitan dengan *free cash flow*, *return on asset*, *investment opportunity set* dan kebijakan dividen (Nocedal & Wright, 2006). Untuk mencapai tujuan perusahaan tersebut, *shareholder* akan menyerahkan pengelolaan perusahaan kepada manajer perusahaan. Di dalam proses pendelegasian wewenang ini, sering ditemukan beberapa persoalan yang berhubungan dengan konflik di antara manajer dengan *shareholder* (*agency conflict*), dimana manajer berfungsi sebagai agent dan *shareholder* sebagai *principal*. Hal ini juga dijelaskan dalam teori *free cash flow* bahwa fungsi pengawasan oleh pemegang saham dilakukan dengan cara mengendalikan jumlah uang tunai pada perusahaan untuk menghindari tindakan *perquisites* atau tindakan manajemen untuk menggunakan *cashflow* demi kepentingan sendiri. Untuk menghindari tindakan manajemen yang dinilai akan merugikan pihaknya, maka pemegang saham mengambil tindakan dengan mengurangi ketersediaan kas dengan cara pembagian dividen dan menempatkan manajer agar memilih investasi yang dapat mempertahankan pertumbuhan perusahaan.

Return On Asset (ROA) mengukur efektivitas keseluruhan dalam menghasilkan laba melalui aktiva yang tersedia; daya untuk menghasilkan laba dari modal yang diinvestasikan (Horne, J.C. dan Wachowicz, 2007). Rasio ini untuk mengukur keberhasilan manajemen dalam mencapai keuntungan bagi pemegang saham, sekaligus juga meningkatkan kesejahteraan karyawan. Ini semua hanya dapat terjadi apabila perusahaan memperoleh laba dalam aktifitas bisnisnya. Semakin tinggi rasio ini menggambarkan semakin tinggi tingkat pengembalian kepada investor dan akan menambah daya tarik investor untuk memiliki saham tersebut. Semakin banyak investor yang meminati dan membeli saham perusahaan dengan profitabilitas yang besar, maka akan membuat harga saham perusahaan ini akan naik. Semakin tinggi tingkat pengembalian dan harga saham juga akan menjadikan nilai perusahaan akan semakin baik (Nila, 2012).

Investment Opportunity Set (IOS) merupakan kesempatan investasi yang besarnya tergantung padapengeluaran yang ditetapkan oleh manajemen pada masa yang akan datang, dan merupakan investasi yang diharapkan untuk mendapatkan return yang lebih besar (Fidhayatin & Uswati Dewi, 2012). Myers, (1977) memperkenalkan IOS untuk mencapai tujuan perusahaan. Nilai perusahaan dibentuk melalui indikator nilai pasar saham sangat dipengaruhi oleh peluang-peluang investasi. Secara umum IOS menggambarkan tentang luasnya kesempatan atau peluang-peluang investasi suatu perusahaan namun sangat tergantung pada pilihan pengeluaran perusahaan untuk kepentingan di masa mendatang.

Keputusan investasi dibuat oleh manajemen akan memengaruhi cara pandang investor dan pemilik perusahaan sehingga memengaruhi nilai perusahaan. Pengaruh IOS pada nilai perusahaan didasarkan pada *signaling theory*. Perusahaan akan memberikan sinyal positif terhadap investor, sehingga investor akan memberikan respon positif terhadap perusahaan yang memiliki IOS tinggi. IOS tinggi akan menjanjikan return lebih tinggi di masa mendatang. Investor yang menyukai risiko (*risk seeker*) telah mengerti atau memahami bahwa return tinggi akan diikuti dengan tingkat risiko tinggi. Kepercayaan investor terhadap perusahaan yang disertai keputusan investasi, menyebabkan naiknya permintaan terhadap saham perusahaan. Peluang investasi memberikan sinyal positif tentang pertumbuhan perusahaan di masa mendatang. Hal ini akan meningkatkan harga saham sebagai indikator nilai perusahaan (Pratiska, 2013).

Menurut Sitanggang & Ariyanto, (2015) kebijakan dividen adalah keputusan untuk menentukan berapa besarnya bagian laba bersih yang diperoleh perusahaan akan dibagikan kepada pemegang saham sebagai dividen dan berapa besarnya laba yang ditahan sebagai sumber pembiayaan internal perusahaan. Laba bersih perusahaan sesungguhnya adalah keuntungan yang menjadi milik dari pemegang saham atas investasi pada perusahaan tersebut. Apabila perusahaan menahan sebagian laba bersih, berarti terdapat komitmen manajemen kepada para pemegang saham bahwa manajemen masih mampu menjanjikan tingkat keuntungan yang diharapkan oleh para pemegang saham.

Menurut Gordon, (1959), *Bird in the Hand Theory* yang dikemukakan oleh Gordon dan Lintner yang menyatakan bahwa para investor lebih menyukai dividen dibandingkan dengan *capital gain*. Dividen memiliki risiko yang lebih rendah dibandingkan dengan *capital gain*, oleh karenanya investor akan merasa lebih aman untuk mengharap dividen saat ini dibandingkan menunggu *capital gain* yang di masa depan. Namun teori MM yang dikemukakan oleh Miller & Modigliani, (2017) berpendapat kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap harga saham atau nilai perusahaan, sedangkan Gordon dan Lintner mengatakan bahwa kebijakan

dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Sedangkan teori *tax preference*, kebijakan dividen mempunyai pengaruh yang negatif terhadap harga saham perusahaan, artinya semakin besar dividen dibagikan maka akan semakin rendah harga saham, dimana hal tersebut terjadi apabila terdapat perbedaan tarif pajak personal atas dividen dan *capital gain*. Akibat perbedaan ini, ada beberapa peneliti yang telah melakukan penelitian untuk mengetahui apakah kebijakan dividen berpengaruh atau tidak terhadap nilai perusahaan.

Selain teori dan pendapat tersebut, juga telah dilakukan berbagai penelitian untuk menganalisis pengaruh *free cash flow*, *Return On Asset* (ROA) dan *Investment Opportunity Set* terhadap Kebijakan Dividend dan Nilai Perusahaan. Seperti penelitian yang dilakukan oleh Penelitian mengenai *Free Cash Flow* yang dilakukan oleh Wang (2010) menunjukkan bahwa *free cash flow* berpengaruh positif pada kinerja perusahaan. Artinya, perusahaan memiliki *free cash flow* tinggi menghasilkan return lebih baik daripada perusahaan dengan *free cash flow* rendah. *Free cash flow* yang tinggi pada perusahaan hanya dapat menjadi masalah ketika perusahaan memiliki sedikit kesempatan investasi. Kondisi seperti itu akan membuat manajer tertarik untuk menggunakan *free cash flow* yang tidak menguntungkan perusahaan (Jensen, 1986), sedangkan penelitian yang dilakukan oleh Embara, (2012) menemukan bahwa *free cash flow* tidak berpengaruh signifikan pada harga saham. Hal ini berarti bahwa besar kecilnya *free cash flow* yang dimiliki oleh suatu kandungan informasinya sehingga disebut sebagai *disappearing dividend*. Penelitian mengenai *Return On Asset* (ROA) yang dilakukan oleh Suharli, (2019) menunjukkan bahwa *Return On Asset* (ROA) berpengaruh positif signifikan terhadap Kebijakan Dividen, sedangkan penelitian yang dilakukan oleh (Karuan, 2017) menyimpulkan bahwa *Return On Asset* (ROA) tidak berpengaruh terhadap Kebijakan dividen. Penelitian mengenai *Investment Opportunity Set* yang dilakukan oleh (Sari & Budiarta, 2016) menunjukkan bahwa *Investment Opportunity Set* (IOS) berpengaruh terhadap Kebijakan Dividen, sedangkan penelitian yang dilakukan oleh Suharli, (2019) menemukan bahwa *investment opportunity set* tidak berpengaruh signifikan pada Kebijakan Dividen. Penelitian mengenai kebijakan dividen yang dilakukan oleh (Rahayu, 2014) yang menunjukkan bahwa kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan, namun penelitian yang dilakukan oleh (Mursalim et al., 2015), menyimpulkan hasil bahwa kebijakan dividen tidak memberikan pengaruh terhadap nilai perusahaan dikarenakan pemegang saham hanya ingin mengambil keuntungan dengan jangka waktu pendek dengan cara memperoleh *capital gain*. Para investor menganggap bahwa pendapatan dividen yang kecil saat ini tidak lebih menguntungkan jika dibandingkan dengan *capital gain* di masa depan.

TINJAUAN PUSTAKA

Nilai Perusahaan

(Brigham & Houston, 2018) menyebutkan bahwa perbandingan antara harga pasar per lembar saham terhadap nilai bukunya dapat memberikan indikasi nilai perusahaan dimata investor. Dengan melakukan perbandingan antara harga pasar dengan nilai buku per lembar saham dapat diketahui selisih diantaranya dimana jika nilai pasar saham lebih tinggi dari nilai buku akan menghasilkan laba. Sebaliknya, jika harga pasar lebih kecil daripada nilai buku akan menghasilkan kerugian bagi pemegang saham. Perusahaan yang mampu membuat harga pasar yang lebih tinggi dari nilai bukunya, maka akan mampu memberikan kemakmuran bagi pemegang saham yang berujung pada sifat *going concern* perusahaan tersebut.

Pada penelitian ini menggunakan rumus yaitu *price book value*. *Price to book value* (PBV) merupakan rasio pasar (*market ratio*) yang digunakan untuk mengukur kinerja harga pasar saham terhadap nilai bukunya. *Price to book value* merupakan harga pasar per lembar saham dan *book value per share* merupakan nilai buku per lembar saham yang di dapatkan dari membagi *common equity* dengan jumlah saham beredar (Brigham & Houston, 2018).

$$PBV = \frac{\text{Harga pasar per lembar saham}}{\text{Nilai buku per lembar saham}}$$

Kebijakan Dividen

Inti dari kebijakan dividen adalah haruskah perusahaan membayarkan dividen kepada pemegang saham atau menyimpan uang tersebut dan menginvestasikannya. Persentasi laba yang dibayarkan dalam bentuk dividen atau rasio antara laba yang dibayarkan dalam bentuk dividen dengan total laba yang tersedia bagi pemegang saham disebut dengan *Dividend Payout Ratio* (Horne & Wachowicz, 2008).

Free Cash Flow

Menurut (Brigham & Houston, 2018), arus kas bebas adalah: arus kas yang benar-benar tersedia untuk didistribusikan kepada seluruh investor (pemegang saham dan pemilik hutang) setelah perusahaan menempatkan seluruh investasinya pada aktiva tetap, produk-produk baru dan modl kerja yang dibutuhkan untuk mempertahankan operasi yang sedang berjalan. Oleh karena itu, salah satu cara manajer dalam meningkatkan nilai suatu perusahaan adalah dengan meningkatkan aliran kas bebas perusahaan. *Free cash flow* dinyatakan dala

satuan suatu rupiah dengan skala rasio. Menurut (Sartono, 2014) Rumus Aliran kas bebas atau *free cash flow* adalah:

NOPAT (*Net Operating Profit After Taxes*) = EBIT (1- tarif pajak)

Aliran Kas Operasional = NOPAT + depresiasi

Investasi Bruto = Investasi Bersih + Depresiasi

Free Cash Flow = *Aliran Kas Operasional* – *Investasi Bruto Pada Modal Operasi*

Return On Asset

Return on asset (ROA) merupakan salah satu rasio profitabilitas, dimana rasio ini menunjukkan seberapa efektifnya perusahaan beroperasi sehingga menghasilkan keuntungan/laba bagi perusahaan (Andriyani, 2008). Hal yang sama juga dijelaskan oleh (Robert Ang, 2003), yang menyebutkan bahwa ratio ROA digunakan untuk mengukur efektifitas perusahaan dalam menghasilkan keuntungan dengan cara memanfaatkan aktiva yang dimilikinya. Rasio ini merupakan rasio yang terpenting diantara rasio rentabilitas yang ada (Andriyani, 2008). Menurut (Syamsuddin, 2011) ROA dapat dihitung dengan rumus sebagai berikut:

$$ROA = \frac{\text{Net Profit After Tax}}{\text{Total Asset}}$$

Investment Opportunity Set (IOS)

Menurut Myers, (1977) dan (Gaver & Gaver, 1993) *Investment opportunity set* adalah pilihan penanaman modal di masa mendatang (Myers, 1977). IOS adalah beban yang dikeluarkan oleh pihak manajemen yang mencerminkan nilai perusahaan sesuai dengan kebijakan dari manajemen itu sendiri. IOS juga dapat digunakan sebagai pilihan investasi saat ini dan diharapkan akan menghasilkan keuntungan yang lebih banyak (Gaver & Gaver, 1993).

Pada penelitian ini menggunakan rumus *Capital Additions to Book Assets Value* (CAP/BVA). Rasio ini digunakan dengan dasar pemikiran bahwa semakin besar penambahan modal yang dilakukan oleh perusahaan maka akan semakin tinggi kadar investasi yang dilakukan perusahaan. Rasio *Capital expenditure to book value of assets* (CAP/BVA) menunjukkan adanya aliran tambahan modal saham perusahaan yang dapat digunakan untuk tambahan investasi aktiva produktifnya. Rasio CAP/BVA dapat dihitung dengan cara berikut ini:

$$CAP \text{ atau } BVA = \frac{\text{Nilai Buku Aset Tetap } t - \text{Nilai Buku Aset } t - 1}{\text{Total Aset}}$$

Hipotesis dan Kerangka Pemikiran

Pengaruh *Free Cash Flow* terhadap Kebijakan Dividen

Free cash flow (aliran kas bebas) menggambarkan tingkat fleksibilitas keuangan perusahaan. Perusahaan dengan aliran kas bebas berlebih akan memiliki kinerja yang lebih baik dibandingkan perusahaan lainnya karena mereka dapat memperoleh keuntungan atas berbagai kesempatan yang mungkin tidak dapat diperoleh perusahaan lain. Perusahaan dengan aliran kas bebas tinggi bisa diduga lebih survive dalam situasi yang buruk. Variabel *free cash flow* ini mempunyai hubungan yang positif terhadap dividend payout ratio dengan anggapan bahwa semakin banyak *free cash flow* yang dimiliki perusahaan maka dividen yang dibayarkan juga akan semakin besar. Penelitian yang dilakukan oleh (Embara 2012) menunjukkan bahwa *free cash flow* berpengaruh terhadap kebijakan dividen, sedangkan (Rahayu, 2014) menunjukkan *free cash flow* tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen

H₁: *Free cash flow* berpengaruh terhadap Kebijakan Dividen

Pengaruh *Return On Asset* terhadap Kebijakan Dividen

ROA adalah salah satu bentuk dari rasio profitabilitas untuk mengukur kemampuan perusahaan menghasilkan laba dengan menggunakan total aktiva yang ada. Semakin tinggi ROA, maka kemungkinan pembagian dividend payout ratio juga semakin banyak. Hal ini disebabkan karena perusahaan selalu berusaha meningkatkan citranya dengan cara setiap peningkatan laba akan diikuti dengan peningkatan porsi laba yang dibagi sebagai dividend payout ratio dan juga dapat mendorong peningkatan nilai saham.

Penelitian yang dilakukan oleh (Suharli, 2019) menunjukkan ROA berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen, sedangkan penelitian yang dilakukan oleh (Karauan, 2017) menunjukkan bahwa ROA tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen.

H₂ : *Return On Asset* berpengaruh terhadap Kebijakan Dividen

Pengaruh *Investment Opportunity Set* (IOS) terhadap Kebijakan Dividen

Kesempatan investasi adalah kesempatan perusahaan untuk melakukan investasi baru yang menguntungkan karena kondisi perusahaan mengalami pertumbuhan penjualan. Untuk meningkatkan pertumbuhan penjualan, perusahaan memerlukan dana yang besar yang dibiayai sumber eksternal perusahaan. Penggunaan sumber dana eksternal untuk keperluan investasi, dana eksternal yang digunakan untuk keperluan investasi tersebut akan menghasilkan pendapatan dalam bentuk laba. Perusahaan dengan nilai laba yang tinggi dapat membuat investasi yang dilakukan oleh perusahaan akan memberikan tingkat keuntungan yang baik, sehingga perusahaan dapat membagikan dividen yang tinggi. Dalam teori *signalling* memberikan sinyal kepada para investor bahwa perusahaan memiliki prospek yang baik dimasa yang datang yang ditunjukkan oleh tingginya investasi.

Penelitian yang dilakukan oleh (Embara 2012) menunjukkan bahwa IOS tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen, sedangkan penelitian yang dilakukan oleh (Sari & Budiarta, 2016) menunjukkan bahwa IOS berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen.

H₃ : *Investment Opportunity Set* (IOS) berpengaruh terhadap Kebijakan Dividen

Pengaruh Kebijakan Dividen terhadap Nilai Perusahaan

Kebijakan dividen menyangkut keputusan tentang penggunaan laba yang menjadi hak pemegang saham. Semakin besar laba yang ditahan dan digunakan untuk ekspansi/reinvestasi perusahaan, maka hal ini akan dapat meningkatkan nilai perusahaan dalam jangka panjang, terutama untuk perusahaan yang masih baru, yang masih dapat berkembang ke segala arah. Sedangkan untuk perusahaan yang sudah banyak melakukan ekspansi dan sudah berkembang sedemikian hingga memiliki laba yang tinggi (nilai kapitalisasi tinggi), dan dirasa tidak cukup banyak hal yang bisa diekspansi lagi, maka perusahaan dapat memprioritaskan pembagian dividen setiap tahun secara berturut-turut kepada para pemegang saham yang apabila dividen yang dibagikan tinggi, maka akan dapat menarik calon investor untuk berinvestasi di perusahaan tersebut.

H₄ : Kebijakan Dividen berpengaruh terhadap Nilai Perusahaan

Pengaruh *Free Cash Flow* terhadap Nilai Perusahaan

Free cash flow dapat menggambarkan kondisi keuangan perusahaan. Perusahaan dengan *free cash flow* yang tinggi akan tergambar pada peningkatan kinerja perusahaan tersebut. *Free cash flow* yang tinggi akan membuat investor percaya untuk melakukan investasi kepada perusahaan, karena dengan *free cash flow* yang tinggi menunjukkan kemampuan perusahaan untuk dapat melakukan pembayaran hutang semakin besar (Jensen, 1986). Ketika kemampuan untuk membayar hutang perusahaan tersebut semakin besar maka perusahaan tersebut menunjukkan kemampuan dalam menghadapi kesulitan keuangan di masa depan sehingga akan perusahaan akan mendapatkan respon positif dari investor di pasar.

Penelitian yang dilakukan oleh (Wang, 2010) menunjukkan *free cash flow* berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan, sedangkan penelitian yang dilakukan oleh (Embara 2012) dan (Rahayu, 2014) menunjukkan bahwa *free cash flow* tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

H₅ : *Free cash flow* berpengaruh terhadap Nilai Perusahaan

Pengaruh *Return On Asset* terhadap Nilai Perusahaan

Hubungan antara *Return on Asset* (ROA) dengan nilai perusahaan dilandasi dengan agency theory. Berdasarkan teori agensi, ROA merupakan tanggungjawab manajemen terhadap perusahaan untuk menunjukkan seberapa efektif manajemen dalam mengelola aset perusahaan untuk menghasilkan keuntungan. Suatu perusahaan dikatakan baik apabila ROA bernilai positif, karena ROA yang positif menunjukkan perusahaan mampu menghasilkan laba dari seluruh total asetnya, artinya perusahaan mencerminkan keefektifan serta keefisiensi kinerja operasional. Hal ini selanjutnya akan meningkatkan daya tarik perusahaan kepada investor. Peningkatan daya tarik perusahaan menjadikan perusahaan tersebut semakin diminati para investor, karena tingkat pengembalian atau dividen akan semakin besar. Hal ini juga akan berdampak pada harga saham perusahaan di pasar modal yang akan semakin meningkat sehingga ROA akan berpengaruh terhadap harga saham perusahaan. Dengan demikian, nilai ROA mempengaruhi baik buruknya nilai perusahaan.

Penelitian yang dilakukan oleh (Rahayu, 2014) menunjukkan bahwa ROA tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan, sedangkan penelitian yang dilakukan oleh (Mursalim et al., 2015) menunjukkan bahwa ROA berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan.

H₆ : *Return On Asset* berpengaruh terhadap Nilai Perusahaan

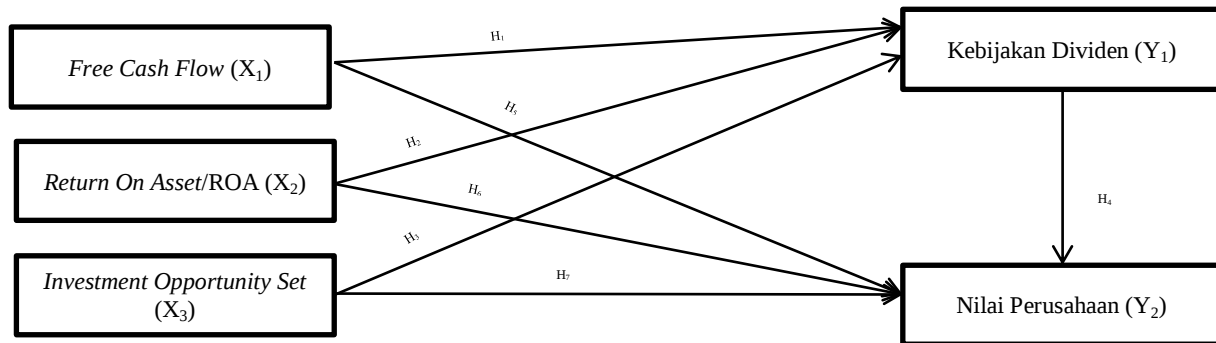
Pengaruh *Investment Opportunity Set* (IOS) terhadap Nilai Perusahaan

Kesempatan investasi perusahaan merupakan bagian penting bagi nilai pasar. Maka dari itu manajer perusahaan harus mengambil kesempatan investasi apabila investasi tersebut menguntungkan untuk meningkatkan kesejahteraan para pemegang saham. Dengan demikian meningkatnya kesempatan investasi yang menguntungkan akan meningkatkan pula investasi pemegang saham kepada perusahaan. Hal tersebut

dikarenakan set kesempatan investasi dapat mempengaruhi terhadap pandangan manajer, pemilik, investor maupun kreditur terhadap perusahaan tersebut. IOS dapat disimpulkan hubungan antara pengeluaran saat ini atau masa datang sebagai hasil keputusan investasi untuk dapat menghasilkan suatu nilai perusahaan. Meningkatnya nilai perusahaan dapat terjadi ketika keputusan investasi dilakukan secara tepat.

Penelitian yang dilakukan oleh (Mursalim et al., 2015), (Amaliyah & Herwiyanti, 2020), (Rakhimsyah, 2011) dan (Wati et al., 2018) menunjukkan bahwa IOS berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan.

H_7 : *Investment Opportunity Set* (IOS) berpengaruh terhadap Nilai Perusahaan



Sumber : Data Olahan, 2021.

Gambar 2. Struktur Kerangka Pemikiran

METODOLOGI PENELITIAN

Tempat dan Waktu Penelitian

Penelitian ini dilakukan pada perusahaan sub sektor *Property* dan *Real Estate* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2016-2020. Waktu penelitian ini dilakukan mulai September 2021 sampai Desember 2021.

Populasi dan Sampel

Paragraf pada penelitian ini adalah perusahaan sub sektor *Property* dan *Real Estate* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2016-2020 yaitu sebanyak 65 perusahaan. Teknik pengambilan sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah metode *purposive sampling*. Metode *purposive sampling* disebut juga *judgement sampling*, yaitu cara pengambilan sampel yang didasarkan pada pertimbangan-pertimbangan tertentu, terutama pertimbangan yang diberikan oleh sekelompok ahli (Sanusi, 2011:95). Adapun kriteria yang digunakan untuk memilih sampel yaitu : (1) Perusahaan sub sektor *Property* dan *Real Estate* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama 5 (lima) tahun berturut-turut (2016, 2017, 2018, 2019 dan 2020). (2) Perusahaan yang mempublikasikan laporan tahunan dan laporan keuangan secara konsisten selama periode 2016-2020.

Tabel 1. Kriteria Pengambilan Sampel (*Purposive Sampling*)

No	Kriteria	Jumlah
1.	Perusahaan sub sektor <i>Property</i> dan <i>Real Estate</i> yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama 5 (lima) tahun berturut-turut (2016, 2017, 2018, 2019 dan 2020)	65 Perusahaan
2.	Perusahaan yang mempublikasikan laporan tahunan dan laporan keuangan secara konsisten selama periode 2016-2020	(19 Perusahaan)
3.	Perusahaan yang di <i>delisting</i> pada periode 2016-2020	(5 Perusahaan)
Jumlah Sampel Penelitian		41 Perusahaan

Berdasarkan kriteria yang telah ditentukan pada periode tahun 2016-2020 terdapat 41 perusahaan sampel dari 65 perusahaan yang memenuhi kriteria dapat dijadikan sampel. Data yang digunakan dalam penelitian adalah laporan keuangan dan laporan tahunan yang diunduh dari website Bursa Efek Indonesia (BEI) (www.idx.co.id).

Operasional Variabel Penelitian

Tabel 2. Operasional Variabel Penelitian

Variabel	Indikator	Skala
Free Cash Flow (X₁)	NOPAT (<i>Net Operating Profit After Taxes</i>) = EBIT (1- tarif pajak) Aliran Kas Operasional = NOPAT + depresiasi Investasi Bruto = Investasi Bersih + Depresiasi <i>Free Cash Flow = NOPAT – Investasi Bersih pada Modal Operasi</i> (Sartono, 2014)	Rasio
Return On Asset (X₂)	$ROA = \frac{Net\ Profit\ After\ Tax}{Total\ Asset}$ (Syamsuddin, 2011)	Rasio
Investment Opportunity Set (X₃)	$CAP\ atau\ BVA = \frac{Nilai\ Buku\ Aset\ Tetap\ t - Nilai\ Buku\ Aset\ Tetap\ t - 1}{Jumlah\ Aset}$ (Atmaja, 2008)	Rasio
Kebijakan Dividen (Y₁)	$DPR = \frac{Dividen\ per\ lembar}{Laba\ per\ lembar}$ (Brigham & Houston, 2018)	Rasio
Nilai Perusahaan (Y₂)	$PBV = \frac{Harga\ pasar\ per\ lembar\ saham}{Nilai\ buku\ per\ lembar\ saham}$ $Nilai\ buku\ per\ lembar\ saham = \frac{Ekuitas\ saham\ biasa}{Jumlah\ saham\ yang\ beredar}$ (Brigham & Houston, 2018)	Rasio

Sumber: Data Olahan, 2021.

Teknik Analisis Data

Analisis data adalah metode atau cara yang dilakukan untuk mendapatkan data menjadi suatu informasi sehingga data tersebut dapat dengan mudah di pahami dan bermanfaat. Analisis data dimulai dengan mengelompokkan data terlebih dahulu, lalu menyajikannya dalam setiap variabel yang akan diteliti untuk selanjutnya dilakukan perhitungan agar dapat menjawab rumusan masalah dan menguji hipotesis. Pengolahan data dalam penelitian ini menggunakan PLS (*Partial Least Square*). PLS merupakan teknik statistika multivariate yang melakukan perbandingan antara variabel dependen berganda dengan variabel independen berganda. PLS merupakan salah satu metode statika SEM (*Structural Equation Modelling*) yang berbasis varian dimana didesain untuk menyelesaikan regresi berganda ketika terjadi permasalahan spesifik pada data, seperti ukuran sampel penelitian kecil, adanya data yang hilang dan multikolinearitas.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Statistik Deskriptif Variabel

Tabel 3. Daftar Deskripsi Variabel Perusahaan Property dan Real Estate Tahun 2016-2020

Indikator	2016	2017	2018	2019	2020
Nilai Perusahaan (Y₂)	127.17908	95.92069	86.90879	161.59510	73.14721
Kebijakan Dividen (Y₁)	0.09214	0.51951	0.24557	0.17316	0.04075
Free Cash Flow (X₁)	0.68808	0.95797	0.72249	0.71823	(0.00892)
Return On Asset (X₂)	0.05589	0.04175	0.05161	0.02552	(0.00577)
Investment Opportunity Cost (X₃)	0.00130	0.00544	0.00351	(0.00221)	0.00588

Sumber: Data Olahan, 2021.

Pada tabel diatas menyajikan nilai rata-rata setiap variabel perusahaan sektor property dan real estate tahun 2016-2020 yang menjadi sampel penelitian. Untuk variabel nilai perusahaan, kebijakan dividen, *free cash flow*, *return on asset* dan *investment opportunity cost* mengalami fluktuasi setiap tahunnya. Dari tahun 2016 menuju 2017, variabel nilai perusahaan dan *return on asset* mengalami penurunan, sedangkan variabel kebijakan dividen, *free cash flow* dan *investmen opportunity cost*. Dari tahun 2017 menuju 2019, variabel kebijakan dividen, *free cash flow* dan *investment opportunity cost* mengalami penurunan secara berturut-turut sedangkan nilai perusahaan dan *return on asset* dari tahun 2017 menuju 2018 mengalami peningkatan walaupun tahun 2019 mengalami penurunan. Menuju tahun 2020, variabel nilai perusahaan, kebijakan dividen, *free cash flow* dan

return on asset mengalami penurunan, sedangkan variabel *investment opportunity cost* mengalami peningkatan.

Uji Multikolinearitas

Uji Multikolinearitas dilakukan untuk mengetahui apakah model regresi dari masing-masing variabel bebas berhubungan linier dengan cara apabila nilai tolerance lebih besar dari 0,1 dan nilai VIF lebih kecil dari 10 maka dapat disimpulkan tidak terjadi multikolinearitas.

Tabel 4. Hasil Uji Multikolinearitas

Variabel	VIF	Kesimpulan
<i>Free Cash Flow</i> (X_1)	1.489	Tidak Terjadi Multikolinearitas
<i>Return On Asset</i> ((X_2))	2.350	Tidak Terjadi Multikolinearitas
<i>Investment Opportunity Set</i> (X_3)	1.424	Tidak Terjadi Multikolinearitas
<i>Dividend Payout Ratio</i> (Y_1)	2.255	Tidak Terjadi Multikolinearitas

Sumber: Data Olahan, 2021.

Dari tabel diatas dapat dilihat nilai VIF dari variabel independen terhadap variabel dependen yakni lebih kecil dari 10. Maka dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi gejala multikolinearitas pada variabel independen.

Tabel 5. Hasil Uji Multikolinearitas

Variabel	VIF	Kesimpulan
<i>Free Cash Flow</i> (X_1)	1.427	Tidak Terjadi Multikolinearitas
<i>Return On Asset</i> ((X_2))	1.500	Tidak Terjadi Multikolinearitas
<i>Investment Opportunity Set</i> (X_3)	1.073	Tidak Terjadi Multikolinearitas

Sumber: Data Olahan, 2021.

Dari tabel diatas dapat dilihat nilai VIF dari variabel independen terhadap variabel dependen yakni lebih kecil dari 10. Maka dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi gejala multikolinearitas pada variabel independen.

Uji Kelayakan Model

Hasil dari PLS *adjusted R-squares* merepresentasikan jumlah *variance* dari konstruk yang dijelaskan oleh model (Ghozali & Latan, 2015). Semakin tinggi nilai R^2 berarti semakin baik model prediksi dan model penelitian yang diajukan. Untuk mengetahui besarnya *adjusted R-squares* dapat dilihat pada tabel berikut:

Tabel 6. Hasil Uji Koefisien Determinasi (R^2)

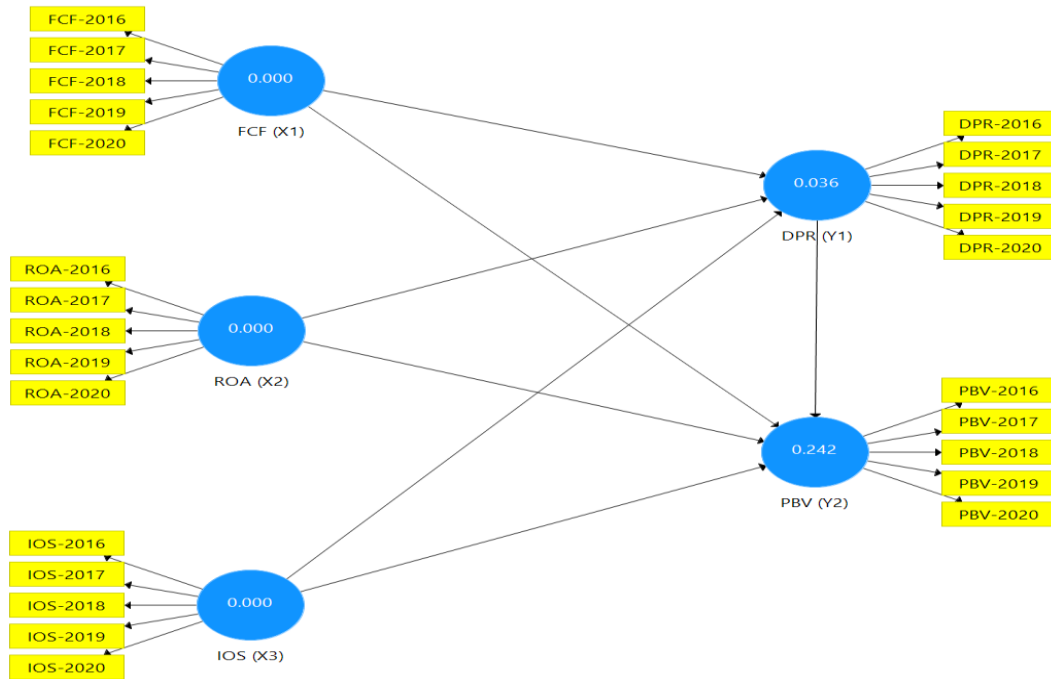
	R Square	R Square Adjusted
DPR (Y_1)	0.556	0.520
PBV (Y_2)	0.452	0.391

Sumber: Data Olahan, 2021.

Berdasarkan tabel diatas diketahui bahwa nilai *adjusted R-squares* untuk variabel *Dividend Payout Ratio* (DPR) sebesar 0,520 yang dapat diinterpretasikan bahwa besarnya pengaruh *Free Cash Flow*, *Return On Asset* dan *Investment Opportunity Cost* terhadap *Dividend Payout Ratio* adalah sebesar 52% sedangkan sisanya 48% dijelaskan oleh variabel lain diluar penelitian ini. Nilai *adjusted R-squares* untuk variabel *Price Book Value* (PBV) sebesar 0,391 yang dapat diinterpretasikan bahwa besarnya pengaruh *Free Cash Flow*, *Return On Asset* dan *Investment Opportunity Cost* terhadap *Price Book Value* (PBV) adalah sebesar 39,1% sedangkan sisanya 60,9% dijelaskan oleh variabel lain di luar penelitian ini.

Analisis Jalur (Path Analysis)

Analisis jenis ini digunakan dengan tujuan untuk mengetahui pengaruh langsung maupun tidak langsung antara variabel eksogen terhadap variabel endogen. Oleh karena itu, pada penelitian ini menggunakan SmartPLS 3.0 dalam pengolahan data. Untuk melihat diagram Path Analysis dapat dilihat sebagai berikut:



Sumber: Data Olahan, 2021.

Gambar 3. Model Path Analysis

Dari gambar diatas diketahui bahwa penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh variabel eksogen terhadap endogen. Variabel eksogen pada penelitian ini yakni *Free Cash Flow*, *Return On Asset* dan *Investment Opportunity Cost*, sedangkan variabel endogen terdiri dari *Dividend Payout Ratio* (DPR) dan *Price Book Value* (PBV).

Uji t

Dalam metode *resampling bootstrap*, nilai signifikansi yang digunakan (*two-tailed*) *t-value* 1,65 (*significance level* = 10%), 1,96 (*significance level* = 5%) dan 2,58 (*significance level* = 1%). Untuk melihat pengaruh variabel independen terhadap dependen pada pengujian ini dapat dilihat sebagai berikut:

Tabel 7. Hasil Uji t

	Original Sample (O)	Sample Mean (M)	Standard Deviation (STDEV)	T Statistics (O/STDEV)	P Values
FCF (X1) -> DPR (Y1)	-0.165	-0.129	0.146	1.127	0.260
ROA (X2) -> DPR (Y1)	0.614	0.636	0.198	5.102	0.002
IOS (X3) -> DPR (Y1)	0.894	0.236	0.218	5.811	0.001
DPR (Y1) -> PBV (Y2)	0.985	0.789	0.37	8.663	0.000
FCF (X1) -> PBV (Y2)	-0.115	-0.049	0.117	0.979	0.328
ROA (X2) -> PBV (Y2)	0.440	0.251	0.275	3.299	0.011
IOS (X3) -> PBV (Y2)	0.475	0.297	0.311	3.529	0.012

Sumber: Data Olahan, 2021.

Dari *path coefficient* diatas dapat dilihat nilai original sampel, p value atau *t statistics* yang digunakan sebagai acuan untuk mengambil keputusan hipotesis diterima atau hipotesis ditolak. Hipotesis dapat diterima jika nilai *t statistics* > *t* tabel atau p value < 0,05.

Dengan melihat tabel diatas, maka dapat disimpulkan sebagai berikut: (1) adapaun nilai *t-statistic* < *t*-tabel yaitu sebesar 1,127 < 1,96 atau dapat dilihat dari nilai p values yang bernilai sebesar 0.260 > 0,05. Dengan demikian hipotesis pertama ditolak. (2) adapun nilai *t-statistic* > *t*-tabel yaitu sebesar 5,102 > 1,96 atau dapat dilihat dari nilai p values yang bernilai sebesar 0.002 < 0,05. Dengan demikian hipotesis kedua diterima. (3)

adapun nilai *t-statistic* > *t-tabel* yaitu sebesar $5,811 > 1,96$ atau dapat dilihat dari nilai *p values* yang bernilai sebesar $0.001 < 0,05$. Dengan demikian hipotesis ketiga diterima. (4) adapun nilai *t-statistic* > *t-tabel* yaitu sebesar $8,663 > 1,96$ atau dapat dilihat dari nilai *p values* yang bernilai sebesar $0.000 < 0,05$. Dengan demikian hipotesis keempat diterima. (5) adapun nilai *t-statistic* < *t-tabel* yaitu sebesar $0,979 < 1,96$ atau dapat dilihat dari nilai *p values* yang bernilai sebesar $0.328 > 0,05$. Dengan demikian hipotesis kelima ditolak. (6) adapun nilai *t-statistic* > *t-tabel* yaitu sebesar $3,299 > 1,96$ atau dapat dilihat dari nilai *p values* yang bernilai sebesar $0.011 < 0,05$. Dengan demikian hipotesis keenam diterima. (7) adapun nilai *t-statistic* > *t-tabel* yaitu sebesar $3,529 > 1,96$ atau dapat dilihat dari nilai *p values* yang bernilai sebesar $0.012 < 0,05$. Dengan demikian hipotesis ketujuh diterima.

Pembahasan

Pengaruh *Free Cash Flow* terhadap Kebijakan Dividen

Pengaruh yang tidak signifikan disebabkan karena *free cash flow* bukan merupakan faktor dominan yang mempengaruhi pembagian dividen yang dilakukan oleh perusahaan sektor property dan real estate. Pembagian besarnya dividen yang dilakukan oleh perusahaan dilakukan tidak hanya memperhatikan posisi *free cash flow* tetapi perusahaan lebih memperhatikan lingkungan eksternal perusahaan, khususnya pesaing. Pada dasarnya kebijakan dividen dilakukan oleh perusahaan berdasarkan pada laba yang diperoleh pada saat itu.

Hal lain yang menyebabkan hasil yang tidak signifikan mungkin karena perusahaan tidak membagikan dividen tahun sebelumnya agar dapat membayar dividen yang lebih besar di tahun penelitian atau dapat dikatakan bahwa *free cash flow* dalam penelitian ini tidak memiliki posisi yang tidak terlalu kuat untuk pembayaran dividen dimana *cash* yang dimiliki perusahaan diperhitungkan untuk membayar hutang jangka pendek yang dimiliki perusahaan.

Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh (Rahayu, 2014) yang menunjukkan *free cash flow* tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividend dan tidak mendukung penelitian yang dilakukan oleh (Embara 2012) yang menunjukkan bahwa *free cash flow* berpengaruh terhadap kebijakan dividen.

Pengaruh *Return On Asset* terhadap Kebijakan Dividen

Pengaruh yang signifikan disebabkan karena perusahaan yang menghasilkan keuntungan yang lebih stabil, maka akan melakukan pembayaran dividen yang semakin besar. Rasio profitabilitas digunakan sebagai rasio penentu yang sangat kuat dan signifikan dari rasio pembayaran dividen, sehingga tingkat profitabilitas perusahaan akan berdampak pada peningkatan pembagian dividen yang akan dibayarkan.

Tanda positif dalam penelitian ini sesuai dengan *signaling theory* yang dikemukakan oleh Modigliani dan Miller yang menyatakan bahwa kenaikan dividen merupakan suatu sinyal positif kepada para investor bahwa manajemen meramalkan suatu penghasilan yang baik di masa yang akan datang. Berdasarkan teori tersebut, dapat ditunjukkan bahwa penghasilan yang tinggi melalui asset yang dimiliki yang tercermin dari nilai *return on asset* menunjukkan pengaruh yang positif terhadap kebijakan dividen. Hal ini disebabkan oleh meningkatnya kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba yang tentunya akan meningkatkan nilai perusahaan dan memberikan sinyal positif kepada investor tentang kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba.

Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh (Suharli, 2019) yang menunjukkan ROA berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividend dan tidak mendukung penelitian yang dilakukan oleh (Karuan, 2017) menunjukkan bahwa ROA tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen.

Pengaruh *Investment Opportunity Set (IOS)* terhadap Kebijakan Dividen

Kesempatan investasi adalah kesempatan perusahaan untuk melakukan investasi baru yang menguntungkan karena kondisi perusahaan mengalami pertumbuhan penjualan. Untuk meningkatkan pertumbuhan penjualan, perusahaan memerlukan dana yang besar yang dibiayai sumber eksternal perusahaan. Penggunaan sumber dana eksternal untuk keperluan investasi, dana eksternal yang digunakan untuk keperluan investasi tersebut akan menghasilkan pendapatan dalam bentuk laba. Perusahaan dengan nilai laba yang tinggi dapat membuat investasi yang dilakukan oleh perusahaan akan memberikan tingkat keuntungan yang baik, sehingga perusahaan dapat membagikan dividen yang tinggi. Dalam teori *signalling* memberikan sinyal kepada para investor bahwa perusahaan memiliki prospek yang baik dimasa yang datang yang ditunjukkan oleh tingginya investasi.

Penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh (Sari & Budiarta, 2016) yang menunjukkan bahwa IOS berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividend dan tidak mendukung penelitian yang dilakukan oleh (Embara 2012) menunjukkan bahwa IOS tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividend.

Pengaruh Kebijakan Dividen terhadap Nilai Perusahaan

Pengaruh yang signifikan dikarenakan tujuan utama dari seorang investor dalam menanamkan dananya pada suatu perusahaan yakni untuk memperoleh return. Dengan mengumumkan pembagian dividen, maka investor akan segera menerima *feed back* atas dana yang ditanamnya. Pengaruh yang positif dikarenakan dengan

melakukan pembagian dividen, para investor akan memiliki suatu pandangan mengenai prospek perusahaan di masa yang akan datang. Hal ini sejalan dengan teori *free cash flow*, yang menjelaskan bahwa fungsi pengawasan dilakukan oleh pemegang saham terhadap manajemen dengan melakukan pembayaran dividen pada tingkat tertinggi sehingga hal ini akan memaksimalkan kekayaan pemegang saham yang menyebabkan nilai perusahaan akan semakin meningkat pula. Pada teori *Bird in The Hand Theory* dan *Dividend Signalling Theory* menjelaskan bahwa semakin tinggi rasio pembagian dividen maka akan semakin tinggi nilai perusahaan dikarenakan pemegang saham jauh lebih menyukai pembagian dividen daripada *capital gain* yang diperoleh dari laba ditahan sehingga dengan melakukan pengumuman atas kebijakan dividen akan menimbulkan reaksi investor yang ditunjukkan melalui reaksi harga saham pasar. Dalam kebijakan dividen, terdapat pula fungsi pengawasan oleh pemegang saham kepada manajemen dimana pada saat pemegang saham mendesak manajemen melakukan pembayaran dividen dengan tingkat tertinggi melalui keputusan Rapat Umum Pemegang Saham, maka ketersediaan dana laba ditahan dan dana tunai akan berkurang yang menyebabkan manajemen harus mencari dana untuk membiayai kegiatan yang akan dilakukan. Hal ini menyebabkan manajemen tidak dapat melakukan tindakan *perquisites* dan terdorong untuk melakukan kerja optimal untuk mencapai laba pada tingkat tertentu agar mampu memperoleh dana.

Dengan memaksimalkan pembayaran dividen akan mampu memberikan kemakmuran bagi pihak investor dikarenakan investor lebih menyukai pembagian dividen yang dirasakan sebagai *feed back* atas dana yang ditanamnya. Dengan melakukan pembayaran dividen maksimal akan memberikan sinyal positif kepada para investor dan menjadi faktor penggerak bagi pihak manajemen yang disebabkan dengan berkurangnya ketersediaan dana maka manajemen harus mencari dana dari pihak ketiga sehingga muncul ketakutan atas kebangkrutan karena tidak mampu membayar hutang. Kemakmuran para investor dinilai dengan tingginya pembagian dividen sehingga bagi perusahaan yang melakukan pembayaran dividen setiap kali memperoleh laba akan mampu menunjukkan nilai perusahaan yang tinggi. Dengan demikian, manajemen sebaiknya melakukan pembayaran dividen secara konsisten kepada pemegang saham, sehingga kemakmuran pemegang saham dapat terjamin dan nilai perusahaan akan meningkat seiring meningkatnya kemakmuran pemegang saham.

Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh (Wati et al., 2018) dan (Rahayu, 2014) yang menyebutkan bahwa dengan membagikan dividen secara konsisten maka laba ditahan perusahaan akan berkurang sehingga perusahaan akan menerbitkan saham baru sehingga investor akan menanamkan dananya kepada perusahaan yang membagikan dividen daripada menahannya sebagai *capital gain* dan tidak mendukung penelitian yang dilakukan oleh (Embara 2012) menunjukkan kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

Pengaruh Free Cash Flow terhadap Nilai Perusahaan

Pengaruh yang tidak signifikan dikarenakan sejumlah kas yang ditahan dalam suatu perusahaan tidak menjadi tolak ukur seorang investor untuk menanamkan modalnya pada perusahaan tersebut. Dengan besarnya *cash holding* pada suatu perusahaan tidak menjadi jaminan untuk mendapatkan dana tambahan atau menarik perhatian para investor. Sedangkan pengaruh yang negatif dikarenakan dengan adanya *cash holding* dalam jumlah yang besar pada suatu perusahaan akan mengeluarkan biaya yang disebut *opportunity cost* yakni biaya kesempatan yang seharusnya dapat menghasilkan sejumlah laba dengan pemanfaatan sejumlah kas pada suatu investasi yang baik. Pengeluaran biaya kesempatan menyebabkan perusahaan tidak mampu memberikan sinyal positif yang menunjukkan prospek perusahaan di masa depan untuk menarik para investor agar menanamkan dananya pada perusahaan tersebut. Selain itu, tinggi nilai kas pada suatu perusahaan akan dinilai oleh investor sebagai suatu ketidakmampuan manajemen dalam memilih investasi yang menguntungkan. Dengan besarnya *cash holding* dapat menimbulkan kemungkinan pelaksanaan tindakan *perquisites* oleh manajemen yang akan memperbesar konflik *interest* antara manajemen dan pemegang saham. Dengan memiliki sejumlah kas yang besar, manajemen dengan informasinya dan kepentingannya sebagai manajemen mampu memilih sebuah investasi yang menguntungkan bagi pihaknya dan hal ini akan merugikan pihak pemegang saham sehingga pada akhirnya tujuan utama untuk meningkatkan nilai perusahaan dengan cara memaksimalkan kekayaan pemegang saham tidak dapat tercapai. Dari *free cash flow theory* dijelaskan bahwa dalam menjalankan fungsi pengawasan kepada manajemen oleh pemegang saham tidak dilakukan dengan cara meminimalkan sejumlah kas dengan tujuan untuk menghilangkan tindakan *perquisites* oleh manajemen sehingga menjadi faktor penggerak bagi manajemen untuk mencari dana dari pihak luar.

Dengan keputusan menahan sejumlah kas tidak mampu memberikan dampak positif terhadap perusahaan, hal ini akan menyebabkan investor berpikir terhadap ketidakmampuan manajemen dalam mengambil suatu keputusan investasi yang akan menyebabkan kerugian sewaktu-waktu bagi pihak investor. Berbagai kerugian yang disebabkan oleh keputusan menahan kas, akan mendorong manajemen berhati-hati dalam mengambil keputusan yang berkaitan dengan penggunaan sejumlah dana. Kepemilikan kas yang tinggi harus segera diatasi dengan pelaksanaan investasi yang menguntungkan bila manajemen ingin memberikan sinyal positif kepada investor melalui investasi-investasi yang dimiliki. Investasi yang dapat dilakukan oleh manajemen diantara dengan memilih investasi yang menguntungkan pihak investor sehingga mendapatkan laba yang akan

dibayarkan kepada investor sebagai dividen untuk menarik perhatian para investor. Hal ini akan lebih bermanfaat daripada menahan sejumlah kas dengan berbagai alasan yang akan menyebabkan para investor berpikir terhadap ketidakmampuan manajemen dalam mengelola kas. Karena apabila para investor telah berpikir terhadap ketidakmampuan manajemen dalam mengambil keputusan maupun mengelola kas, akan berdampak terhadap kemajuan perusahaan. Sebagai faktor penggerak, pihak manajemen harus mampu mengambil keputusan baik dalam pengelolaan kas maupun pemilihan investasi agar perusahaan tetap mampu menghasilkan laba yang maksimal dan terus bersaing. Setiap kebijakan yang diambil oleh pihak manajemen harus selalu menguntungkan pihak investor agar tujuan memaksimalkan nilai perusahaan dapat tercapai.

Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Embara (2012) dan (Rahayu, 2014) yang menunjukkan bahwa free cash flow tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan dan tidak mendukung penelitian yang dilakukan oleh (Wang, 2010) menunjukkan free cash flow berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan.

Pengaruh Return On Asset terhadap Nilai Perusahaan

Hubungan antara Return on Asset (ROA) dengan nilai perusahaan dilandasi dengan agency theory. Berdasarkan teori agensi, ROA merupakan tanggungjawab manajemen terhadap perusahaan untuk menunjukkan seberapa efektif manajemen dalam mengelola aset perusahaan untuk menghasilkan keuntungan. Suatu perusahaan dikatakan baik apabila ROA bernilai positif, karena ROA yang positif menunjukkan perusahaan mampu menghasilkan laba dari seluruh total asetnya, artinya perusahaan mencerminkan keefektifan serta keefisienan kinerja operasional. Hal ini selanjutnya akan meningkatkan daya tarik perusahaan kepada investor. Peningkatan daya tarik perusahaan menjadikan perusahaan tersebut semakin diminati para investor, karena tingkat pengembalian atau dividen akan semakin besar. Hal ini juga akan berdampak pada harga saham perusahaan di pasar modal yang akan semakin meningkat sehingga ROA akan berpengaruh terhadap harga saham perusahaan. Dengan demikian, nilai ROA mempengaruhi baik buruknya nilai perusahaan.

Penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh (Mursalim et al., 2015) yang menunjukkan bahwa ROA berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan dan tidak mendukung penelitian yang dilakukan oleh (Rahayu, 2014) menunjukkan bahwa ROA tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

Pengaruh Investment Opportunity Set (IOS) terhadap Nilai Perusahaan

Kesempatan investasi perusahaan merupakan bagian penting bagi nilai pasar. Maka dari itu manajer perusahaan harus mengambil kesempatan investasi apabila investasi tersebut menguntungkan untuk meningkatkan kesejahteraan para pemegang saham. Dengan demikian meningkatnya kesempatan investasi yang menguntungkan akan meningkatkan pula investasi pemegang saham kepada perusahaan. Hal tersebut dikarenakan set kesempatan investasi dapat mempengaruhi terhadap pandangan manajer, pemilik, investor maupun kreditor terhadap perusahaan tersebut. IOS dapat disimpulkan hubungan antara pengeluaran saat ini atau masa datang sebagai hasil keputusan investasi untuk dapat menghasilkan suatu nilai perusahaan. Meningkatnya nilai perusahaan dapat terjadi ketika keputusan investasi dilakukan secara tepat.

Penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh (Mursalim et al., 2015), (Amaliyah & Herwiyanti, 2020), (Rakhimsyah, 2011) dan (Wati et al., 2018) menunjukkan bahwa IOS berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan.

PENUTUP

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh free cash flow, return on asset dan investment opportunity cost terhadap kebijakan dividend dan nilai perusahaan. Berdasarkan hasil analisis dan pembahasan yang telah dilakukan, maka dapat diberikan kesimpulan sebagai berikut: (1) *Free Cash Flow* tidak berpengaruh terhadap Kebijakan Dividen pada Perusahaan sektor Properti dan Real Estate. (2) *Return On Asset* berpengaruh positif signifikan terhadap Kebijakan Dividen pada Perusahaan sektor Properti dan Real Estate. (3) *Investment Opportunity Cost* berpengaruh positif signifikan terhadap Kebijakan Dividen pada Perusahaan sektor Properti dan Real Estate. (4) Kebijakan Dividen berpengaruh positif signifikan terhadap Nilai Perusahaan pada Perusahaan sektor Properti dan Real Estate. (5) *Free Cash Flow* tidak berpengaruh terhadap Nilai Perusahaan pada Perusahaan sektor Properti dan Real Estate. (6) *Return On Asset* berpengaruh positif signifikan terhadap Nilai Perusahaan pada Perusahaan sektor Properti dan Real Estate. (7) *Investment Opportunity Cost* berpengaruh positif signifikan terhadap Nilai Perusahaan pada Perusahaan sektor Properti dan Real Estate.

Saran yang dapat diberikan sehubungan dengan hasil penelitian yang dilakukan adalah sebagai berikut : (1) Bagi perusahaan dapat menggunakan hasil penelitian ini terkait dalam kebijakan dividend yang akan diambil oleh perusahaan dan nilai perusahaan. Diharapkan hasil penelitian ini dapat memberikan masukan yang bermanfaat bagi perusahaan. (2) Bagi calon investor diharapkan agar mampu memilah sebelum menginvestasikan dananya agar dapat memberikan keuntungan maksimal. Hasil penelitian ini diharapkan memberikan bantuan edukasi tentang *free cash flow*, *return on asset* dan *investment opportunity cost* terhadap kebijakan dividend dan nilai perusahaan. (3) Bagi pihak akademis dan/atau penelitian selanjutnya diharapkan

dapat memahami mengenai kebijakan dividend dan nilai perusahaan dan dapat menjadi referensi untuk melakukan penelitian lebih lanjut mengenai *free cash flow*, *return on asset*, *investment opportunity cost*, kebijakan dividend dan nilai perusahaan.

DAFTAR RUJUKAN

- Amaliyah, F., & Herwiyanti, E. (2020). Pengaruh Keputusan Investasi, Ukuran Perusahaan, Keputusan Pendanaan dan Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan Sektor Pertambangan. *Jurnal Penelitian Ekonomi Dan Bisnis*, 5(1), 39–51. <https://doi.org/10.33633/jpeb.v5i1.2783>
- Andriyani, M. (2008). Analisis Pengaruh Cash Ratio, Debt to Equity Ratio, Insider Ownership, Investment Opportunity Set (IOS), dan Profitabilitas Terhadap Kebijakan Dividen. *Tesis, Universitas Diponegoro*.
- Atmaja, L. S. (2008). *Teori dan Praktik Manajemen Keuangan*. Yogyakarta: Andi. In Andi.
- Brigham, & Houston, E. (2018). *Dasar-dasar Manajemen Keuangan Terjemahan*. Edisi 10. Jakarta: Salemba Empat.
- Bursa Efek Indonesia. 2021. Laporan Keuangan Audit 2016-2020. www.idx.co.id.
- Embara. (2012). Variabel-variabel yang berpengaruh terhadap Kebijakan Dividen serta Harga saham pada perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia. (2012). *Matrik: Jurnal Manajemen, Strategi Bisnis Dan Kewirausahaan*.
- Ekonomi.bisnis.com. 2021. Kabar Baik, Hunian di Bawah Rp30 Miliar Bebas PPnBM. <https://ekonomi.bisnis.com/read/20190618/259/934957/kabar-baik-hunian-di-bawah-rp30-miliar-bebas-ppnbnm>. diakses 6 desember 2020, 19.23 WIB.
- Fama, E. F. (1998). Market efficiency, long-term returns, and behavioral finance Sinquefeld, Richard Thaler, Theo Vermaelen, Robert Vishny, Ivo Welch. *Journal of Financial Economics*, 49(3), 283–306. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(98\)00026-9](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(98)00026-9)
- Fidhayatin, S. K., & Uswati Dewi, N. H. (2012). Analisis Nilai Perusahaan, Kinerja Perusahaan dan Kesempatan Bertumbuh Perusahaan terhadap Return Saham pada Perusahaan Manufaktur yang listing di BEI. *The Indonesian Accounting Review*. <https://doi.org/10.14414/tiar.v2i02.96>
- Gaver, J. J., & Gaver, K. M. (1993). Additional evidence on the association between the investment opportunity set and corporate financing, dividend, and compensation policies. *Journal of Accounting and Economics*. [https://doi.org/10.1016/0165-4101\(93\)90007-3](https://doi.org/10.1016/0165-4101(93)90007-3)
- Ghozali, I., & Latan, H. (2015). *Konsep, Teknik Dan Aplikasi Menggunakan Program Smart PLS 3.0*. In Universitas Diponegoro. Semarang.
- Gordon, M. J. (1959). Dividends , Earnings , and Stock Prices. *The Review of Economics and Statistics*, 41(2), 99–105.
- Horne, J. C. Van, & Wachowicz, J. M. (2008). *Financial Management*. Jakarta: Salemba Empat.
- Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *Am. Econ. Rev.*, 76(2), 323–329. <https://doi.org/10.2139/ssrn.99580>
- Karauan, P. (2017). Pengaruh Kinerja Keuangan Terhadap Kebijakan Dividen Pada Bank Bumh Yang Go Public Di Bursa Efek Indonesia Tahun 2011-2015. *Jurnal Riset Ekonomi, Manajemen, Bisnis Dan Akuntansi*, 5(2), 935–944. <https://doi.org/10.35794/emba.v5i2.16016>
- Kasmir. (2014). *Analisis Rasio Keuangan*. Depok: PT Rajagindo Persada.
- Miller, & Modigliani. (2017). Pengaruh Kebijakan Dividen Dan Keputusan Investasi Terhadap Nilai Perusahaan Serta Dampaknya Terhadap Profitabilitas. *Jurnal Administrasi Bisnis*.
- Mursalim, M., . N. A., & . A. S. (2015). Financial Decision, Innovation, Profitability and Company Value: Study on Manufacturing Company Listed in Indonesian Stock Exchange. *Information Management and Business Review*. <https://doi.org/10.22610/imbr.v7i2.1141>
- Myers, S. C. (1977). Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics*, 5(2), 147–175. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(77\)90015-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(77)90015-0)
- Nocedal, J., & Wright, S. (2006). Numerical optimization, series in operations research and financial engineering. In *Springer*.
- Provalindo.com, 2021. Industri Properti Ditengah Pandemi Covid-19. <https://www.provalindonesia.com/insight/industri-properti-ditengah-pandemic-covid-19/>, diakses 5 november 2021 20:54WIB.
- Rahayu, F. D. (2014). Pengaruh Ukuran Perusahaan, Leverage, Profitabilitas, Kebijakan Dividen Dan Cash Holding Terhadap Nilai Perusahaan Pada Sektor Manufaktur. *Jurnal Ilmu Manajemen (JIM)*.
- Rakhimsyah, L. A. (2011). Pengaruh Keputusan Investasi, Kebijakan Dividen dan Tingkat Suku Bunga Terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Investasi*.
- Republika.co.id. 2021. Kontribusi Sektor Properti terhadap PDB Perlu Ditingkatkan. <https://republika.co.id/berita/qabvv5380/kontribusi-sektor-properti-terhadap-pdb-perlu-ditingkatkan>. diakses 5 november 2021 20:54WIB.
- Robert Ang. (2003). *Buku Pintar Pasar Modal Indonesia (The Intelligent Guide to Indonesian Capital Market)*.

In Edisi Ketiga.

- Sari, N. L. P. P., & Budiarta, I. K. (2016). Pengaruh Investment Opportunity Set (IOS) pada Dividen Tunai dengan Umur Perusahaan sebagai Variabel Pemoderasi. *E-Jurnal Ekonomi Dan Bisnis Universitas Udayana*, 5, 1335–1358.
- Sartono, A. (2014). *Manajemen Keuangan Teori dan Aplikasi*. Edisi 4. Yogyakarta: BPFE. In Revolusi Industri 4.0: Desain Perkembangan Transaksi dan Sistem Akuntansi Keuangan.
- Sitanggang, A. K. H., & Ariyanto, D. (2015). Determinan Audit Delay dan Pengaruhnya pada Harga Saham. *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana*.
- Suharli, M. (2019). Studi Empiris Mengenai Pengaruh Profitabilitas, Leverage dan Harga Saham terhadap Jumlah Dividen Tunai. *Jurnal Manajemen, Akuntansi Dan Sistem Informasi*.
- Syamsuddin, L. (2011). *Perusahaan Manajemen Keuangan: Konsep Aplikasi dalam Perencanaan, Monitoring dan Pengambilan Keputusan*. Edisi Baru. Jakarta: PT. Raja Grafindo Persada.
- Wahyudi, U., & Pawestri, H. P. (2006). Implikasi Struktur Kepemilikan Terhadap Nilai Perusahaan: Dengan Keputusan Keuangan Sebagai Variabel Intervening. *Simposium Nasional Akuntansi 9 Padang*, 53, 160. <https://doi.org/10.1017/CBO9781107415324.004>
- Wang, G. Y. (2010). The Impacts of Free Cash Flows and Agency Costs on Firm Performance. *Journal of Service Science and Management*. <https://doi.org/10.4236/jssm.2010.34047>
- Wati, T. K., Sriyanto, S., & Khaerunnisa, E. (2018). Pengaruh Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Kebijakan Hutang Sebagai Variabel Intervening Pada Perusahaan Sub Sektor Industri Barang Konsumsi Periode 2011-2016. *Sains: Jurnal Manajemen Dan Bisnis*, 11(1), 49–74. <https://doi.org/10.35448/jmb.v11i1.4319>.