

FAKTOR YANG MEMPENGARUHI RETURN SAHAM DENGAN MODERATOR KEBIJAKAN DIVIDEN PADA PERUSAHAAN MANUFAKTUR

Nathalia Andriani* dan Rini Tri Hastuti

Fakultas Ekonomi Universitas Tarumanagara Jakarta

*Email: nathalia.125170166@stu.untar.ac.id

Abstract:

This research aims to see how the influence of firm size, leverage, and investment opportunity settings on stock returns with dividend policy as a moderating variable in manufacturing companies listed on the Indonesia Stock Exchange during 2017-2019. The sample was selected by purposive sampling method and the valid data were 52 companies. The data processing technique uses multiple regression analysis assisted by the EViews 10 and Microsoft Excel 2010 programs. The results of this study indicate that the influence and investment opportunities have a significant effect on stock returns, and dividend policy is able to moderate the effect of established investment opportunities on stock returns. The implication of this research is the need for investors to pay attention to the level of debt that the company uses in financing the company's operating activities, as well as the size of the set of investment opportunity set the company has which can affect the stock returns that investors will receive.

Keywords: *Firm Size, Leverage, Investment Opportunity Set, Stock Return, Dividend Policy*

Abstrak:

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui bagaimana pengaruh ukuran perusahaan, *leverage*, dan *investment opportunity set* terhadap *return* saham dengan kebijakan dividen sebagai variabel moderasi pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama tahun 2017-2019. Sampel dipilih dengan metode purposive sampling dan data yang valid adalah 52 perusahaan. Teknik pengolahan data menggunakan analisis regresi berganda yang dibantu oleh program EViews 10 dan Microsoft Excel 2010. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa *leverage* dan *investment opportunity set* mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *return* saham, dan kebijakan dividen mampu memoderasi pengaruh *investment opportunity set* terhadap *return* saham. Implikasi dari penelitian ini adalah perlunya perhatian investor akan tingkat utang yang digunakan perusahaan dalam membiayai aktivitas operasi perusahaan, serta besarnya set kesempatan investasi yang dimiliki perusahaan yang dapat mempengaruhi *return* saham yang akan diterima investor.

Kata kunci: Ukuran Perusahaan, Leverage, Set Kesempatan Investasi, Return Saham, Kebijakan Dividen

Pendahuluan

Secara umum, setiap manusia selalu berusaha untuk mencapai kondisi yang lebih baik dalam kehidupannya, baik secara individu maupun berkelompok. Sama halnya ketika hal ini dikaitkan pada dunia bisnis, kondisi yang lebih baik akan dicapai apabila perusahaan mampu mengalami perkembangan dengan pesat. Namun, perkembangan perusahaan yang pesat memerlukan pendanaan perusahaan dalam jumlah yang relatif besar. Untuk memenuhi kebutuhan akan dana tersebut, perusahaan yang sudah *go public* dapat memperoleh dana dengan menjual saham kepada investor atau calon investor di pasar modal. Pasar modal dapat diartikan secara luas sebagai tempat bertemunya dua pihak, yaitu investor dan emiten. Investor berperan sebagai pihak yang memiliki dana. Sementara itu, emiten merupakan pihak yang membutuhkan dana dan mengeluarkan surat berharga untuk diperjualbelikan. Bagi perusahaan, dana yang diperoleh dari pasar modal dapat digunakan untuk mengembangkan usaha, melakukan ekspansi, penambahan modal kerja, dan lain-lain. Bagi investor, pasar modal merupakan sarana untuk menanamkan modal agar dapat memperoleh keuntungan dari yang diinvestasikan yang disebut dengan *return* saham.

Menurut Adiwibowo (2008), *return* adalah tingkat keuntungan yang dinikmati oleh pemodal atas suatu investasi yang dilakukannya. *Return* dapat diperoleh dalam dua bentuk, yaitu dividen dan *capital gain*. Dividen merupakan bagian dari laba bersih perusahaan yang dibagikan kepada pemegang saham sesuai dengan proporsi kepemilikannya, sedangkan *capital gain* adalah kenaikan harga jual saham atas harga belinya. Investor akan memilih saham perusahaan yang dapat memberikan *return* tinggi. *Return* saham yang tinggi sering kali dipilih sebagai tolak ukur oleh investor dalam menentukan keputusannya untuk berinvestasi. Namun, terdapat banyak faktor yang mempengaruhi tinggi rendahnya *return* saham suatu perusahaan. Menurut Adiwibowo (2018), beberapa faktor diantaranya adalah ukuran perusahaan (Mathijs A. Van Dijk, 2011), *leverage* (Roberta Adamia, Orla Goughb, Gulnur Muradogluc dan Sheeja Sivaprasad, 2010), dan kebijakan dividen (Zuriawati Zakaria, Jorah Muhammad dan Abdul Hadi Zulkifli, 2012). Faktor lain yang mempengaruhi tinggi rendahnya *return* saham yaitu *investment opportunity set*, seperti yang dinyatakan oleh Mufidah dan Sucipto (2020) bahwa semakin besar *investment opportunity set* maka semakin besar pula peluang perusahaan untuk tumbuh dan semakin besar pula ekspektasi *return* yang tinggi.

Ukuran perusahaan akan mempengaruhi *return* saham yang diberikan oleh perusahaan kepada pemegang sahamnya. Mayuni dan Suarjaya (2018) menyatakan bahwa investor akan lebih meyakini perusahaan yang berukuran besar untuk menanamkan kelebihan dananya, karena perusahaan yang berukuran besar membuat investor lebih yakin akan tingkat kelangsungan usahanya karena lebih terjamin dan sangat kecil kemungkinan akan terjadi kebangkrutan dibandingkan jika menanamkan modalnya pada perusahaan kecil. Menurut Adiwibowo (2018), apabila ukuran perusahaan besar, maka semakin besar pula pendapatan yang dihasilkan dan laba perusahaan akan semakin besar dan tentu akan

memberikan *return* yang cukup besar bagi pemegang saham. Selain itu, Farlian, Handayani, dan Ardian (2019) juga menyatakan bahwa perusahaan yang termasuk dalam perusahaan skala besar dapat memberikan *return* yang lebih tinggi bagi investor karena memiliki kemampuannya yang lebih baik dalam pendanaan dan pemilihan sektor investasi jika dibandingkan dengan perusahaan yang berskala kecil.

Selain ukuran perusahaan, *leverage* juga perlu diperhatikan dalam penerimaan *return* saham. *Leverage* merupakan salah satu cara untuk mengukur atau menganalisis sejauh mana perusahaan dibiayai oleh utang. Perusahaan yang memiliki *leverage* yang tinggi akan berdampak timbulnya risiko kerugian yang besar, tetapi kesempatan mendapatkan laba juga besar. Sebaliknya, perusahaan yang memiliki *leverage* yang rendah tentu mempunyai risiko kerugian lebih kecil, terutama pada saat perekonomian menurun. Jika perusahaan tersebut memiliki *leverage* yang cukup tinggi tentunya investor akan mengharapkan *return* yang besar karena perusahaan itu dinilai memiliki risiko yang cukup tinggi. Risiko tersebut berupa ketidakpastian yang berhubungan dengan kemampuan perusahaan membayar kewajiban tetapnya. Adiwibowo (2018) berpendapat bahwa *leverage* yang semakin besar mengindikasikan bahwa tingkat ketidakpastian (*uncertainty*) dari *return* yang akan diperoleh akan semakin tinggi, tetapi pada saat yang sama hal tersebut juga akan memperbesar jumlah *return* yang diperoleh.

Faktor lain yang dapat mempengaruhi *return* saham adalah *investment opportunity set*. Fokus penilaian kinerja perusahaan tidak hanya pada laporan keuangan, banyak yang memandang bahwa nilai suatu perusahaan juga tercemin dari nilai investasi yang akan dikeluarkan di masa yang akan datang. Pertumbuhan yang selalu meningkat serta bertambahnya nilai aset perusahaan diharapkan tercapai sesuai dengan ekspektasi atau peramalan perusahaan. Pertumbuhan perusahaan akan menciptakan banyak pilihan investasi (*investment option*) yang dapat dilakukan perusahaan di masa akan datang. Pilihan investasi ini kemudian dikenal dengan istilah *Investment opportunity set* (IOS). Perusahaan dengan peluang investasi yang tinggi di masa mendatang dinilai lebih menguntungkan dan menghasilkan *return* yang lebih besar.

Kebijakan dividen menarik digunakan sebagai variabel moderasi antara ukuran perusahaan, *leverage*, dan *investment opportunity set* terhadap *return* saham dalam penelitian ini, karena kebijakan dividen berhubungan dengan penggunaan laba yang menjadi hak para pemegang saham. Pada dasarnya, laba tersebut bisa dibagi sebagai dividen atau ditahan untuk diinvestasikan kembali dalam perusahaan. Apabila perusahaan memilih untuk membagikan laba sebagai dividen, maka akan mengurangi laba yang ditahan dan selanjutnya mengurangi total sumber dana internal. Jika perusahaan memilih untuk menahan laba yang diperoleh, maka kemampuan pembentukan dana internal akan makin besar. Keputusan untuk membagikan laba atau menahan laba harus mempertimbangkan tujuan perusahaan yaitu memaksimalkan kemakmuran para pemegang saham dan meningkatkan nilai perusahaan. Kebijakan dividen berkaitan erat dengan *return* saham karena dividen merupakan salah satu bentuk *return* yang akan diterima oleh investor.

Kajian Teori

Agency Theory. Jensen dan Meckling (1976) menjelaskan hubungan keagenan merupakan kontrak di mana satu atau lebih orang (prinsipal) melibatkan orang lain (agen)

untuk melakukan beberapa pekerjaan bagi kepentingan prinsipal, dengan mendelegasikan beberapa otoritas pengambilan keputusan kepada agen. Prinsipal dapat dikatakan sebagai pihak pemegang saham yang memiliki modal dan mengadakan kontrak dengan tujuan untuk memaksimalkan kesejahteraan dirinya. Agen merupakan pihak manajemen yang diberi wewenang dan otoritas dalam pengambilan keputusan yang terbaik bagi prinsipal. Masalah keagenan muncul karena adanya kesempatan bagi manajemen untuk memaksimalkan kesejahteraannya sendiri, bukan kesejahteraan pemegang saham. Manajemen memiliki kesempatan untuk bertindak berdasarkan kepentingan pribadinya yang berlawanan dengan kepentingan perusahaan. Manajemen cenderung memiliki dorongan untuk memilih dan menggunakan metode akuntansi yang dapat memberi kesan bahwa kinerjanya baik untuk tujuan mendapatkan bonus dari prinsipal.

Signalling Theory. *Signalling Theory* adalah teori yang menyatakan, bagaimana seharusnya perusahaan memberikan sinyal berupa informasi kepada pengguna laporan keuangan mengenai apa yang telah dilakukan oleh manajemen untuk merealisasikan keinginan pemilik (Shafira dan Retnani, 2017). laporan keuangan dan laporan tahunan yang diterbitkan oleh perusahaan merupakan suatu sinyal yang diberikan oleh pihak internal perusahaan, yang sangat penting untuk diperhatikan oleh pihak eksternal perusahaan. Pihak eksternal tersebut meliputi investor dan para pelaku bisnis. Sinyal ini penting karena laporan keuangan dan laporan tahunan merupakan informasi yang menyajikan keterangan, catatan, maupun gambaran mengenai kondisi masa lalu, saat ini, maupun masa depan perusahaan. Informasi ini akan membantu investor dalam menganalisis serta mengambil keputusan yang tepat dalam berinvestasi, terlebih jika informasi yang disajikan lengkap, relevan, akurat, dan tepat waktu.

Return Saham. *Return* adalah tingkat keuntungan yang dinikmati oleh pemodal atas suatu investasi yang dilakukannya (Adiwibowo, 2018). *Return* saham merupakan keuntungan yang didapatkan oleh investor dari investasi saham yang dilakukannya, dan dapat berupa *yield* maupun *capital gain*. *Return* saham juga merupakan tujuan investor menanamkan modalnya dalam perusahaan, karena tanpa adanya *return*, investasi yang dilakukan investor menjadi tidak ada hasilnya.

Ukuran Perusahaan. Menurut Adiwibowo (2018), ukuran perusahaan adalah suatu skala atau nilai dimana perusahaan dapat diklasifikasikan besar kecilnya berdasarkan total aset, *log size*, nilai saham, dan lain sebagainya. Ukuran perusahaan merupakan suatu skala yang menggambarkan besar kecilnya suatu perusahaan, yang dapat dinilai berdasarkan aset, ekuitas, pendapatan, atau nilai saham perusahaan.

Leverage. Pengertian *leverage* menurut Mariani, Yudiaatmaja, dan Yulianthini (2016) yaitu rasio yang digunakan untuk mengukur sejauh mana aktiva perusahaan dibiayai oleh utang. Menurut Wiagustini (2010 dalam Putra dan Dana, 2016), rasio *leverage* merupakan kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajibannya baik dalam jangka pendek maupun jangka panjang, atau mengukur sejauh mana perusahaan dibiayai dengan hutang. *Leverage* adalah rasio yang digunakan untuk mengukur sejauh mana perusahaan dibiayai dengan hutang, dan bagaimana kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajibannya.

Investment Opportunity Set (IOS). *Investment opportunity set* adalah cara pandang manajemen perusahaan terhadap kondisi keuangan dan juga prospek pertumbuhan perusahaan di masa mendatang yang akan mempengaruhi kebijakannya dalam menentukan kesempatan investasi yang diperoleh perusahaan (Masruroh, Wijaya, dan Widiastara, 2019). Menurut Rosmaryam dan Zainuddin (2014), *investment opportunity set* merupakan hasil dari pilihan-pilihan untuk membuat investasi di masa mendatang. Dapat disimpulkan bahwa *investment opportunity set* adalah kesempatan investasi di masa mendatang yang dimiliki oleh manajemen perusahaan yang dinilai berdasarkan aktiva dan kondisi keuangan perusahaan saat ini.

Kebijakan Dividen. Kebijakan dividen adalah kebijakan yang dilakukan oleh perusahaan untuk membagikan dividen kepada pemegang saham atau akan ditahan dalam bentuk laba ditahan (Ginting, 2017). Kebijakan dividen adalah kebijakan perusahaan dalam menentukan berapa banyak pendapatan perusahaan yang akan dibagikan kepada para pemegang saham dalam bentuk dividen dan berapa banyak yang akan ditahan untuk pembiayaan perusahaan dalam bentuk laba ditahan.

Kaitan Antar Variabel

Ukuran Perusahaan dengan Return Saham. Menurut Farlian dkk. (2019), semakin besar suatu perusahaan maka semakin tinggi tingkat kepercayaan yang diberikan investor dalam menanamkan investasinya kepada perusahaan tersebut. Tingkat kepercayaan inilah yang membuat minat investor terhadap permintaan saham meningkat sehingga harga saham juga meningkat. Besarnya total aset yang dimiliki perusahaan membuat perusahaan bisa mendapatkan pinjaman dengan menggunakan asetnya sebagai jaminan. Jumlah total aset yang besar juga dapat mempermudah pengelolaan perusahaan dan memiliki lebih banyak kebebasan menjalankan bisnis. Manfaat lain dari pendapatan yang didapatkan perusahaan yaitu dapat memberikan dividen yang lebih tinggi bagi investor. Dividen yang tinggi bagi investor merupakan hasil terbaik atas ekspektasi investor untuk mendapatkan keuntungan yang maksimal dari investasinya. Hal ini akan berbanding terbalik untuk perusahaan yang memiliki total aset yang sedikit. Hasil penelitian Farlian dkk. (2019) menunjukkan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh terhadap *return* saham. Namun, hasil penelitian Adiwibowo (2018) menemukan bahwa ukuran perusahaan tidak berpengaruh secara signifikan terhadap *return* saham.

Leverage dengan Return Saham. Menurut Adiwibowo (2018), semakin tinggi *leverage*, maka akan semakin tinggi risiko yang dihadapi investor, karena investor akan berasumsi bahwa apabila terjadi kebangkrutan, maka sebagian besar aset perusahaan akan digunakan untuk melunasi *leverage*. Tingkat *leverage* yang tinggi mencerminkan tingkat ketidakpastian yang tinggi, sehingga akan semakin tinggi pula risiko yang dimiliki pemegang saham. Namun disaat yang bersamaan hal ini juga memperbesar jumlah *return* yang diperoleh pemegang saham. Hasil penelitian Adiwibowo (2018) menemukan bahwa *leverage* yang diwakili oleh *Debt to Equity Ratio* (DER) memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap *return* saham. Sebaliknya, hasil penelitian Handayati dan Zulyanti

(2018) serta Setiyono dan Amanah (2016) mengungkapkan bahwa DER secara signifikan berpengaruh positif terhadap *return* saham.

Investment Opportunity Set dengan Return Saham. Menurut Rosmaryam dan Zainuddin (2014), set kesempatan investasi menunjukkan kemampuan perusahaan memperoleh keuntungan dari prospek pertumbuhan. Prospek pertumbuhan merupakan suatu harapan yang diinginkan oleh pihak manajemen, investor, serta kreditur. Dapat disimpulkan bahwa *investment opportunity set* yang besar mencerminkan peluang dan prospek pertumbuhan perusahaan di masa mendatang. Prospek pertumbuhan ini akan menguntungkan perusahaan karena investor lebih percaya untuk menanamkan modalnya pada perusahaan yang memiliki prospek pertumbuhan, sehingga investasi yang ditanamkan semakin banyak dan diharapkan memberikan *return* yang tinggi. Hasil penelitian Mufidah dan Sucipto (2020) menunjukkan bahwa *Investment opportunity set* (IOS) secara signifikan berpengaruh positif terhadap *return* saham. Sementara hasil penelitian Parameswari dan Suprihhadi (2017) menunjukkan bahwa IOS tidak berpengaruh terhadap *return* saham.

Ukuran Perusahaan dengan Return Saham dengan Kebijakan Dividen sebagai variabel moderasi. Menurut Adiwibowo (2018), apabila ukuran perusahaan besar dan dividen yang dibagikan kepada pemegang saham besar, maka *return* saham juga akan besar. Namun sebaliknya, apabila ukuran perusahaan besar dan dividen yang dibagikan kepada pemegang saham kecil, maka *return* saham akan kecil. Dapat disimpulkan bahwa pengaruh ukuran perusahaan terhadap *return* saham dapat dikuatkan atau dilemahkan dengan kebijakan dividen sebagai variabel moderasi. Hasil penelitian Adiwibowo (2018) menemukan bahwa kebijakan dividen tidak mampu memoderasi hubungan antara ukuran perusahaan terhadap *return* saham. Namun, hasil penelitian Ginting (2017) menunjukkan bahwa kebijakan dividen mampu memoderasi hubungan ukuran perusahaan terhadap *return* saham.

Leverage dengan Return Saham dengan Kebijakan Dividen sebagai variabel moderasi. Menurut Adiwibowo (2018), apabila *leverage* tinggi dan dividen yang dibagikan kepada investor besar, maka *return* saham akan tinggi. Namun, apabila *leverage* tinggi tetapi dividen yang dibagikan kepada investor rendah, maka *return* saham akan kecil. Dapat disimpulkan bahwa kebijakan dividen sebagai variabel moderasi juga mempunyai peran memperkuat atau memperlemah pengaruh *leverage* terhadap *return* saham. Hasil penelitian Adiwibowo (2018) menemukan bahwa kebijakan dividen tidak mampu memoderasi hubungan antara *leverage* terhadap *return* saham. Sedangkan hasil penelitian Mufidah dan Sucipto (2020) menunjukkan bahwa variabel kebijakan dividen memperlemah pengaruh *leverage* terhadap *return* saham.

Investment Opportunity Set dengan Return Saham dengan Kebijakan Dividen sebagai variabel moderasi. Menurut Masrurroh dkk. (2019), peluang investasi yang diperoleh perusahaan tidak selamanya akan diambil dan dimanfaatkan oleh perusahaan. Hal ini terjadi karena para pemegang saham lebih menyukai laba bersih perusahaan dibagikan sebagai dividen daripada menahannya sebagai laba ditahan yang digunakan untuk keperluan investasi karena tujuan perusahaan yang utama adalah memaksimalkan nilai pemegang saham. Dapat disimpulkan bahwa pengaruh *investment opportunity set* terhadap *return* saham dapat dikuatkan atau dilemahkan dengan kebijakan dividen sebagai variabel

moderasi. Namun, hasil penelitian Mufidah dan Sucipto (2020) menyatakan kebijakan dividen tidak mampu memoderasi pengaruh IOS terhadap *return* saham.

Pengembangan Hipotesis

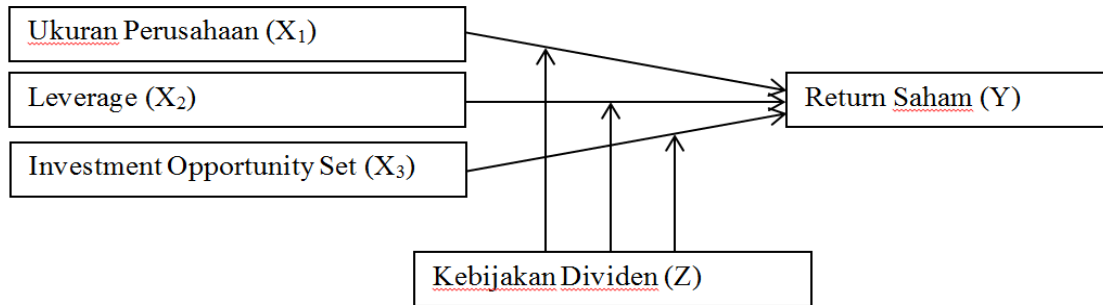
Berdasarkan penelitian, ukuran perusahaan berpengaruh terhadap *return* saham (Farlian dkk., 2019). Tetapi penelitian Adiwibowo (2018) menemukan bahwa ukuran perusahaan tidak berpengaruh secara signifikan terhadap *return* saham. H1: Ukuran perusahaan berpengaruh terhadap *return* saham.

Hasil penelitian Adiwibowo (2018) menemukan bahwa *leverage* yang diwakili oleh *Debt to Equity Ratio* (DER) memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap *return* saham. Sebaliknya, hasil penelitian Handayati dan Zulyanti (2018) serta Setiyono dan Amanah (2016) mengungkapkan bahwa DER secara signifikan berpengaruh positif terhadap *return* saham. H2: *Leverage* berpengaruh terhadap *return* saham.

Hasil penelitian Mufidah dan Sucipto (2020) menunjukkan bahwa *Investment opportunity set* (IOS) secara signifikan berpengaruh positif terhadap *return* saham. Sementara hasil penelitian Parameswari dan Suprihhadi (2017) menunjukkan bahwa IOS tidak berpengaruh terhadap *return* saham. H3: *Investment opportunity set* (IOS) berpengaruh terhadap *return* saham.

Hasil penelitian Adiwibowo (2018) menemukan bahwa kebijakan dividen tidak mampu memoderasi hubungan antara ukuran perusahaan terhadap *return* saham. Sedangkan hasil penelitian Ginting (2017) menunjukkan bahwa kebijakan dividen mampu memoderasi hubungan ukuran perusahaan terhadap *return* saham. H4: Kebijakan dividen memoderasi pengaruh ukuran perusahaan terhadap *return* saham. Hasil penelitian Adiwibowo (2018) menemukan bahwa kebijakan dividen tidak mampu memoderasi hubungan antara *leverage* terhadap *return* saham. Selain itu, hasil penelitian Mufidah dan Sucipto (2020) menunjukkan bahwa variabel kebijakan dividen memperlemah pengaruh *leverage* terhadap *return* saham. H5: Kebijakan dividen memoderasi pengaruh *leverage* terhadap *return* saham. Menurut Masruroh dkk. (2019), peluang investasi yang diperoleh perusahaan tidak selamanya akan diambil dan dimanfaatkan oleh perusahaan karena para pemegang saham lebih menyukai laba bersih perusahaan dibagikan sebagai dividen daripada menahannya sebagai laba ditahan yang digunakan untuk keperluan investasi karena tujuan perusahaan yang utama adalah memaksimalkan nilai pemegang saham. Pengaruh *investment opportunity set* terhadap *return* saham dapat dikuatkan atau dilemahkan dengan kebijakan dividen sebagai variabel moderasi. Berbeda dengan hasil penelitian Mufidah dan Sucipto (2020) menyatakan kebijakan dividen tidak mampu memoderasi pengaruh IOS terhadap *return* saham. H6: Kebijakan dividen memoderasi pengaruh *Investment opportunity set* (IOS) terhadap *return* saham.

Kerangka pemikiran dalam penelitian ini seperti digambarkan dibawah ini



Gambar 1.
Kerangka Pemikiran

Metodologi

Metodologi penelitian ini adalah penelitian kuantitatif dengan data sekunder diperoleh dari Bursa Efek Indonesia (BEI). Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI pada periode 2017-2019 dengan jumlah 182 perusahaan. Metode yang digunakan dalam pemilihan sampel adalah *purposive sampling* dengan kriteria 1) telah terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada tahun 2017-2019 secara berturut-turut, 2) tidak dalam status *delisting* pada periode penelitian, 3) menggunakan mata uang Rupiah dalam laporan keuangan perusahaannya, 4) menggunakan tahun buku 31 Desember dalam laporannya, 5) tidak mengalami rugi, dan 6) membagikan dividen pada tahun 2017-2019 secara berturut-turut. Jumlah seluruhnya sampel yang valid adalah 52 perusahaan.

Variabel Operasional dan pengukuran yang digunakan adalah :

Tabel 1. Variabel Operasional Dan Pengukuran

No	Variabel	Sumber	Ukuran	Skala
1.	<i>Return Saham (Y)</i>	Mayuni dan Suarjaya (2018)	$\text{Return Saham} = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}}$	Rasio
2.	Ukuran Perusahaan (X ₁)	Farlian dkk. (2019)	$\text{Ukuran Perusahaan} = \ln \text{Total Aset}$	Rasio
3.	<i>Leverage (X₂)</i>	Setiyono dan Amanah (2016)	$\text{DER} = \frac{\text{Total Liabilitas}}{\text{Total Ekuitas}}$	Rasio
4.	<i>Investment Opportunity Set (X₃)</i>	Mufidah dan Sucipto (2020)	$\text{MVABVA} = \frac{\text{Total Asset} - \text{Total Equity} + (\text{Outstanding Stock Sheet} \times \text{Stock Price Closing})}{\text{Total Asset}}$	Rasio

5.	Kebijakan Dividen (Z)	Mufidah dan Sucipto (2020)	$DPR = \frac{Dividend}{Earning\ After\ Tax}$	Rasio
----	-----------------------	----------------------------	--	-------

Hasil Uji Statistik dan Kesimpulan

Hasil uji pengaruh (uji t) dapat dilihat pada tabel dibawah ini

Tabel 2. Hasil Uji Analisis Regresi Berganda

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-15.05876	17.08101	-0.881608	0.3801
X1	0.464415	0.590571	0.786382	0.4335
X2	1.347707	0.418289	3.221956	0.0017
X3	0.310900	0.084640	3.673197	0.0004
X1Z	0.004590	0.007602	0.603743	0.5474
X2Z	0.025313	0.305107	0.082965	0.9340
X3Z	-0.194399	0.091328	-2.128591	0.0358

Effects Specification			
Cross-section fixed (dummy variables)			
R-squared	0.512896	Mean dependent var	0.086577
Adjusted R-squared	0.229581	S.D. dependent var	0.578044
S.E. of regression	0.507369	Akaike info criterion	1.759546
Sum squared resid	25.22753	Schwarz criterion	2.893467
Log likelihood	-79.24462	Hannan-Quinn criter.	2.220096
F-statistic	1.810335	Durbin-Watson stat	2.620169
Prob(F-statistic)	0.004930		

Berdasarkan hasil pengujian pada tabel di atas, maka diperoleh persamaan regresi moderasi yang digunakan untuk penelitian ini, yaitu sebagai berikut:

$$Y = -15,05876 + 0,464415X_1 + 1,347707X_2 + 0,310900X_3 + 0,004590X_1*Z + 0,025313X_2*Z - 0,194399X_3*Z + e$$

Berdasarkan hasil regresi, ukuran perusahaan tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *return* saham, dan kebijakan dividen juga tidak mampu memoderasi pengaruh ukuran perusahaan terhadap *return* saham. Hasil lain menunjukkan *leverage* mempunyai pengaruh positif ($\beta = 1,347707$) dan signifikan (Prob. = 0,0017) terhadap *return* saham, hal ini menunjukkan bahwa semakin tinggi penggunaan *financial leverage*

maka utang perusahaan juga tinggi, utang yang tinggi menunjukkan resiko yang tinggi, namun resiko yang tinggi berbanding lurus dengan *return* yang tinggi. Tetapi kebijakan dividen juga tidak mampu memoderasi pengaruh *leverage* terhadap *return* saham.

Hasil pengujian juga menunjukkan bahwa *investment opportunity set* mempunyai pengaruh positif ($\beta = 0,310900$) dan signifikan (Prob. = 0,0004) terhadap *return* saham. Artinya semakin tinggi aset pasar perusahaan terhadap nilai buku aset yang digunakan dalam bisnis, maka semakin besar kemungkinan perusahaan akan berkembang, sehingga harga saham akan naik, dan akhirnya *return* saham yang diperoleh pemegang saham akan meningkat. Namun jika dimoderasi oleh kebijakan dividen, menunjukkan bahwa hal tersebut secara signifikan (Prob. = 0.0358) melemahkan ($\beta = -0,194399$) *return* saham. Artinya para pemegang saham lebih menyukai laba bersih perusahaan dibagikan sebagai dividen daripada menahannya sebagai laba ditahan yang digunakan untuk keperluan investasi karena tujuan perusahaan yang utama adalah memaksimalkan nilai pemegang saham.

Uji koefisien determinasi (R^2) juga dilakukan dalam penelitian ini. Nilai *Adjusted R-Square* sebesar 0,229581 berarti ukuran perusahaan, *leverage*, *investment opportunity set*, variabel interaksi ukuran perusahaan dengan kebijakan dividen, variabel interaksi *leverage* dengan kebijakan dividen, dan variabel interaksi *investment opportunity set* dengan kebijakan dividen dalam model regresi berganda dapat menjelaskan *return* saham sebesar 22,9581% dan sisanya sebesar 77,0419% dijelaskan oleh variabel lain di luar model yang tidak diteliti.

Diskusi

Berdasarkan hasil penelitian ini, *leverage* dan *investment opportunity set* mempunyai pengaruh positif dan signifikan terhadap *return* saham. Hal ini menunjukkan bahwa semakin tinggi aktivitas operasi perusahaan yang menggunakan sumber dana dari luar perusahaan, semakin tinggi pula ketidakpastian dan resiko yang dimiliki oleh pemegang saham, sehingga *return* yang diperoleh semakin tinggi. *Investment opportunity set* mencerminkan prospek pertumbuhan yang dimiliki perusahaan dimasa mendatang yang dinilai berdasarkan kondisi keuangan perusahaan saat ini. Semakin tinggi prospek pertumbuhan perusahaan, maka semakin besar kemungkinan perusahaan akan berkembang, sehingga harga saham akan naik, dan akhirnya *return* saham yang diperoleh pemegang saham akan meningkat. Namun penelitian menunjukkan kebijakan dividen memperlemah pengaruh *investment opportunity set* terhadap *return* saham. Para pemegang saham lebih menyukai laba bersih perusahaan dibagikan sebagai dividen daripada menahannya sebagai laba ditahan yang digunakan untuk keperluan investasi. Oleh karena itu, investor sebaiknya tidak melakukan investasi berdasarkan laporan keuangan saja tetapi juga harus melihat faktor lain seperti *leverage* dan *investment opportunity set* untuk mendapatkan *return* saham yang maksimal dari investasi yang dilakukannya.

Penutup

Keterbatasan dalam penelitian ini adalah pengambilan sampel yang relatif singkat, dan hanya terbatas pada perusahaan manufaktur. Untuk penelitian selanjutnya dimungkinkan

untuk menggunakan jangka waktu yang lebih lama dan dapat digabungkan dengan sektor lain diluar manufaktur agar dapat lebih menggeneralisasi keadaan seluruh perusahaan, khususnya perusahaan di Indonesia.

Daftar Rujukan/Pustaka

- Adiwibowo, Akhmad S. (2018). Pengaruh Manajemen Laba, Ukuran Perusahaan dan Leverage terhadap Return Saham dengan Kebijakan Dividen sebagai Variabel Moderasi. *Jurnal Ilmiah Akuntansi Universitas Pamulang*, 6(2), 203-222.
- Farlian, T., Handayani, M., & Ardian (2019). Firm Size, Market Risk, and Stock Return: Evidence from Indonesian Blue Chip Companies. *Jurnal Dinamika Akuntansi dan Bisnis*, 6(2), 171-182.
- Ginting, A. (2019). Analysis of Returns of Factors to Share Returns with Dividend Policy as a Variable of Moderation of Company Consumer Goods Registered in Indonesia Stock Exchange. *International Journal of Public Budgeting, Accounting and Finance*, 2(2), 1-9.
- Handayati, R., dan Zulyanti, N. R. (2018). Pengaruh Earning Per Share (EPS), Debt to Equity Ratio (DER), dan Return On Assets (ROA) terhadap Return Saham pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI. *Jurnal Penelitian Ilmu Manajemen*, 3(1), 615-620.
- Jensen, M.C., and W.H. Meckling. (1976). Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 305-360.
- Mariani, Ni Luh Lina dkk., (2016). Pengaruh Profitabilitas dan Leverage terhadap Return Saham. *e-Journal Bisma Universitas Pendidikan Ganesha Jurusan Manajemen*, 4.
- Masruroh, R.N., Wijaya, A.L., & Widiasmara, A. (2019). Pengaruh Corporate Governance, Free Cash Flow, dan Investment opportunity set terhadap Dividend Payout Ratio (Studi Pada Perusahaan Pertambangan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Pada Tahun 2012-2018). *Seminar Inovasi Manajemen, Bisnis, dan Akuntansi*, 1.
- Mayuni, Ida Ayu Ika dan Suarjaya, Gede (2018). Pengaruh ROA, Firm Size, EPS dan PER terhadap Return Saham pada Sektor Manufaktur di BEI. *E-Jurnal Manajemen Unud*, 7(8), 4063-4093.
- Mufidah, Nailul (2020). The Moderating Role of Dividend Policy on The Influence of Liquidity, Profitability, Leverage, and Investment opportunity set against Stock Return Registered In The Jakarta Islamic Index. *Media Ekonomi dan Manajemen*, 35(2), 188-205.
- Parameswari, S. Y., dan Suprihhadi, H. (2017). Pengaruh Kinerja Keuangan dan Investment opportunity set (IOS) terhadap Return Saham. *Jurnal Ilmu dan Riset Manajemen*, 6(2).
- Rosmaryam, R., & Zainuddin, Z. (2014). Investment opportunity set (IOS) dan Pengaruhnya terhadap Kualitas Laba (Studi Pada Perusahaan LQ-45 Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia). *Future: Jurnal Manajemen dan Akuntansi*, 4(1), 120-141.
- Setiyono, Erik & Amanah, Lailatul (2016). Pengaruh Kinerja Keuangan dan Ukuran Perusahaan terhadap Return Saham. *Jurnal Ilmu dan Riset Akuntansi*, 5(5).