

ANALISIS FAKTOR-FAKTOR YANG MEMENGARUHI STOCK RETURN DENGAN INVESTMENT OPPORTUNITY SET SEBAGAI INTERVENING

Fennisya Dewangga dan Herlin Tundjung

Fakultas Ekonomi Universitas Tarumanagara Jakarta

Email: fennisya.mb1@gmail.com

Abstract: *This research aims to analyze the effect of dividend policy, leverage, profitability, and firm value on stock returns and to analyze the effect of firm value toward stock return with Investment Opportunity Set as Intervening in manufacturing companies listed on Indonesia Stock Exchange in 2017-2019. Samples were taken based on purposive sampling method of 35 companies, so data amounted to 105. This research used secondary data, obtained from the website <https://idx.co.id/>. Data analysis technique used are descriptive statistics and Partial Least Square test processed by SmartPLS 3.3.2 program. The results of this research indicate that dividend policy and firm value have negative and significant effect on stock returns, profitability and Investment Opportunity Set have positive and significant effect on stock returns, leverage has no significant effect on stock returns, and Investment Opportunity Set mediates the effect of firm value on stock returns. The implication of this research is to analyze company's performance and prospects as a signal for making investment decisions and minimize investment risk.*

Keywords: *dividend policy, fundamental analysis, firm value, Investment Opportunity Set, stock return.*

Abstrak: Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh *dividend policy*, *leverage*, *profitabilitas*, dan *firm value* terhadap *stock return* dan untuk menganalisis pengaruh *firm value* terhadap *stock return* dengan *Investment Opportunity Set* sebagai *Intervening* pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2017-2019. Sampel diambil berdasarkan metode *purposive sampling* sebanyak 35 perusahaan, sehingga data penelitian berjumlah 105. Penelitian ini menggunakan data sekunder yang diperoleh melalui website <https://idx.co.id/>. Teknik analisis data yang digunakan adalah statistik deskriptif dan uji *Partial Least Square* yang diolah dengan program *SmartPLS 3.3.2*. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa *dividend policy* dan *firm value* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *stock return*, *profitabilitas* dan *Investment Opportunity Set* berpengaruh positif dan signifikan terhadap *stock return*, *leverage* tidak berpengaruh signifikan terhadap *stock return*, dan *firm value* berpengaruh secara signifikan terhadap *stock return* melalui *Investment Opportunity Set*. Implikasi dari penelitian ini adalah perlunya analisis kinerja dan prospek perusahaan sebagai sinyal sebelum mengambil keputusan investasi dan untuk mengurangi risiko investasi.

Kata kunci: *dividend policy, analisis fundamental, firm value, Investment Opportunity Set, stock return.*

PENDAHULUAN

Memasuki era ekonomi global yang semakin kuat, tuntutan perusahaan untuk dapat bersaing semakin besar terutama dalam segi pendanaan. Salah satu investasi yang paling sering dijumpai di pasar modal adalah saham. Saham juga memberikan daya tarik tersendiri kepada investor karena menjanjikan sejumlah imbal balik berupa pembagian laba (*dividend*) serta keuntungan (*capital gain*). Menurut Anisa (2019), *Capital gain* adalah selisih positif antara harga jual dan harga beli saham dan *dividen* adalah hasil keuntungan perusahaan yang dibagikan kepada pemegang saham. Tingkat *return* yang besar menunjukkan kinerja perusahaan yang baik. Semakin besar tingkat *return* perusahaan, maka investor akan semakin tertarik untuk melakukan investasi sehingga perusahaan dapat memperoleh dana yang lebih besar untuk kegiatan operasinya. Namun bila *stock return* terlalu tinggi dapat menyebabkan *stock return* sulit untuk meningkat lagi karena mengurangi kemampuan investor untuk berinvestasi pada saham tersebut (Fitasari, 2020).

Penelitian ini menjadikan perusahaan manufaktur sebagai subjek penelitian. Menurut Astarina, Dimiyati, dan Sari (2019), Perusahaan manufaktur menjadi sektor yang paling produktif karena menjadi kontributor tertinggi terhadap Produk Domestik Bruto (PDB), sehingga sektor industri manufaktur memiliki posisi yang dominan dalam perekonomian Indonesia. Lebih lanjut Astarina, Dimiyati, dan Sari (2019) menjelaskan bahwa perusahaan manufaktur menjadi sektor yang paling aktif dalam pembagian *dividen* dan menjadi sektor unggulan dalam pasar modal, sehingga sektor manufaktur masih menjadi sektor yang banyak diminati oleh investor.

Namun investasi saham tidak selalu memberikan imbal balik seperti yang diharapkan oleh investor sehingga investor harus siap untuk menghadapi risiko tersebut. Menurut Latifah (2020), saat ini investasi dihadapkan pada masalah dimana setiap orang yang melakukan investasi menginginkan keuntungan yang tinggi dengan risiko yang rendah. Dengan mengetahui kinerja dan prospek perusahaan diharapkan investor memperoleh informasi yang akan memberikan sinyal pada investor dalam keputusan investasi yang akan diambilnya.

Tabel 1. *Stock Return* PT Astra Otoparts Tbk Tahun 2014-2016

Tahun	<i>Stock Return</i>
2014	15,07%
2015	-61,9%
2016	28,13%

Sumber : idx.co.id, AUTO annual report 2014-2016

Tabel tersebut menunjukkan bahwa pada tahun 2015 terjadi penurunan pada *stock return* PT Astra Otoparts (AUTO) yang merupakan salah satu perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). Adapun hal yang menyebabkan terjadinya penurunan tersebut adalah menurunnya kinerja emiten akibat dari tekanan perlambatan ekonomi. Berdasarkan data di atas, penelitian ini bertujuan untuk menganalisis faktor-faktor yang memengaruhi *stock return* yaitu *dividend policy*, *leverag*, *profitabilitas*, *firm value*, dan *Investment Opportunity Set*. Dengan mengetahui kinerja dan prospek perusahaan diharapkan investor memperoleh informasi yang akan memberikan sinyal pada investor dalam keputusan investasi yang akan diambilnya.

KAJIAN TEORI

Agency Theory. Menurut Novalia dan Nindito (2016), teori sinyal merupakan suatu tindakan manajemen dalam suatu perusahaan yang memberikan petunjuk tentang penilaian prospek perusahaan sebagai petunjuk kepada investor. Sinyal atau isyarat tersebut berupa informasi yang diterima dan dilakukan oleh manajemen dalam merealisasikan kebutuhan pihak yang berkepentingan (Cynthia dan Salim, 2020). Berdasarkan teori sinyal, hasil analisis dapat memberikan sinyal positif (*good news*) ataupun sinyal negatif (*bad news*) bagi investor untuk menilai suatu perusahaan sebelum membuat keputusan investasi sehingga investor dapat memperoleh *stock return* yang maksimum dengan risiko yang rendah.

Stock Return. Mariani, Yudiattmaja, dan Yulianthini (2016), menjelaskan *stock return* sebagai tingkat pengembalian yang berasal dari saham atas investasi yang telah dilakukan oleh investor. Menurut Akbar, Hidayat, Sulasmayati (2017) *return* saham mempunyai 2 (dua) komponen yaitu *yield* dan *capital gain*.

Dividend Policy. *Dividend policy* menyangkut tentang penggunaan laba yang dihasilkan. Apakah laba tersebut akan dibagikan sebagai dividen atau ditahan untuk melakukan investasi kembali dengan tetap memperhatikan tujuan perusahaan dalam meningkatkan nilai perusahaan (Sari, 2017). Menurut Calista dan Widjaja (2019), DPR adalah proporsi antara laba bersih yang akan di bagikan kepada pemegang saham dalam bentuk kas.

Leverage. Menurut Mariani, Yudiattmaja, dan Yulianthini (2016), rasio *leverage* yaitu rasio yang digunakan dalam mengukur sejauh mana suatu aktiva perusahaan yang diperoleh berdasarkan pembiayaan hutang. Sudarsono dan Sudiyatno (2016), menjelaskan DER sebagai rasio keuangan yang menunjukkan presentase penyedia dana oleh pemegang saham (investor) terhadap pemberi pinjaman (kreditor).

Profitabilitas. Profitabilitas merupakan rasio yang menunjukkan kemampuan dari suatu perusahaan dalam hal menghasilkan laba (keuntungan) dengan menggunakan modal yang dimiliki perusahaan (Suhendro, 2017). Menurut Suhendro (2017), *Return On Assets* (ROA) menunjukkan kemampuan perusahaan menghasilkan laba dari aktiva yang digunakan.

Firm Value. Rasio *Price to Book Value* (PBV) digunakan dalam penelitian ini sebagai proksi dari nilai perusahaan (*firm value*). Menurut Hery (2016), rasio PBV merupakan rasio yang menunjukkan perbandingan antara harga pasar per lembar saham dengan nilai buku per lembar saham sebagai tolak ukur dalam melihat *undervalued* dan *overvalued* harga saham.

Investment Opportunity Set. Menurut Pamungkas (2017), *Investment opportunity set* merupakan suatu kombinasi antara aktiva yang dimiliki dan pilihan- pilihan investasi pada masa yang akan datang dengan *net present value* positif. Menurut Mayuni, dan Suarjaya (2018), *Price Earning Ratio* (PER) adalah rasio keuangan yang membandingkan harga saham dengan pendapatan dari setiap lembar saham.

Kaitan Antar Variabel

Dividend Policy (DPR) dan Stock Return. Menurut Nisa (2018) semakin besar *Dividend Payout Ratio* (DPR), maka dividen yang dapat dibagikan kepada pemegang saham semakin besar, sehingga perusahaan membutuhkan uang kas untuk membayar dividen dan menyebabkan laba ditahan akan semakin kecil. Hal ini menyebabkan kesempatan perusahaan untuk berinvestasi semakin kecil dan mengurangi minat investor berinvestasi yang berdampak pada penurunan return saham. Hasil penelitian Sari (2017), menunjukkan bahwa kebijakan dividen berpengaruh negatif terhadap *stock return*. Namun penelitian Astarina, Dimiyati dan Sari (2019), menjelaskan bahwa

kebijakan dividen berpengaruh positif dan signifikan terhadap *stock return*.

Leverage (DER) dan Stock Return. Menurut Susanty dan Bastian (2018), *Debt to Equity Ratio* (DER) yang rendah justru menunjukkan bahwa perusahaan berada dalam kondisi yang sehat dan lebih menarik minat investor untuk berinvestasi sehingga dapat meningkatkan harga saham yang berdampak pada meningkatkannya *stock return*. Penelitian Susanty dan Bastian (2018), yang menunjukkan DER berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *stock return*. Namun bertentangan dengan penelitian Sihombing dan Sinaga (2020), yang menyatakan bahwa tidak ada pengaruh dari DER terhadap *stock return*.

Profitabilitas (ROA) dan Stock Return. Menurut Pradwati (2018), ROA yang tinggi menunjukkan efektifitas perusahaan dalam pemanfaatan aktiva untuk menghasilkan laba bersih setelah pajak, sehingga menjadi daya tarik dan mampu memengaruhi keputusan investor dalam berinvestasi. Penelitian Anisa (2019), menjelaskan bahwa ROA memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap *stock return*, sedangkan hasil penelitian Sudarsono dan Sudiyatno (2016) menyatakan bahwa ROA tidak berpengaruh positif signifikan terhadap *stock return*.

Firm Value (PBV) dan Stock Return. Menurut Anisa (2019), Jika PBV tinggi, maka perusahaan akan mendapatkan kepercayaan pasar karena memiliki prospek yang baik dan berpengaruh terhadap keputusan berinvestasi yang akan dilakukan investor. Lebih lanjut Anisa (2019) menjelaskan bahwa PBV yang tinggi akan menyebabkan harga saham dan return juga semakin tinggi. Penelitian Dwikirana dan Prasetyono (2016) dan Latifah (2020), menunjukkan bahwa PBV memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap *stock return*. Namun penelitian Situmorang (2015), menunjukkan PBV berpengaruh negatif terhadap *stock return*.

Investment Opportunity Set (PER) dan Stock Return. Menurut Anisa (2019), PER yang tinggi menggambarkan bahwa perusahaan memiliki kinerja yang baik. Selanjutnya Anisa (2019) menjelaskan bahwa semakin besar rasio PER suatu perusahaan, maka harga saham dan tingkat pertumbuhan suatu perusahaan akan mengalami peningkatan. Hal ini menyebabkan investor akan lebih tertarik dengan perusahaan yang memiliki tingkat PER yang tinggi karena menunjukkan bahwa perusahaan dapat terus bertumbuh sehingga harga saham juga semakin tinggi dan tingkat keuntungan (*capital gain*) yang dapat diperoleh oleh investor juga semakin besar. Penelitian Antara dan Suryantini (2019), yang menjelaskan bahwa PER memiliki pengaruh positif signifikan terhadap *stock return*. Namun Penelitian Benny Prawiranegara (2015), menunjukkan bahwa tidak terdapat pengaruh signifikan antara PER terhadap *stock return*.

Investment Opportunity Set (PER) dan Firm Value (PBV). Perusahaan yang memiliki prospek yang baik dapat dilihat dari tingkat pertumbuhannya. Menurut M Natalia (2019), PER yang tinggi menjadi indikator bahwa perusahaan memiliki tingkat pertumbuhan yang baik. Sebaliknya, PER yang rendah menunjukkan bahwa perusahaan memiliki tingkat pertumbuhan yang lambat, sehingga PBV yang baik dapat dilihat dari tingginya PER. Hasil penelitian M Natalia (2019), menunjukkan bahwa PBV berpengaruh positif terhadap PER, sedangkan penelitian Sari dan Jufrizen (2019), menunjukkan bahwa PBV tidak berpengaruh terhadap PER.

Firm Value (PBV) dan Stock Return Melalui Investment Opportunity Set (PER). Semakin tinggi rasio *Price to Book Value* (PBV) suatu perusahaan, maka semakin baik nilai dari suatu perusahaan (Antara dan Suryantini, 2019). *Price Earning Ratio* (PER) menjadi salah satu indikator *Investment Opportunity Set* (IOS). Menurut Anisa (2019), PER yang tinggi menggambarkan bahwa perusahaan memiliki kinerja yang baik. Menurut M Natalia (2019), *Price to Book Value* (PBV) yang tinggi memberikan tingkat kemakmuran bagi para investor sehingga meningkatkan harga saham yang berdampak pada meningkatnya return saham. Lebih lanjut M Natalia (2019) menjelaskan bahwa semakin tinggi PBV, maka semakin besar *return* (imbal hasil) saham dari

sebuah investasi melalui *Price Earning Ratio* (PER) yang tinggi. Hal ini didukung oleh penelitian M Natalia (2019) yang menjelaskan bahwa *Price Earning ratio* (PER) dapat memediasi pengaruh *Price to Book Value* (PBV) terhadap *stock return*.

Pengembangan Hipotesis

Penelitian Sari (2017), menunjukkan bahwa kebijakan dividen berpengaruh negatif terhadap *stock return*. Namun penelitian Astarina, Dimyati dan Sari (2019), menjelaskan bahwa kebijakan dividen berpengaruh positif dan signifikan terhadap *stock return*. H₁: *Dividend policy* (DPR) berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *stock return*.

Penelitian Susanty dan Bastian (2018), yang menunjukkan DER berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *stock return*. Namun bertentangan dengan penelitian Sihombing dan Sinaga (2020), yang mengatakan bahwa tidak ada pengaruh dari DER terhadap *stock return*. H₂: *Leverage* (DER) berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *stock return*.

Penelitian Anisa (2019), menjelaskan bahwa ROA memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap *stock return*, sedangkan hasil penelitian Sudarsono dan Sudiyatno (2016) menyatakan bahwa ROA tidak berpengaruh positif signifikan terhadap *stock return*. H₃: Profitabilitas (ROA) berpengaruh positif dan signifikan terhadap *stock return*.

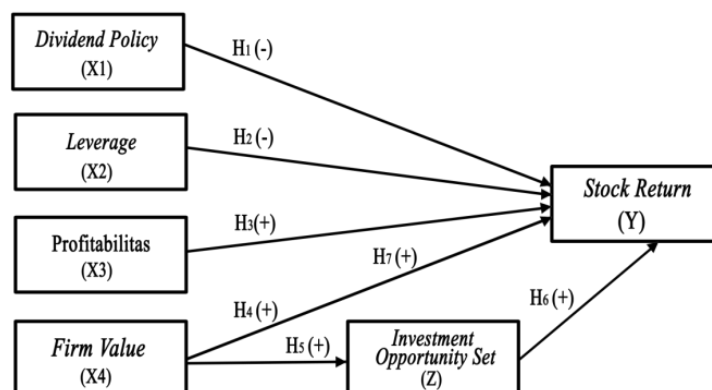
Penelitian Dwikirana dan Prasetyono (2016) dan Latifah (2020), menunjukkan bahwa PBV memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap *stock return*. Namun penelitian Situmorang (2015), menunjukkan PBV berpengaruh negatif terhadap *stock return*. H₄: *Firm value* (PBV) berpengaruh positif dan signifikan terhadap *stock return*.

Penelitian Antara dan Suryantini (2019), yang menjelaskan bahwa PER memiliki pengaruh positif signifikan terhadap *stock return*. Namun Penelitian Benny Prawiranegara (2015), menunjukkan bahwa tidak terdapat pengaruh signifikan antara PER terhadap *stock return*. H₅: *Investment Opportunity Set* (PER) berpengaruh positif dan signifikan terhadap *stock return*.

Hasil penelitian M Natalia (2019), menunjukkan bahwa PBV berpengaruh positif terhadap PER, sedangkan penelitian Sari dan Jufrizen (2019), menunjukkan bahwa PBV tidak berpengaruh terhadap PER. H₆: *Firm value* (PBV) berpengaruh positif dan signifikan terhadap *Investment Opportunity Set* (PER).

Penelitian M Natalia (2019) yang menjelaskan bahwa *Price Earning ratio* (PER) dapat memediasi pengaruh *Price to Book Value* (PBV) terhadap *stock return*. H₇: *Investment Opportunity Set* (PER) memediasi pengaruh *firm value* (PBV) terhadap *stock return*.

Kerangka pemikiran dalam penelitian digambarkan sebagai berikut



Gambar 1. Kerangka Pemikiran

METODOLOGI

Penelitian ini menggunakan desain penelitian kausal dengan metode kuantitatif. Penelitian ini juga menggunakan metode pengumpulan data sekunder yaitu pengambilan data berupa data panel. Sumber data yang digunakan adalah laporan keuangan perusahaan manufaktur tahun 2017-2019 yang diperoleh dari situs www.idx.co.id. Teknik pengambilan sampel pada penelitian ini adalah *purposive sampling method* dengan kriteria sebagai berikut: 1)Perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2017-2019, 2)Perusahaan manufaktur yang memiliki data keuangan yang lengkap berkenaan dengan variabel penelitian selama periode 2017-2019, 3)Perusahaan manufaktur yang menyajikan data keuangan dengan mata uang rupiah selama periode 2017-2019, 4)Perusahaan manufaktur yang membagikan dividen selama periode 2017-2019, 5)Perusahaan manufaktur yang tidak melakukan stock split selama periode 2017-2019, 6)Perusahaan manufaktur yang memiliki laba positif selama periode 2017-2019. Jumlah sampel yang valid adalah 35 perusahaan, sehingga jumlah data menjadi 105 data.

Berikut disajikan variabel operasional dan pengukuran yang digunakan:

Tabel 2. Variabel Operasional dan Pengukuran

Variabel	Ukuran	Skala	Referensi
<i>Stock return</i>	$R_t = \frac{(P_T - P_{T-1}) + D_t}{P_{T-1}}$	Rasio	Hartono (2017)
<i>Dividend policy</i>	$\text{Dividend Payout Ratio} = \frac{\text{Dividend per Share}}{\text{Earning per Share}}$	Rasio	Muhammad dan Scrimgeour (Devaki, 2017)
<i>Leverage</i>	$\text{Dividend to Equity Ratio} = \frac{\text{Total Debt}}{\text{Total Shareholder Equity}}$	Rasio	Fitri dan Herlambang (2016)
<i>Profitabilitas</i>	$\text{Return on Asset} = \frac{\text{Net Profit}}{\text{Total Asset}} \times 100\%$	Rasio	Masa'deh, Tayeh, Al-Jarrah, dan Tarhini (2015)

<i>Firm value</i>	Price to Book Value = $\frac{\text{Market Value per Share}}{\text{Book Value per Share}}$	Rasio	Cynthia dan Salim (2020)
<i>Investment Opportunity Set</i>	Price Earning Ratio = $\frac{\text{Market Price per Share}}{\text{Earning per Share}}$	Rasio	Masa'deh, Tayeh, Al-Jarrah, dan Tarhini (2015)

Sumber: data diolah

HASIL UJI STATISTIK

Uji statistik deskriptif diperlukan sebelum melakukan uji outer model dan inner model. Statistik deskriptif digunakan dalam analisis data yang disajikan melalui perhitungan *mean*, minimum, maximum, dan standar deviasi dari tiap variabel. Hasil uji analisis statistik deskriptif menunjukkan bahwa variabel *dividend policy* (DPR) selama periode penelitian memiliki nilai minimum sebesar -0,216, nilai maksimum sebesar 1,204, nilai *mean* sebesar 0,322, dan nilai standar deviasi sebesar 0,227. Variabel *leverage* (DER) selama periode penelitian memiliki nilai minimum sebesar 0,102, nilai maksimum sebesar 3,751, nilai *mean* sebesar 0,851, dan nilai standar deviasi sebesar 0,736. Variabel profitabilitas (ROA) selama periode penelitian memiliki nilai minimum sebesar -0,002, nilai maksimum sebesar 0,527, nilai *mean* sebesar 0,110, dan nilai standar deviasi sebesar 0,102. Variabel *firm value* (PBV) selama periode penelitian memiliki nilai minimum sebesar 0,002, nilai maksimum sebesar 82,451, nilai *mean* sebesar 4,727, dan nilai standar deviasi sebesar 11,495. Variabel *Investment Opportunity Set* (PER) selama periode penelitian memiliki nilai minimum sebesar -36,294, nilai maksimum sebesar 125,260, nilai *mean* sebesar 16,993, dan nilai standar deviasi sebesar 16,630. Variabel *stock return (total return)* selama periode penelitian memiliki nilai minimum sebesar -0,463, nilai maksimum sebesar 5,620, nilai *mean* sebesar 0,198, dan nilai standar deviasi sebesar 0,656.

Hasil Uji Outer Model. Untuk melihat validitas pada model formatif, dilakukan uji *outer weight* dengan melihat tingkat signifikansi P-Value. Hasil pengujian *outer weight* menunjukkan bahwa seluruh variabel independen (*dividend policy*, *leverage*, profitabilitas, dan *firm value*), Variabel dependen (*stock return*), dan variabel *intervening* (*Investment Opportunity Set*) memiliki koefisien sebesar 1,000 dan memiliki P-Value sebesar 0,000. Berdasarkan hasil uji tersebut, dapat disimpulkan bahwa variabel independen, dependen dan *intervening* tersebut telah memenuhi syarat validitas ($P\text{-Value} < 0,05$) dan dapat dilanjutkan pada analisis *inner model*.

Uji multikolinearitas bertujuan untuk menguji adanya korelasi antar variabel independen dalam model regresi. Multikolinearitas dapat dilihat berdasarkan nilai tolerance value atau Variance Inflation Factor (VIF) > 10 . Hasil uji multikolinearitas menunjukkan bahwa seluruh variabel independen dan *intervening* yaitu *dividend policy* dengan proksi *Dividend Payout Ratio* (DPR), *leverage* dengan proksi *Debt to Equity Ratio* (DER), profitabilitas dengan proksi *Return On Asset* (ROA), *firm value* dengan proksi *Price to Book Value* (PBV), dan *Investment Opportunity Set* dengan proksi *Price Earning Ratio* (PER), memiliki nilai *Variance Inflation Factor* (VIF) sebesar 1,000 atau VIF kurang dari 10 ($VIF < 10$), sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi multikolinieritas pada model regresi dalam penelitian ini, sehingga dapat dilanjutkan pada uji *inner model*.

Hasil Uji Inner Model

Hasil pengujian koefisien determinasi (*R Square*) menunjukkan bahwa nilai *Adjusted R Square* dari variabel *intervening* sebesar 0,126 atau 12,60% artinya *firm value* (PBV) dapat menjelaskan

Investment Opportunity Set (PER) sebesar 12,60% dan sisanya 87,40% dijelaskan oleh variabel lain yang tidak diuji dalam model penelitian. Nilai *Adjusted R Square* variabel dependen sebesar 0,545 atau 54,50% artinya *dividend policy* (DPR), *leverage* (DER), profitabilitas (ROA), *firm value* (PBV), dan *Investment Opportunity Set* (PER), dapat menjelaskan *stock return* sebesar 54,50% dan sisanya sebesar 45,50% dijelaskan oleh variabel lain yang tidak diuji dalam model penelitian.

Hasil pengujian *effect size* (*F square*) menunjukkan bahwa variabel *dividend policy* (DPR), *leverage* (DER), profitabilitas (ROA), dan *firm value* (PBV) yang masing-masing sebesar 0,087, 0,025, 0,046, dan 0,163 memiliki efek yang kecil terhadap *stock return* karena memiliki nilai di bawah 0,5. Hasil *effect size* (*F Square*) untuk variabel *Investment Opportunity Set* (PER) atas *stock return* adalah 1,146. Berdasarkan klasifikasi menurut Cohen, nilai tersebut menunjukkan bahwa variabel *Investment Opportunity Set* (PER) memiliki efek yang besar terhadap *stock return* karena memiliki nilai di atas 0,8.

Berikut disajikan hasil pengujian *path coefficient* dan *P-values* dari hubungan *direct effect* dan *indirect effect*.

Tabel 3. Ringkasan Pengujian *Path Coefficient* dan Uji Hipotesis

Hubungan	<i>Path Coefficient</i>	<i>P-Value</i>	Keterangan
<i>Dividend policy</i> -> <i>Stock return</i>	-0.221	0.004	Negatif dan signifikan (H ₁ diterima)
<i>Leverage</i> -> <i>Stock return</i>	0.129	0.163	Positif dan tidak signifikan (H ₂ ditolak)
Profitabilitas -> <i>Stock return</i>	0.238	0.034	Positif dan signifikan (H ₃ diterima)
<i>Firm value</i> -> <i>Stock return</i>	-0.490	0.004	Negatif dan signifikan (H ₄ diterima)
<i>Investment Opportunity Set</i> -> <i>Stock return</i>	0.849	0.000	Positif dan signifikan (H ₅ diterima)
<i>Firm value</i> -> <i>Investment Opportunity Set</i>	0.366	0.001	Positif dan signifikan (H ₆ diterima)
<i>Firm value</i> -> <i>Investment Opportunity Set</i> -> <i>Stock return</i>	0.311	0,001	Signifikan dan memediasi (H ₇ diterima)

Sumber: data diolah SmartPLS 3.3.2

Berdasarkan hasil pengujian *path coefficient* melalui hubungan langsung (*direct effect*) dan hubungan tidak langsung (*indirect effect*), diperoleh hasil persamaan regresi sebagai berikut:

$$Z = 0,366PBV$$

$$Y = -0,221DPR + 0,129DER + 0,238ROA - 0,490PBV + 0,849PER$$

Dividend policy (DPR) memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap *stock return* pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2017-2019 dengan hasil koefisien jalur sebesar -0,221 dan *P-Value* sebesar $0,004 < 0,050$, sehingga hipotesis pertama diterima. *Leverage* (DER) memiliki pengaruh positif dan tidak signifikan terhadap *stock return* pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2017-2019 dengan hasil koefisien jalur sebesar 0,129 dan *P-Value* sebesar $0,163 > 0,050$, sehingga hipotesis kedua ditolak. Profitabilitas (ROA) memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap *stock return* pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2017-2019 dengan hasil koefisien jalur sebesar 0,238 dan *P-Value* sebesar $0,034 < 0,050$, sehingga hipotesis ketiga diterima. *Firm value* (PBV) memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap *stock return* pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2017-2019

dengan hasil koefisien jalur sebesar -0,490 dan *P-Value* sebesar $0,004 < 0,050$, sehingga hipotesis keempat diterima. *Investment Opportunity Set* (PER) memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap *stock return* pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2017-2019 dengan hasil koefisien jalur sebesar 0,849 dan *P-Value* sebesar $0,000 < 0,050$, sehingga hipotesis kelima diterima. *Firm value* (PBV) memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap *Investment Opportunity Set* (PER) pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2017-2019 dengan hasil koefisien jalur sebesar 0,366 dan *P-Value* sebesar $0,001 < 0,050$, sehingga hipotesis keenam diterima. *Investment Opportunity Set* (PER) memediasi hubungan antara *Firm value* (PBV) dengan *stock return* pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2017-2019 dengan hasil koefisien jalur sebesar 0,311 dan *P-Value* sebesar $0,001 < 0,050$, sehingga hipotesis ketujuh diterima.

DISKUSI

Berdasarkan hasil pengujian semakin tinggi *Dividend policy* (DPR), maka semakin rendah *stock return* yang akan diperoleh investor karena terhambatnya tingkat pertumbuhan perusahaan karena laba perusahaan digunakan untuk dibagikan sebagai dividen daripada digunakan untuk investasi atau kegiatan operasionalnya. *Leverage* dengan proksi *Debt to Equity Ratio* (DER) belum dapat digunakan untuk memprediksi besarnya *stock return* yang akan diperoleh investor. Semakin tinggi profitabilitas (ROA), maka perusahaan akan memperoleh laba yang semakin besar dan meningkatkan minat investor untuk berinvestasi yang berdampak pada kenaikan *stock return*. *Firm value* (PBV) yang rendah berpotensi mengalami kenaikan yang lebih besar karena adanya kecenderungan harga saham yang akan menuju ke titik keseimbangan minimal yang sama dengan nilai bukunya. PER yang tinggi menunjukkan bahwa suatu perusahaan memiliki tingkat pertumbuhan yang baik dan biasanya memiliki tingkat laba yang cenderung meningkat. Semakin tinggi *Investment Opportunity Set* (PER), maka harga saham akan terus meningkat seiring dengan pertumbuhan perusahaan dan berdampak pada peningkatan *stock return*. *firm value* (PBV) yang baik dapat dicerminkan melalui tingginya tingkat pertumbuhan perusahaan yang dapat dilihat melalui *Investment Opportunity Set* (PER). Perusahaan dengan *firm value* (PBV) dan *Investment Opportunity Set* (PER) yang tinggi menunjukkan bahwa perusahaan tersebut memiliki kinerja dan tingkat pertumbuhan yang baik. Hal tersebut akan mendorong minat investor untuk berinvestasi karena perusahaan dianggap mampu mengelola perusahaan dan menghasilkan laba seiring berkembangnya perusahaan tersebut, sehingga laba (dividen) yang dibagikan cenderung meningkat dan *capital gain* yang diterima investor akan semakin besar karena meningkatnya harga saham perusahaan.

KESIMPULAN

Keterbatasan dalam penelitian ini yaitu: 1) *dividend policy* (DPR), *leverage* (DER), profitabilitas (ROA), *firm value* (PBV) hanya memberikan pengaruh sebesar 54,50% terhadap *stock return*, sedangkan sisanya sebesar 45,50% dijelaskan oleh variabel lain dan *Investment Opportunity Set* (PER) hanya memberikan pengaruh sebesar 12,60% sebagai variabel yang memediasi *firm value* (PBV) terhadap *stock return*, sedangkan sisanya sebesar 87,40% dijelaskan oleh variabel lain, 2) hanya menggunakan perusahaan dari sektor manufaktur yang terdaftar di BEI, 3) hanya menggunakan jangka waktu 3 tahun yaitu tahun 2017-2019.

Saran yang dapat diberikan adalah: 1) bagi investor sebaiknya memperhatikan,

mempertimbangkan, dan menganalisis *dividend policy* (DPR), profitabilitas (ROA), dan *firm value* (PBV), 2)bagi investor sebaiknya memperhatikan *Investment Opportunity Set* (PER) untuk menganalisis tingkat pertumbuhan perusahaan, 3)peneliti berikutnya diharapkan menggunakan dan menambah variabel lainnya, 4)peneliti berikutnya memperpanjang tahun periode dan menggunakan perusahaan dari sektor lain seperti LQ-45, 5) manajemen diharapkan menggunakan faktor-faktor *dividend policy* (DPR), profitabilitas (ROA), *firm value* (PBV), dan *Investment Opportunity Set* (PER) untuk menilai kinerja dan prospek perusahaan, dan 6) manajemen diharapkan mempertimbangkan *leverage* (DER) karena hutang dapat digunakan sebagai sumber pendanaan untuk meningkatkan peluang berinvestasi dan membiayai kegiatan operasional perusahaan.

DAFTAR PUSTAKA

- Akbar, A. R., Hidayat, R. R., & Sulasmiyati, S. (2017). Analisis Kinerja Investasi Saham dengan Metode Sharpe Model Di Beberapa Bursa Efek Asean (Studi Pasar Modal Pada Filipina, Indonesia, Malaysia, Singapura, Dan Thailand Tahun 2012–2015). *Jurnal Administrasi Bisnis*, 50(6), 1-8.
- Anisa, N. (2019). ANALISIS FAKTOR-FAKTOR YANG MEMPENGARUHI RETURN SAHAM (STUDI KASUS PADA PERUSAHAAN SUB SEKTOR AUTOMOTIVE AND COMPONENTS YANG TERDAFTAR DI BURSA EFEK INDONESIA PERIODE 2010-2014). *Perbanas Review*, 1(01).
- Antara, I. M. Y., & Suryantini, N. P. S. (2019). Pengaruh Rasio Pasar Terhadap Return Saham Pada Saham Lq-45 Di Bursa Efek Indonesia. *E-Jurnal Manajemen*, 8(9), 5507-5526.
- Calista, M., & Widjaja, I. (2019). Pengaruh Current Ratio, Return On Asset, Return On Equity, Debt To Equity Ratio, Total Turnover Asset, dan Dividend Policy Terhadap Harga Saham. *Jurnal Manajemen Bisnis dan Kewirausahaan*, 3(5), 13-18.
- Cynthia, S., & Salim, S. (2020). PENGARUH DIVIDEND YIELD, SALES GROWTH, FIRM VALUE, FIRM SIZE TERHADAP RETURN SAHAM. *Jurnal Paradigma Akuntansi*, 2(4), 1540-1549.
- Devaki, A. (2017). Faktor-faktor yang Mempengaruhi Return Saham pada Perusahaan LQ45 di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Benefita: Ekonomi Pembangunan, Manajemen Bisnis & Akuntansi*, 2(2), 157-168.
- Dwikirana, S. A., & Prasetyono, P. (2016). Analisis pengaruh rasio profitabilitas, likuiditas, dan leverage terhadap return saham dengan nilai perusahaan sebagai variabel intervening. *Diponegoro Journal of Management*, 5(3), 612-626.
- Fitri, N. E., & Herlambang, L. (2016). Pengaruh Rasio Profitabilitas, Rasio Solvabilitas, Dan Rasio Likuiditas Terhadap Return Saham Perusahaan Properti Dan Real Estate Yang Terdaftar Dalam Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) Periode 2011–2014. *Jurnal Ekonomi Syariah Teori dan Terapan*, 3(8), 625.
- Hartono, J. (2017). Teori portofolio dan analisis investasi edisi kesebelas. Yogyakarta: BPFE.
- Hery. (2016). Analisis Laporan Keuangan. Jakarta: Grasindo.
- Latifah, A. N. (2020). PENGARUH RASIO KEUANGAN TERHADAP RETURN SAHAM DENGAN NILAI PERUSAHAAN SEBAGAI VARIABEL INTERVENING. *Jurnal Pendidikan dan Ekonomi*, 9(1), 72-81.
- M Natalia, A. D., (2019). Pengaruh Price to Book Value, Earning Per Share terhadap Return Saham dengan Price Earning Ratio sebagai Variabel Mediasi. Universitas Sanata Dharma.
- Mayuni, I. A. I., & Suarjaya, G. (2018). Pengaruh ROA, FIRM SIZE, EPS, dan PER terhadap

- return saham pada sektor Manufaktur di BEI. *E-Jurnal Manajemen Unud*, 7(8), 4063-4093.
- Novalia, F., & Nindito, M. (2016). The Influence of Accounting Conservatism and Economic Value Added on Corporate Equity Assessment. *Jurnal Ilmiah Wahana Akuntansi*, 11(2), 1.
- Pradhrwati, H. D. (2018). Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Return Saham Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Manajemen Bisnis dan Kewirausahaan*, 2(4).
- Prawiranegara, B. (2018). Pengaruh Investment Opportunity Set Terhadap Return Saham (Suatu Studi Pada Perusahaan Astra International Tbk). *Jurnal Wawasan dan Riset Akuntansi*, 2(2), 89-102.
- Sari, R. N. (2017). Pengaruh profitabilitas dan kebijakan dividen terhadap return saham perusahaan manufaktur dengan nilai perusahaan sebagai variabel intervening periode 2010-2014. *Jurnal Pendidikan dan Ekonomi*, 6(1), 88-95.
- Situmorang, N. (2015). Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Return Saham Dengan Nilai Perusahaan Sebagai Variabel Intervening Pada Perusahaan Consumer Goods Di Bursa Efek Indonesia.
- Sudarsono, B., & Sudiyatno, B. (2016). Faktor-faktor yang mempengaruhi return saham pada perusahaan property dan real estate yang terdaftar pada bursa efek indonesia tahun 2009 s/d 2014. *Jurnal Bisnis dan Ekonomi*, 23(1).
- Suhendro, D. (2017). Analisis Profitabilitas dan Likuiditas Untuk Menilai Kinerja Keuangan Pada Pt Siantar Top Tbk. *HUMAN FALAH: Jurnal Ekonomi dan Bisnis Islam*, 1(1).
- Susanty, D., & Bastian, E. (2018). PENGARUH KINERJA KEUANGAN DAN UKURAN PERUSAHAAN TERHADAP RETURN SAHAM (Studi pada Perusahaan Sektor Pertambangan di BEI Periode 2010–2016). *Jurnal Riset Akuntansi Tirtayasa*, 3(1), 20-44.
- Tayeh, M., Al-Jarrah, I. M., & Tarhini, A. (2015). Accounting vs. market-based measures of firm performance related to information technology investments. *International Review of Social Sciences and Humanities*, 9(1), 129-145.
- Yesita Astarina, S. E., Laili Dimiyati, S. E., & Widia Nopita Sari, S. E. (2019). Pengaruh Kebijakan Dividen Terhadap Return Saham Pada Perusahaan Industri Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Ekonomia*, 9(2), 72-83.
- www.idx.co.id