

PENGARUH *INVESTMENT OPPORTUNITY SET* DAN *FREE CASH FLOW* PADA KEBIJAKAN DIVIDEN DAN NILAI PERUSAHAAN

I Gst. Ngr. Putu Adi Suartawan¹
Gerianta Wirawan Yasa²

^{1,2}Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Udayana (Unud), Bali, Indonesia
e-mail: adi.ign8@gmail.com telp: +6281 999 954 640

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh *investment opportunity set* dan *free cash flow* pada kebijakan dividen serta implikasinya pada nilai perusahaan manufaktur. Jumlah sampel yang diambil sebanyak 25 perusahaan, dengan metode *purposive sampling*. Pengumpulan data dilakukan melalui observasi non partisipan. Teknik analisis data yang digunakan adalah *path analysis* yang merupakan perluasan dari teknik analisis regresi linear berganda. Berdasarkan hasil analisis ditemukan bahwa: 1) *Investment opportunity set* berpengaruh positif pada kebijakan dividen, menolak hipotesis yang menyatakan arah negatif; 2) *Free cash flow* berpengaruh positif pada kebijakan dividen; 3) *Investment opportunity set* berpengaruh positif pada nilai perusahaan; 4) *Free cash flow* berpengaruh positif pada nilai perusahaan; 5) Kebijakan dividen berpengaruh positif pada nilai perusahaan; 6) *Investment opportunity set* berpengaruh pada nilai perusahaan melalui kebijakan dividen; dan 7) *Free cash flow* tidak berpengaruh pada nilai perusahaan melalui kebijakan dividen.

Kata kunci: *nilai perusahaan, investment opportunity set, free cash flow, kebijakan dividen*

ABSTRACT

This research is aimed to determine the effect of investment opportunity set and free cash flow on dividend policy and its impact in manufacturers value. 25 manufacturers is taken as sample on this research, by using purposive sampling method. Data is collected through non participant observation. Path analysis is used as data analysis technique which is an extension of the multiple linear regression technique. Based on the results of analysis, found that: 1) Investment opportunity set has a positive effect on dividend policy, refuse the negative hypothesis; 2) Free cash flow has a positive effect on dividend policy; 3) Investment opportunity set has a positive effect on firm value; 4) Free cash flow has a positive effect on firm value; 5) Dividend policy has a positive effect on firm value; 6) Investment opportunity set has effect on firm value through dividend policy; and 7) Free cash flow has no effect on firm value through dividend policy.

Keywords: *firm value, investment opportunity set, free cash flow, dividend policy*

PENDAHULUAN

Dewasa ini pertumbuhan ekonomi dunia berpengaruh pada melemahnya aktivitas bisnis secara umum yang disebabkan oleh *global financial crisis* pada tahun 2008. Di Indonesia pertumbuhan perusahaan manufaktur sangat berperan penting dalam pertumbuhan ekonomi negara, karena sektor manufaktur di

Indonesia memiliki jumlah perusahaan terbanyak dibandingkan dengan sektor lainnya. Fakta yang terlihat bahwa kondisi pertumbuhan pada perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia (BEI) di dalam data Badan Pusat Statistik (BPS) yang khususnya ditunjukkan pada pertumbuhan industri besar dan sedang mengalami pertumbuhan setiap tahunnya.

Pada tahun 2011 hingga tahun 2013 pertumbuhan industri di Indonesia mengalami *trend* yang positif yaitu pada tahun 2011 mengalami kenaikan sebesar 4,34% dari tahun sebelumnya. Pertumbuhan industri tahun 2012 mengalami kenaikan sebesar 4,93% dari tahun 2011, kemudian pada tahun 2013 pertumbuhan perusahaan manufaktur juga mengalami peningkatan sebesar 5,81% dari tahun sebelumnya (www.bps.go.id).

Tingkat pertumbuhan perusahaan manufaktur dalam pasar modal menjadi salah satu perhatian penting bagi investor. Berdasarkan laporan keuangan perusahaan, investor dapat melakukan analisis atas laporan keuangan yang bertujuan untuk meningkatkan pengambilan keputusan bisnis dengan mengevaluasi informasi yang tersedia tentang situasi keuangan perusahaan, manajemen, strategi dan lingkungan bisnisnya. Investor memerlukan informasi keuangan perusahaan yang akurat dalam memperoleh gambaran tentang kondisi perusahaan secara menyeluruh. Oleh karena itu, perusahaan dituntut untuk selalu meningkatkan kinerjanya, sehingga dapat meningkatkan nilai perusahaan.

Optimalisasi nilai perusahaan yang merupakan tujuan perusahaan dapat dicapai melalui pelaksanaan fungsi manajemen keuangan, dimana dalam hal ini satu keputusan keuangan akan memengaruhi keputusan keuangan lainnya,

sehingga akan berdampak pada nilai perusahaan. Keputusan penting yang diambil perusahaan dapat berkaitan dengan *investment opportunity set*, *free cash flow* dan kebijakan dividen (Wright dan Ferris, 1997 dalam Hasnawati, 2005). Untuk mencapai tujuan perusahaan tersebut, *shareholder* akan menyerahkan pengelolaan perusahaan kepada manajer perusahaan. Di dalam proses pendelegasian wewenang ini, sering dijumpai beberapa persoalan yang berhubungan dengan konflik di antara manajer dengan *shareholder* (*agency conflict*), dimana manajer berfungsi sebagai *agent* dan *shareholder* sebagai *principal*.

Investment Opportunity Set (IOS) merupakan kesempatan investasi masa depan yang besarnya tergantung pada pengeluaran yang ditetapkan oleh manajemen, dan merupakan investasi yang diharapkan untuk memperoleh *return* yang lebih besar (Julianto dan Lilis, 2004 dalam Fidhayatin dan Dewi, 2012). IOS diperkenalkan oleh Myers (1977) dalam kaitannya untuk mencapai tujuan perusahaan. Peluang investasi mempengaruhi nilai perusahaan yang terbentuk melalui indikator harga pasar saham.

Penelitian yang dilakukan oleh Rizqia, dkk (2013) menunjukkan bahwa *Investment Opportunity Set* (IOS) berpengaruh positif dan signifikan pada nilai perusahaan. Penelitian ini juga didukung oleh Pratiska (2013) yang menemukan bahwa IOS berpengaruh positif dan signifikan pada nilai perusahaan. Keputusan investasi yang dibuat oleh manajemen akan memengaruhi cara pandang investor dan pemilik perusahaan sehingga memengaruhi nilai perusahaan. Pengaruh IOS pada nilai perusahaan didasarkan pada *signaling theory* dimana perusahaan akan memberikan sinyal positif terhadap investor, sehingga investor akan memberikan

respon yang positif pula terhadap perusahaan yang memiliki IOS tinggi, karena lebih menjanjikan *return* di masa yang akan datang. Investor yang menyukai risiko (*risk seeker*) biasanya telah mengerti bahwa *return* yang tinggi akan diikuti dengan tingkat risiko yang tinggi pula.

Kepercayaan investor terhadap perusahaan yang mengambil kebijakan investasi dalam jumlah yang tinggi, akan mengakibatkan naiknya permintaan saham perusahaan. Sinyal positif akan diberikan melalui peluang investasi yang berkaitan dengan pertumbuhan perusahaan di masa yang akan datang, sehingga dapat meningkatkan harga saham sebagai indikator nilai perusahaan. Penelitian lainnya yang dilakukan oleh Kallapur dan Trombley (1999) dan Suharli (2007) menemukan bahwa *investment opportunity set* tidak berpengaruh signifikan pada nilai perusahaan.

Faktor lain yang memengaruhi nilai perusahaan adalah *free cash flow* (Andini dan Wirawati, 2014). *Free cash flow* dapat diartikan sebagai adanya dana berlebih yang seharusnya dapat didistribusikan kepada para pemegang saham, namun keputusan tersebut dipengaruhi oleh kebijakan manajemen (Arieska dan Gunawan, 2011). Jensen (1986) berpendapat bahwa terlalu banyak *free cash flow* akan mengakibatkan ketidakcukupan internal dan pemborosan sumber daya perusahaan, sehingga mengarah ke biaya agensi sebagai beban dari pemegang saham.

Penelitian yang dilakukan Wang (2010) pada perusahaan *go public* di Taiwan menunjukkan bahwa *free cash flow* berpengaruh positif pada kinerja perusahaan. Artinya, semakin tinggi *free cash flow* yang terdapat pada

perusahaan, maka kinerja perusahaan akan semakin baik. Penelitian lain yang dilakukan Gregory dan Wang (2010) di Inggris menemukan bahwa perusahaan yang memiliki *free cash flow* yang tinggi menghasilkan *return* yang 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, 1988). Studi yang dilakukan oleh Szewczyk *et al.* (1996), Chang *et al.* (2007), serta Wang (2010), menemukan bukti empiris untuk mendukung teori kesempatan investasi bahwa investor akan mendukung perusahaan yang memiliki substansial *free cash flow* dan kesempatan investasi yang menguntungkan di dalam valuasi saham.

Penelitian lain yang dilakukan oleh Embara, dkk (2012) menunjukkan bahwa *free cash flow* tidak berpengaruh signifikan pada harga saham. Hal ini berarti bahwa besar kecilnya *free cash flow* yang dimiliki oleh suatu perusahaan tidak direspon oleh pasar sehingga tidak berdampak langsung pada harga saham.

Berdasarkan beberapa hasil penelitian di atas, terdapat ketidakkonsistenan hasil penelitian. Oleh karena itu, penelitian ini menguji kembali pengaruh *investment opportunity set* dan *free cash flow* pada nilai perusahaan dengan mengoperasionalkan kebijakan dividen sebagai pemediasi. Kebijakan dividen dipilih sebagai variabel mediasi karena menjadi pusat perhatian banyak pihak seperti pemegang saham, kreditor, maupun pihak eksternal lain yang memiliki kepentingan dari informasi yang dikeluarkan perusahaan (Kartika, 2005 dalam

Erlangga, 2009). Dividen mengandung informasi sebagai syarat prospek perusahaan. Semakin besar dividen yang dibagikan kepada pemegang saham, maka kinerja perusahaan akan dianggap semakin baik, dan pada akhirnya penilaian terhadap perusahaan yang tercermin melalui harga saham akan semakin baik pula (Rozeff, 1982 dalam Erlangga, 2009).

Ada beberapa teori yang berkenaan dengan pengaruh antara kebijakan dividen dengan nilai perusahaan, diantaranya adalah teori ketidakrelevanan dividen (*dividend irrelevance theory*) dan *bird in the hand theory*, yang keduanya saling bertentangan. Menurut *dividend irrelevance theory* yang diajukan oleh Miller dan Modigliani (1961) dalam Brigham dan Houston (2001:66), dikatakan bahwa kebijakan dividen tidak mempunyai pengaruh baik pada nilai perusahaan maupun biaya modalnya. Miller dan Modigliani berpendapat bahwa nilai suatu perusahaan tergantung semata-mata pada pendapatan yang dihasilkan oleh aset, bukan pada bagaimana pendapatan tersebut dibagi sebagai dividen.

Berbeda dengan *irrelevance theory*, menurut *bird in the hand theory* yang diajukan oleh Lintner dan Gordon (1962) dalam Brigham dan Houston (2001:67), menyatakan bahwa nilai perusahaan akan dimaksimumkan oleh rasio pembayaran dividen yang tinggi. Teori ini berpendapat bahwa investor menyukai dividen karena kas di tangan lebih bernilai daripada kekayaan dalam bentuk lain. Konsekuensinya, harga saham perusahaan akan sangat ditentukan oleh besarnya dividen yang dibagikan. Peningkatan dividen akan meningkatkan harga saham yang akan berdampak pula pada nilai perusahaan.

Pada sisi lain, Amihud dan Li (2002) menyatakan adanya kecenderungan di Amerika dimana terjadi penurunan reaksi dari harga saham terhadap pengumuman pembayaran dividen sejak pertengahan tahun 1978. Hal ini mengindikasikan bahwa kebijakan dividen semakin berkurang kandungannya sehingga disebut sebagai *disappearing dividend*.

Perbedaan beberapa pendapat tersebut bermuara pada pertanyaan apakah kebijakan pembayaran dividen sesungguhnya memiliki kandungan informasi terhadap harga saham perusahaan. Apabila kebijakan pembayaran dividen benar memiliki kandungan informasi, apakah investor hanya mempertimbangkan faktor dividen saja atau kebijakan dividen dilihat sebagai bagian yang tidak terlepas dari kebijakan umum badan usaha. Easterbrook (1984) menyatakan bahwa sulit untuk menjelaskan pengaruh kebijakan dividen terhadap perubahan harga saham secara terisolasi. Berdasarkan hasil penelitian empiris dan argumentasi tersebut, dapat diketahui bahwa kebijakan dividen merupakan kebijakan yang masih mengundang kontroversi, sehingga sangat bervariasi kebijakan dividen yang dijalankan dalam perusahaan.

Di tengah pertumbuhan industri yang cukup baik diperoleh fenomena bahwa perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) hanya sedikit yang membagikan dividen, dimana diperoleh hasil dari 155 perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI pada tahun 2013 hanya 30 (19,35%) perusahaan yang membagikan dividen selama tiga tahun berturut-turut, yaitu dari tahun 2011 sampai dengan tahun 2013. Penelitian yang dilakukan oleh Teyfoer (2012) dalam Ayuningtias dan Kurnia (2013) juga menemukan bahwa pada realitasnya tidak

semua perusahaan manufaktur di BEI mampu meningkatkan kemakmuran para pemegang saham. Terdapat 24 perusahaan (16,44%) dari 146 perusahaan manufaktur di BEI selama kurun waktu 2005 sampai dengan 2009 yang berhasil meningkatkan kemakmuran para pemegang saham yang diindikasikan dengan nilai perusahaan.

Dari fenomena tersebut, maka penelitian ini dilakukan pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2011 sampai dengan 2013. Adanya sub sektor industri di dalam sektor manufaktur yang hampir menguasai pasar modal dapat memudahkan dalam melihat efek pasar modal secara menyeluruh (Simanjuntak, 2011). Penelitian akan lebih relevan apabila dilakukan pada jenis sektor yang sama.

Menurut Brigham dan Houston (2001:221), selama satu tahun mungkin perusahaan membayarkan nol dividen karena perusahaan membutuhkan uang untuk mendanai peluang investasi yang baik tetapi pada tahun berikutnya perusahaan mungkin membayarkan dividen dalam jumlah besar karena peluang investasi yang buruk dan tidak perlu menahan banyak uang. Hal ini sesuai dengan Suharli (2007) yang menyatakan bahwa apabila kondisi perusahaan saat baik maka pihak manajemen akan cenderung lebih memilih investasi baru daripada membayar dividen yang tinggi (*agency theory*). Dana yang seharusnya dapat dibayarkan sebagai dividen kepada pemegang saham akan digunakan untuk pembelian investasi yang menguntungkan.

H₁: *Investment opportunity set* berpengaruh negatif pada kebijakan dividen.

Berdasarkan *agency theory*, perusahaan yang memiliki *free cash flow* tinggi akan membagikan dividen dalam jumlah yang tinggi pula. Hal ini dikarenakan adanya tekanan dari pihak pemegang saham untuk membagikannya dalam bentuk dividen (Mollah, 2011 dalam Puspitasari dan Darsono, 2014). Pemegang saham yakin bahwa dividen yang dibagikan akan mempunyai nilai yang lebih tinggi dan risiko yang lebih rendah dibandingkan pendapatan modal. Dengan kata lain, investor lebih menyukai dividen karena kas di tangan lebih bernilai daripada kekayaan dalam bentuk lain. Hasil pengujian yang dilakukan Thanatawee (2011) dan Rosdini (2009) menemukan bahwa *free cash flow* berpengaruh positif pada *dividend payout ratio*.

H₂: *Free cash flow* berpengaruh positif pada kebijakan dividen.

Myers (1997) dalam Hasnawati (2005) menyatakan bahwa *investment opportunity set* memberikan petunjuk yang lebih luas dimana nilai perusahaan akan tergantung pada pengeluaran perusahaan di masa yang akan datang. Untuk mengoptimalkan nilai perusahaan, manajer akan merumuskan keputusan investasi yang mampu menghasilkan *net present value* positif (Modigliani dan Miller, 1961 dalam Brigham dan Houston, 2001). Penelitian yang dilakukan oleh Fahrizal (2013) dan Astriani (2014) menunjukkan bahwa *investment opportunity set* berpengaruh positif pada nilai perusahaan.

H₃: *Investment opportunity set* berpengaruh positif pada nilai perusahaan.

Free cash flow mencerminkan keleluasaan perusahaan dalam melakukan investasi tambahan, melunasi utang, membeli saham *treasury* atau menambah likuiditas. *Free cash flow* yang tinggi mengindikasikan kinerja perusahaan yang

tinggi, sehingga nilai perusahaan akan meningkat. Kinerja dari perusahaan yang tinggi akan meningkatkan nilai pemegang saham yang diwujudkan dalam bentuk *return* yang tinggi melalui dividen, harga saham, atau laba ditahan untuk diinvestasikan di masa depan. Penelitian yang dilakukan oleh Andini dan Wirawati (2014) menunjukkan bahwa *free cash flow* berpengaruh positif dan signifikan pada nilai perusahaan. Hasil ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Vogt dan Vu (2000).

H₄: *Free cash flow* berpengaruh positif pada nilai perusahaan.

Kebijakan dividen menyangkut keputusan tentang penggunaan laba yang menjadi hak pemegang saham. Penelitian Wijaya dan Wibawa (2010) serta Fenandar dan Raharja (2012) dapat membuktikan bahwa kebijakan dividen memengaruhi nilai perusahaan secara positif dan mendukung *bird in the hand theory*.

H₅: Kebijakan dividen berpengaruh positif pada nilai perusahaan.

Investment opportunity set menunjukkan luasnya kesempatan investasi yang dimiliki oleh suatu perusahaan. Apabila kondisi perusahaan saat baik maka pihak manajemen akan cenderung lebih memilih investasi baru daripada membayar dividen yang tinggi. Ketika perusahaan memilih untuk mengurangi rasio pembayaran dividen, atau bahkan tidak membagikan dividen maka investor akan enggan berinvestasi pada perusahaan yang bersangkutan sehingga dapat menurunkan nilai perusahaan. Begitu pula sebaliknya ketika perusahaan memilih untuk membagikan dividen dalam jumlah yang tinggi dibandingkan membiayai

suatu investasi baru, maka investor akan merespon positif informasi tersebut sehingga berdampak pada peningkatan nilai perusahaan.

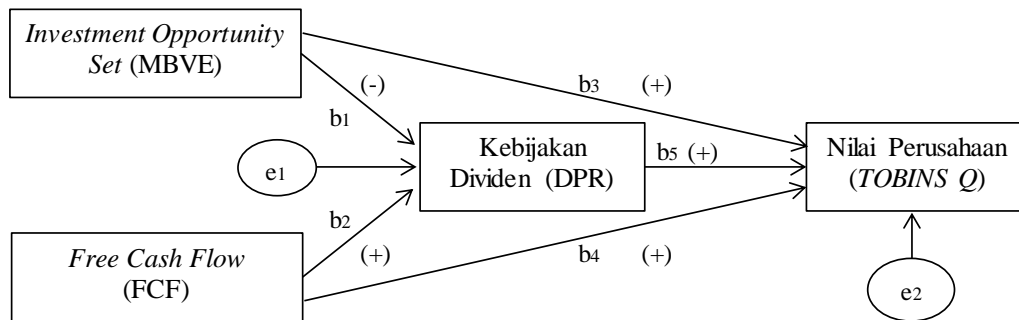
H₆: *Investment opportunity set* berpengaruh pada nilai perusahaan melalui kebijakan dividen.

Ketika *free cash flow* tinggi, maka perusahaan akan cenderung membagikannya ke dalam bentuk dividen. Dividen yang dibagikan oleh perusahaan akan memberikan sinyal positif bagi investor sehingga dapat meningkatkan nilai perusahaan. Apabila *free cash flow* perusahaan tinggi tetapi perusahaan tidak membagikan dividen, maka investor akan mempertanyakan aliran kas tersebut sehingga menimbulkan sinyal negatif bagi pasar dan berdampak pada penurunan nilai perusahaan.

H₇: *Free cash flow* berpengaruh pada nilai perusahaan melalui kebijakan dividen.

METODE PENELITIAN

Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif yang berbentuk asosiatif. Desain penelitian menunjukkan pengaruh langsung antara *investment opportunity set* (MBVE) dengan kebijakan dividen (DPR), *free cash flow* (FCF) dengan kebijakan dividen (DPR), *investment opportunity set* (MBVE) dengan nilai perusahaan (*Tobin's Q*), *free cash flow* (FCF) dengan nilai perusahaan (*Tobin's Q*), dan kebijakan dividen (DPR) dengan nilai perusahaan (*Tobin's Q*). Selain itu, ditunjukkan pula pengaruh *investment opportunity set* (MBVE) dengan nilai perusahaan (*Tobin's Q*) melalui kebijakan dividen (DPR) dan pengaruh *free cash flow* (FCF) pada nilai perusahaan (*Tobin's Q*) melalui kebijakan dividen (DPR).



Gambar 1. Desain Penelitian

Penelitian ini dilakukan pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2011-2013 dengan mengakses www.idx.co.id dan *Indonesian Capital Market Directory (ICMD)*. Jenis data yang digunakan adalah data kuantitatif, sementara sumber data yang digunakan adalah sumber data sekunder.

Penelitian ini menggunakan tiga variabel penelitian yaitu variabel eksogen berupa *investment opportunity set* dan *free cash flow*, variabel endogen berupa nilai perusahaan, dan variabel *intervening* berupa kebijakan dividen. *Investment opportunity set* diproksikan dengan *Market to Book Value of Equity* (Gaver dan Gaver, 1993) yang mencerminkan bahwa pasar menilai *return* dari investasi perusahaan di masa depan terhadap *return* yang diharapkan dari ekuitasnya (Hartono, 1998 dalam Wirjono, 2009). Secara matematis *Market to Book Value of Equity* (MBVE) diformulasikan sebagai berikut (Kallapur dan Trombley, 1999):

$$MBVE = \frac{\text{Jumlah Saham Beredar} \times \text{Closing Price}}{\text{Total Ekuitas}} \dots\dots (1)$$

Free cash flow merupakan kelebihan kas yang diperlukan untuk mendanai semua proyek yang memiliki *net present value* positif setelah membagi dividen

(Jensen, 1986). *Free cash flow* dapat diformulasikan sebagai berikut (Ross *et al.* 2000):

$$\text{Free Cash Flow} = \frac{AKO - PM - NWC}{\text{Total Aset}} \dots\dots (2)$$

Keterangan:

- AKO = Aliran kas operasi perusahaan
- PM = Pengeluaran modal bersih perusahaan
- NWC = Modal kerja bersih perusahaan

Nilai perusahaan merupakan persepsi investor terhadap tingkat keberhasilan perusahaan dalam mengelola sumber daya pada tahun berjalan. Pada penelitian ini nilai perusahaan diproksikan dengan *Tobin's Q*. Pengukuran kinerja dengan menggunakan *Tobin's Q* tidak hanya memberikan gambaran pada aspek fundamental saja, tetapi juga sejauh mana pasar menilai perusahaan dari berbagai aspek yang dilihat oleh pihak luar termasuk investor. *Tobin's Q* mewakili sejumlah variabel yang penting dalam pengukuran kinerja, antara lain aktiva tercatat perusahaan, kecenderungan pasar yang memadai seperti pandangan-pandangan analis mengenai prospek perusahaan, dan variabel modal intelektual atau *intangible asset*. *Tobin's Q* dapat diformulasikan sebagai berikut (Chung dan Pruitt, 1994):

$$Q = \frac{MVE + DEBT}{TA} \dots\dots (3)$$

Keterangan:

- Q = Nilai perusahaan
- MVE = Nilai pasar ekuitas (jumlah saham beredar \times *closing price*)
- DEBT = (Utang lancar – aset lancar) + nilai buku persediaan + utang jangka panjang
- TA = Nilai buku total aset

Kebijakan dividen pada dasarnya adalah penentuan besarnya porsi keuntungan yang akan dibagikan kepada para pemegang saham. Kebijakan

pembayaran dividen merupakan hal penting yang menyangkut apakah arus kas akan dibayarkan kepada investor atau akan ditahan untuk diinvestasikan kembali oleh perusahaan. Dalam penelitian ini, kebijakan dividen diukur dengan *Dividend Payout Ratio* (DPR) yang dirumuskan sebagai berikut (Wiagustini, 2010:81):

$$\text{Dividend Payout Ratio} = \frac{\text{Dividend per Share}}{\text{Earnings per Share}} \dots (4)$$

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2011-2013. Dari jumlah populasi sebanyak 155 perusahaan akan diambil sejumlah tertentu sebagai sampel. Dalam penelitian ini pengambilan sampel menggunakan metode *purposive sampling*, dimana kriteria perusahaan manufaktur yang dijadikan sampel dalam penelitian ini adalah: 1) Perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada periode 2011-2013; 2) Perusahaan tidak mengalami *delisting* selama periode pengamatan; 3) Laporan Tahunan perusahaan dinyatakan dalam rupiah (Rp); dan 4) Perusahaan membagikan dividen secara berturut-turut selama periode pengamatan.

Berdasarkan kriteria di atas, perusahaan yang memenuhi persyaratan sebagai sampel penelitian berjumlah 30 (tiga puluh) perusahaan manufaktur. Dari jumlah tersebut, terdapat 5 (lima) data bersifat *outlier* yang harus dikeluarkan dari sampel penelitian, sehingga sampel penelitian berkurang menjadi 25 (dua puluh lima) perusahaan manufaktur.

Metode pengumpulan data yang digunakan dalam penelitian ini adalah metode observasi non partisipan. Data observasi berupa Laporan Tahunan Perusahaan Manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode

2011-2013. Teknik analisis data yang digunakan adalah teknik analisis jalur (*path analysis*). Analisis jalur merupakan perluasan dari analisis regresi linear berganda, untuk menaksir hubungan kausalitas antar variabel yang berjenjang berdasarkan teori yang terdiri dari pengaruh langsung dan tidak langsung (Utama, 2012:156).

Persamaan regresi yang dapat dibentuk adalah sebagai berikut:

$$DPR = b_1DPRMBVE + b_2DPRFCF + e_1 \dots\dots (5)$$

$$Q = b_3QMBVE + b_4QFCF + b_5QDPR + e_2 \dots\dots (6)$$

Keterangan:

Q = *Tobin's Q* (proksi nilai perusahaan)

MBVE = *Market to Book Value of Equity* (proksi *investment opportunity set*)

FCF = *Free Cash Flow*

DPR = *Dividend Payout Ratio* (proksi kebijakan dividen)

HASIL DAN PEMBAHASAN

Statistik deskriptif digunakan untuk memberikan gambaran dan informasi tentang data variabel-variabel penelitian yang meliputi jumlah sampel, nilai minimum, nilai maksimum, nilai rata-rata, dan deviasi standar. Hasil analisis statistik deskriptif pada penelitian ini disajikan pada Tabel 1.

Tabel 1.
Statistik Deskriptif Variabel Penelitian

Variabel	N	Minimum	Maksimum	Rata-rata	Deviasi Standar
TOBINS Q	75	0,2141	6,5731	1,9579	1,4171
MBVE	75	0,4106	8,9941	3,0721	2,0352
FCF	75	-0,3478	0,3000	-0,0034	0,1124
DPR	75	0,0349	1,8979	0,4008	0,2789

Sumber: Hasil Pengolahan Data SPSS

Berdasarkan Tabel 1 variabel-variabel penelitian yang dijelaskan dalam uji statistik deskriptif adalah sebagai berikut. Variabel nilai perusahaan diproksikan dengan *Tobin's Q*. *Tobin's Q* merupakan indikator yang digunakan untuk

mengukur nilai perusahaan yang menunjukkan suatu proforma manajemen dalam mengelola aset perusahaan. Nilai *Tobin's Q* menggambarkan suatu kondisi potensi pertumbuhan perusahaan. Hasil dari analisis statistik deskriptif menunjukkan *Tobin's Q* memiliki nilai minimum sebesar 0,2141 dan nilai maksimum sebesar 6,5731. Rata-rata sebesar 1,9579 dan deviasi standar sebesar 1,4171 dimana nilai deviasi standar lebih kecil dari nilai rata-ratanya menunjukkan tidak adanya fluktuasi nilai perusahaan yang besar pada perusahaan manufaktur yang menjadi sampel.

Variabel *investment opportunity set* diproksikan dengan *Market to Book Value of Equity* (MBVE). MBVE mencerminkan pasar menilai *return* dari investasi perusahaan di masa depan dari *return* yang diharapkan dari ekuitasnya. Hasil dari analisis statistik deskriptif menunjukkan MBVE memiliki nilai minimum sebesar 0,4106 dan nilai maksimum sebesar 8,9941. Rata-rata sebesar 3,0721 dan deviasi standar sebesar 2,0352 dimana nilai deviasi standar lebih kecil dari nilai rata-ratanya menunjukkan tidak adanya fluktuasi *investment opportunity set* yang besar pada perusahaan manufaktur yang menjadi sampel.

Free Cash Flow (FCF) merupakan arus kas yang benar-benar tersedia untuk dibayarkan kepada investor setelah perusahaan melakukan investasi dalam aktiva tetap, produk baru, dan modal kerja yang dibutuhkan untuk mempertahankan operasi yang sedang berjalan. Hasil dari analisis statistik deskriptif menunjukkan FCF memiliki nilai minimum sebesar -0,3478 dan nilai maksimum sebesar 0,3000. Rata-rata sebesar -0,0034 dan deviasi standar sebesar 0,1124 dimana nilai

deviasi standar lebih besar dari nilai rata-ratanya menunjukkan adanya fluktuasi *free cash flow* yang besar pada perusahaan manufaktur yang menjadi sampel.

Variabel kebijakan dividen diproksikan dengan *Dividend Payout Ratio* (DPR). DPR merupakan persentase dari pendapatan yang akan dibayarkan kepada pemegang saham sebagai *cash dividend*. Hasil dari analisis statistik deskriptif menunjukkan DPR memiliki nilai minimum sebesar 0,0349 dan nilai maksimum sebesar 1,8979. Rata-rata sebesar 0,4008 dan deviasi standar sebesar 0,2789 dimana nilai deviasi standar lebih kecil dari nilai rata-ratanya menunjukkan tidak adanya fluktuasi kebijakan dividen yang besar pada perusahaan manufaktur yang menjadi sampel.

Tabel 2.
Hasil Uji Normalitas

<i>Kolmogorov-Smirnov Z</i>	<i>Unstandardized Residual</i>
N	75
<i>Asymp. Sig</i>	0,321

Sumber: Hasil Pengolahan Data SPSS

Hasil pengujian statistik dengan menggunakan *Statistical Product and Service Solutions* (SPSS) menunjukkan bahwa variabel *Tobin's Q*, *Market to Book Value of Equity* (MBVE), *Free Cash Flow* (FCF), *Dividend Payout Ratio* (DPR) dan residual model yang dibuat telah berdistribusi normal. Hal ini ditunjukkan oleh nilai *Asymp. Sig* (0,321) yang lebih besar dari 0,05. Dengan demikian, model yang dibuat pantas digunakan untuk analisis lebih lanjut.

Tabel 3.
Hasil Uji Autokorelasi

Model	<i>Durbin-Watson</i>
1	1,822

Sumber: Hasil Pengolahan Data SPSS

Dengan *level of significant* sebesar 5 persen, $n = 75$, dan jumlah variabel bebas (k') sebanyak 3, maka diperoleh nilai $d_L = 1,54$ dan $d_U = 1,71$ (Lampiran 3). Oleh karena nilai *Durbin-Watson* sebesar 1,822 lebih besar dari batas atas (d_U) yakni 1,71 dan kurang dari 2,29 ($4-d_U$), maka dapat disimpulkan bahwa d statistik berada pada daerah tidak ada autokorelasi atau model regresi yang dibuat tidak mengandung gejala autokorelasi, sehingga layak digunakan untuk memprediksi.

Tabel 4.
Hasil Uji Multikolinearitas

Variabel	Tolerance	VIF
MBVE	0,911	1,098
FCF	0,802	1,247
DPR	0,751	1,332

Sumber: Hasil Pengolahan Data SPSS

Berdasarkan Tabel 4 diketahui bahwa nilai *tolerance* semua variabel eksogen lebih besar dari 0,10 dan nilai VIF semua variabel eksogen lebih kecil dari 10,00. Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat gejala multikolinearitas dari model regresi yang dibuat, sehingga model tersebut layak digunakan untuk memprediksi.

Tabel 5.
Hasil Uji Heteroskedastisitas

Variabel	Sig.	Keterangan
MBVE	0,065	Bebas heteroskedastisitas
FCF	0,095	Bebas heteroskedastisitas
DPR	0,765	Bebas heteroskedastisitas

Sumber: Hasil Pengolahan Data SPSS

Berdasarkan Tabel 5 terlihat bahwa nilai *sig.* pada masing-masing variabel berada di atas 0,05. Dengan demikian, model yang dibuat tidak mengandung gejala heteroskedastisitas, sehingga layak digunakan untuk memprediksi.

Di dalam menguji validitas model pada analisis jalur digunakan koefisien determinasi total yang diukur dengan:

$$\begin{aligned} P_{e1} &= \sqrt{1 - R^2} \\ &= \sqrt{1 - 0,249} \\ &= 0,751 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} P_{e2} &= \sqrt{1 - R^2} \\ &= \sqrt{1 - 0,681} \\ &= 0,319 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} R_m^2 &= 1 - (1_{11}^1 \cdot 1_{11}^1) \\ &= 1 - (0,751^2 \times 0,319^2) \\ &= 0,943 \end{aligned}$$

Sesuai dengan perhitungan di atas diperoleh nilai $R_m^2 = 0,943$. Koefisien determinasi total sebesar 0,943 mempunyai arti bahwa sebesar 94,3 persen informasi yang terkandung dapat dijelaskan oleh model yang dibentuk, sedangkan sisanya, yaitu 5,7 persen dijelaskan oleh variabel lain di luar model. P_{ei} merupakan *standard error of estimate* dari model regresi. P_{e1} sebesar 0,751 berarti bahwa banyaknya kesalahan dalam prediksi kebijakan dividen sebesar 75,1 persen. P_{e2} sebesar 0,319 berarti bahwa banyaknya kesalahan dalam prediksi nilai perusahaan sebesar 31,9 persen.

Tabel 6.
Ringkasan Koefisien Jalur

Regresi	Koef. Reg. Standar	Standard Error	t Hitung	P. Value	Keterangan
MBVE → DPR	0,232	0,014	2,243	0,028	Signifikan
FCF → DPR	0,407	0,257	3,937	0,000	Signifikan
MBVE → Q	0,786	0,047	11,611	0,000	Signifikan
FCF → Q	0,150	0,854	2,222	0,029	Signifikan
DPR → Q	0,258	0,575	2,286	0,025	Signifikan

Sumber: Hasil Pengolahan Data SPSS

Berdasarkan hasil yang diperoleh dari hasil analisis regresi linear berganda, maka model persamaan yang dapat dibentuk adalah sebagai berikut:

$$\text{DPR} = 0,232 \text{ MBVE} + 0,407 \text{ FCF} + e_1 \dots\dots (7)$$

$$\text{Q} = 0,799 \text{ MBVE} + 0,173 \text{ FCF} + 0,258 \text{ DPR} + e_2 \dots\dots (8)$$

Pengaruh kebijakan dividen dalam memediasi pengaruh *investment opportunity set* pada nilai perusahaan ditunjukkan oleh perkalian koefisien (b_1b_5) yang diuji dengan *Sobel Test* sebagai berikut:

$$\begin{aligned} \text{Sb}_1\text{b}_5 &= \sqrt{\text{b}_5^2\text{Sb}_1^2 + \text{b}_1^2\text{Sb}_5^2 + \text{Sb}_1^2\text{Sb}_5^2} \\ &= \sqrt{(0,258^2 \times 0,014^2) + (0,232^2 \times 0,575^2) + (0,014^2 \times 0,575^2)} \\ &= 0,021472362 \end{aligned}$$

Untuk menghitung t statistik pengaruh mediasi menggunakan rumus berikut:

$$\begin{aligned} t &= \frac{\text{b}_1\text{b}_5}{\text{Sb}_1\text{b}_5} \\ &= \frac{0,059856}{0,021472362} \\ &= 2,787583406 \\ &= 2,788 \text{ (dibulatkan)} \end{aligned}$$

Dengan tingkat signifikansi sebesar 0,050 dan *degree of freedom* (df) = 72 maka t tabel = 1,666. Dari perhitungan di atas dapat disimpulkan bahwa t hitung (2,788) lebih besar dari t tabel (1,666), sehingga kebijakan dividen dapat memediasi pengaruh *investment opportunity set* pada nilai perusahaan.

Pengaruh kebijakan dividen dalam memediasi pengaruh *free cash flow* pada nilai perusahaan ditunjukkan oleh perkalian koefisien (b_2b_5) yang diuji dengan *Sobel Test* sebagai berikut:

$$\begin{aligned} Sb_2b_5 &= \sqrt{b_5^2 Sb_2^2 + b_2^2 Sb_5^2 + Sb_2^2 Sb_5^2} \\ &= \sqrt{(0,258^2 \times 0,257^2) + (0,407^2 \times 0,575^2) + (0,257^2 \times 0,575^2)} \\ &= 0,142911151 \end{aligned}$$

Untuk menghitung t statistik pengaruh mediasi menggunakan rumus berikut:

$$\begin{aligned} t &= \frac{b_2b_5}{Sb_2b_5} \\ &= \frac{0,105006}{0,142911151} \\ &= 0,734764217 \\ &= 0,735 \text{ (dibulatkan)} \end{aligned}$$

Dengan tingkat signifikansi sebesar 0,050 dan *degree of freedom* (df) = 71 maka t tabel = 1,667. Dari perhitungan di atas dapat disimpulkan bahwa t hitung (0,735) lebih kecil dari t tabel (1,667), sehingga kebijakan dividen tidak dapat memediasi pengaruh *free cash flow* pada nilai perusahaan.

Hasil uji pada Tabel 6 menunjukkan bahwa taraf signifikansi pengaruh *investment opportunity set* pada kebijakan dividen sebesar $0,028 < 0,050$ dan koefisien regresi sebesar 0,232 dengan arah positif, sementara hipotesis menyatakan arah negatif. Hasil penelitian ini menolak hipotesis pertama. Hal ini

menunjukkan bahwa semakin meningkat nilai IOS maka akan menyebabkan pembayaran dividen yang juga meningkat, demikian juga sebaliknya. Hasil penelitian ini mengindikasikan bahwa dana yang dimiliki oleh perusahaan manufaktur mampu untuk membiayai investasi perusahaan dan membagikan dividen pada saat yang bersamaan. Secara umum, investor di Indonesia lebih menyukai adanya pembagian dividen karena kas di tangan lebih bernilai daripada kekayaan dalam bentuk lain, sehingga perusahaan dapat mengambil kesempatan investasi sejalan dengan pembagian dividen.

Berdasarkan Tabel 6 menunjukkan bahwa koefisien regresi dari *free cash flow* pada kebijakan dividen adalah sebesar 0,407 dengan taraf signifikansi $0,000 < 0,050$. Hasil penelitian ini menerima hipotesis kedua. Semakin tinggi *free cash flow* maka semakin tinggi pula pembayaran dividen, atau sebaliknya. Untuk menghindari penyalahgunaan *free cash flow*, perusahaan dapat mendistribusikannya dalam bentuk dividen kepada pemegang saham (Crutchley dan Hansen, 1989). Jensen (1986) menyatakan bahwa tekanan pasar akan mendorong manajer untuk mendistribusikan *free cash flow* kepada pemegang saham.

Tabel 6 menunjukkan bahwa koefisien regresi dari *Investment Opportunity Set* (IOS) pada nilai perusahaan adalah sebesar 0,799 dengan taraf signifikansi $0,000 < 0,050$. Hasil penelitian ini menerima hipotesis ketiga. Semakin tinggi nilai IOS maka akan semakin tinggi pula nilai perusahaan, demikian juga sebaliknya. *Signaling theory* menyatakan bahwa investor akan menerima sinyal positif dari perusahaan yang memiliki nilai IOS tinggi karena dianggap memiliki prospek

pertumbuhan yang bagus di masa yang akan datang. Dengan demikian harga saham yang digunakan sebagai indikator penilaian terhadap nilai perusahaan juga akan meningkat (Wahyudi dan Pawestri, 2006).

Hasil uji pada Tabel 6 menunjukkan bahwa koefisien regresi dari *free cash flow* pada nilai perusahaan adalah sebesar 0,173 dengan taraf signifikansi $0,024 < 0,050$. Hasil penelitian ini menerima hipotesis keempat. Hal ini menunjukkan bahwa semakin besar *free cash flow* yang terdapat dalam suatu perusahaan, maka semakin tinggi nilai perusahaan, demikian juga sebaliknya. Vogt dan Vu (2000) menyatakan bahwa perusahaan yang memiliki *free cash flow* paling tinggi akan memiliki *return* yang lebih besar dibandingkan dengan perusahaan yang memiliki *free cash flow* rendah. *Free cash flow* mencerminkan kas yang benar-benar tersedia dan tidak digunakan untuk membiayai kegiatan operasional perusahaan. Oleh karena itu, manajer membuat perusahaan menjadi lebih bernilai dengan meningkatkan *free cash flow* (Husnan, 2002:87). Selain itu, *free cash flow* harus dibayarkan kepada pemegang saham dalam bentuk dividen jika perusahaan ingin memaksimalkan nilainya, karena hal tersebut akan dianggap sebagai sinyal positif bagi para investor.

Berdasarkan Tabel 6 menunjukkan bahwa koefisien regresi dari kebijakan dividen pada nilai perusahaan adalah sebesar 0,258 dengan taraf signifikansi $0,025 < 0,050$. Hasil penelitian ini menerima hipotesis kelima. Hal ini berarti semakin tinggi pembagian dividen maka nilai perusahaan akan semakin tinggi, atau sebaliknya. Hasil penelitian mendukung *bird in the hand theory* yang menyatakan bahwa investor lebih menyukai perusahaan yang membagikan

dividen karena adanya kepastian tentang *return* investasi serta dapat mengantisipasi risiko ketidakpastian tentang kebangkrutan perusahaan (Sugiarto, 2011). Selain itu, pembagian dividen lebih kecil risikonya dibandingkan dengan *capital gain* sehingga pembayaran dividen yang tinggi akan meminimumkan biaya modal yang pada gilirannya akan meningkatkan nilai perusahaan. Hasil penelitian ini juga mendukung hasil penelitian Fenandar dan Raharja (2012), Wijaya dan Wibawa (2010) serta Sujoko dan Soebiantoro (2007).

Berdasarkan *Sobel Test* untuk menguji kebijakan dividen dalam memediasi pengaruh *investment opportunity set* pada nilai perusahaan menunjukkan bahwa nilai t hitung (2,788) lebih besar dari t tabel (1,666). Hasil penelitian ini menerima hipotesis keenam. Sesuai dengan ketentuan Baron dan Kenny (1986) dalam Fahmi, dkk (2014), diperoleh bahwa: 1) *Investment opportunity set* berpengaruh positif pada nilai perusahaan; 2) *Investment opportunity set* berpengaruh positif pada kebijakan dividen; dan 3) Kebijakan dividen berpengaruh positif pada nilai perusahaan. Dengan demikian kebijakan dividen memediasi pengaruh *investment opportunity set* pada nilai perusahaan secara parsial. Hasil penelitian ini mengindikasikan bahwa investasi yang dilakukan perusahaan manufaktur memberikan tingkat keuntungan yang baik sehingga perusahaan dapat membagikan dividen yang tinggi. Ketika perusahaan mampu berinvestasi dengan baik dan kemudian mampu membagikan dividen kepada para pemegang saham pada saat yang bersamaan, maka hal tersebut akan direspon positif oleh pasar sehingga dapat meningkatkan harga saham yang digunakan sebagai indikator nilai

perusahaan. Hasil penelitian ini bertentangan dengan penelitian yang dilakukan oleh Embara, dkk (2012)

Berdasarkan *Sobel Test* untuk menguji kebijakan dividen dalam memediasi pengaruh *free cash flow* pada nilai perusahaan menunjukkan bahwa nilai t hitung (0,735) lebih kecil dari t tabel (1,667). Hasil penelitian ini menolak hipotesis ketujuh. Ketidakmampuan kebijakan dividen memediasi pengaruh *free cash flow* pada nilai perusahaan disebabkan oleh banyaknya perusahaan yang memiliki *free cash flow* negatif (sebanyak 52% dari jumlah data amatan), sehingga proporsi kebijakan dividen bisa jadi menurun atau bernilai tetap. Karena tidak adanya peningkatan di dalam proporsi pembagian dividen, maka minat investor untuk berinvestasi menjadi lemah sehingga tidak dapat memengaruhi nilai perusahaan. Hasil penelitian ini bertentangan dengan penelitian yang dilakukan oleh Embara, dkk (2012)

SIMPULAN DAN SARAN

Berdasarkan hasil analisis yang diperoleh, disimpulkan bahwa *investment opportunity set* dan *free cash flow* berpengaruh positif pada kebijakan dividen; *investment opportunity set*, *free cash flow* dan kebijakan dividen berpengaruh positif pada nilai perusahaan; *investment opportunity set* berpengaruh pada nilai perusahaan melalui kebijakan dividen; dan *free cash flow* tidak berpengaruh pada nilai perusahaan melalui kebijakan dividen.

Penelitian ini mempunyai beberapa keterbatasan yang dapat dipertimbangkan untuk penelitian selanjutnya, di antaranya: 1) Obyek penelitian yang hanya terkonsentrasi pada sub sektor manufaktur di Bursa Efek Indonesia

sehingga jumlah sampel penelitian terbatas; dan 2) Periode penelitian yang cukup pendek yaitu dari tahun 2011-2013. Periode ini dipilih karena merupakan periode emas bagi pertumbuhan ekonomi di Indonesia, sehingga menjadi salah satu pertimbangan di dalam menentukan periode penelitian untuk melihat dampak pertumbuhan ekonomi tersebut terhadap kebijakan-kebijakan yang dikeluarkan oleh perusahaan manufaktur di Indonesia.

Berlandaskan simpulan dan keterbatasan penelitian di atas, maka saran yang dapat diberikan antara lain: 1) Perusahaan agar mengambil keputusan investasi dan kebijakan dividen sesuai dengan kondisi keuangan perusahaan, sehingga optimalisasi nilai perusahaan yang merupakan tujuan utama perusahaan dapat tercapai. Selain untuk meningkatkan kemakmuran pemegang saham, juga untuk menjaga kelangsungan hidup perusahaan; 2) Nilai perusahaan merupakan tujuan jangka panjang suatu perusahaan. Oleh karena itu kesempatan investasi, *free cash flow*, dan kebijakan dividen periode-periode sebelumnya dapat digunakan sebagai prediktor nilai perusahaan di masa depan; 3) Sejalan dengan pengaruh positif antara *Investment Opportunity Set (IOS)* pada kebijakan dividen, diduga terdapat kelemahan pada jumlah sampel. Oleh karena itu, penelitian selanjutnya diharapkan dapat memperluas jumlah sampel dan periode penelitian sehingga hasil akhir yang diperoleh sesuai dengan hasil yang diharapkan; dan 4) Sejalan dengan ketidakmampuan kebijakan dividen memediasi pengaruh *free cash flow* pada nilai perusahaan, penelitian selanjutnya diharapkan mencoba menggunakan variabel lain sebagai variabel mediasi, sehingga hasil akhir yang diperoleh sesuai dengan hasil yang diharapkan.

REFERENSI

- Amihud, Y. dan K. Li. 2002. The Declining Information Content of Dividend Announcement and The Effect of Institutional Holding. *FIN Working Paper* No. 02-061 Stern School of Business, New York University.
- Andini, Ni Wayan Lady dan Ni Gusti Putu Wirawati. 2014. Pengaruh *Cash Flow* pada Kinerja Keuangan dan Implikasinya pada Nilai Perusahaan Manufaktur. *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana* 7.1 (2014):107-121.
- Arieska, Metha dan Barbara Gunawan. 2011. Pengaruh Aliran Kas Bebas dan Keputusan Pendanaan terhadap Nilai Pemegang Saham dengan Set Kesempatan Investasi dan Dividen sebagai Variabel Moderasi. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan* Vol. 13, No. 1, Mei 2011: 13-23.
- Astriani, Eno Putri. 2014. Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Leverage, Profitabilitas, Ukuran Perusahaan dan Investment Opportunity Set terhadap Nilai Perusahaan. *Skripsi* Sarjana Jurusan Akuntansi Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Padang, Sumatera Barat.
- Ayuningtias, Dwi dan Kurnia. 2013. Pengaruh Profitabilitas terhadap Nilai Perusahaan: Kebijakan Dividen dan Kesempatan Investasi sebagai Variabel Antara. *Jurnal Ilmu dan Riset Akuntansi* Volume 1 Nomor 1, Januari 2013.
- Brigham, E.F., dan J. Houston. 2001. *Manajemen Keuangan*. Penerjemah Hermawan Wibowo. Edisi Kedelapan. Edisi Indonesia. Buku II. Jakarta: Erlangga.
- Chang, S.C, S.S. Chen, A. Hsing and C. W. Huang. 2007. Investment Opportunities, Free Cash Flow, and Stock Valuation Effects of Secured Debt Offerings. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 28 (4), pg: 123-145.
- Chung, R., M. Firth and J. B. Kim. 2005. FCF Agency Costs, Earnings Management, and Investor Monitoring. *Corporate Ownership and Control*, 2 (4), pg: 51-61.
- Crutchley, C., and R. Hansen. 1989. A Test of the Agency Theory of Managerial Ownership, Corporate Leverage, and Corporate Dividends. *Financial Management* 18, Winter, pg. 36-46.
- Delira, Novalia. 2007. Pengaruh IOS dan Manajemen Laba terhadap Nilai Perusahaan. *Skripsi* Universitas Negeri Padang, Sumatera Barat.
- Easterbrook, F.H. 1984. Two Agency Cost Explanation of Dividends. *American Economic Review*, Vol. 74, [4]: 650-659.

- Embara, Cecilia Triana Dewi Lestari, Ni Luh Putu Wiagustini dan Ida Bagus Badjra. 2012. Variabel-variabel yang Berpengaruh terhadap Kebijakan Dividen serta Harga Saham pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Manajemen, Strategi Bisnis, dan Kewirausahaan* Vol. 6, No. 2 Agustus 2012.
- Erlangga, Enggar. 2009. Pengaruh Kinerja Keuangan terhadap Nilai perusahaan dengan pengungkapan CSR, *Good Corporate Governance*, dan Kebijakan Dividen sebagai Variabel Pemoderasi. *Skripsi* Fakultas Ekonomi Universitas Muhammadiyah Yogyakarta.
- Fahmi, M. Lutfi Al, Amri dan Sulaiman. 2014. Pengaruh Dukungan Perusahaan dan Kepemimpinan terhadap Kinerja Karyawan serta Dampaknya pada Kinerja PT. Bank Syariah Mandiri Cabang Langsa, Aceh. *Jurnal Manajemen Pascasarjana Universitas Syiah Kuala* Vol. 3, No. 1, pp. 92-103.
- Fenandar, Gany Ibrahim dan Surya Raharja. 2012. Pengaruh Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan, dan Kebijakan Dividen terhadap Nilai Perusahaan. *Diponegoro Journal of Accounting* Volume 1, Nomor 2, hal. 1-10.
- Firdhayatin, Septy Kurnia dan Nurul Hasanah Uswati Dewi. 2012. Analisis Nilai Perusahaan, Kinerja Perusahaan dan Kesempatan Bertumbuh Perusahaan terhadap Return Saham pada Perusahaan Manufaktur yang Listing di BEI. *The Indonesian Accounting Review* Volume 2, No. 2, July 2012, pages 203-214.
- Gaver, Jennifer J. dan Kenneth M. Gaver. 1993. Additional Evidence of The Association Between The Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend, and Compensation Policies. *Journal of Accounting and Economics*, 1993, Vol. 16, Issue 1-3, pages 125-160.
- Gregory, A. dan Yuan-Hsin Wang. 2010. Cash Acquirers: Free Cash Flow, Shareholder Monitoring, and Shareholder Returns. *Discussion Paper* No: 10/07, University of Exeter, UK.
- Hasnawati, Sri. 2005. Implikasi Keputusan Investasi, Pendanaan, dan Deviden terhadap Nilai Perusahaan Publik di Bursa Efek Jakarta. *Usahawan*: No.09/Th XXXIX, September 2005.
- Husnan, Suad. 2002. *Dasar-dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas* Edisi Ketiga. Yogyakarta: UPP AMP YKPN.
- Jensen, M.C. 1986. Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *American Economics Review*, 76. May 1986, pg: 232-329.

- , 1988. Takeovers: Their Causes and Consequences. *Journal of Economic Perspectives*, 2 (1), pg: 21-48.
- Jensen, M. and W. Meckling. 1976. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, (3): 305 – 360.
- Kallapur, Sanjay dan Mark A. Trombley. 1999. The Association Between Investment Opportunity Set Proxies and Realized Growth. *Journal of Business & Accounting* 26, April/May, 505519.
- Myers, S.C. 1984. The Capital Structure Puzzle. *Journal of Finance*, Vol. 39, pg: 572-592.
- Pratiska, Ni Gusti Ayu Putu Silka. 2013. Pengaruh IOS, Leverage, dan Dividend Yield terhadap Profitabilitas dan Nilai Perusahaan Sektor Manufaktur di BEI. *E-Jurnal Ekonomi dan Bisnis Universitas Udayana* Vol. 02, No. 03.
- Puspitasari, Novia Ayu dan Darsono. 2014. Faktor-faktor yang Berpengaruh terhadap Kebijakan Dividen. *Diponegoro Journal of Accounting* Volume 3, Nomor 2, Tahun 2014, Halaman 1-8.
- Rizqia, Dwita Ayu, Siti Aisjah dan Sumiati. 2013. Effect of Managerial Ownership, Financial Leverage, Profitability, Firm Size, and Investment Opportunity on Dividend Policy and Firm Value. *Research Journal of Finance and Accounting* Vol. 4, No. 11.
- Rosdini, Dini. 2009. Pengaruh Free Cash Flow terhadap Dividend Payout Ratio. *Working Paper in Accounting and Finance*.
- Ross, S. 1977. The Determinant of Financial Structure: The Incentive Signaling Approach. *Bell Journal of Economics*. Spring: 23-40.
- Smith, Richard L. dan Kim, Joo Hyun. 1994. The Combined Effects of Free Cash Flow and Financial Slack of Bidder and Target Stock Returns. *Journal of Business* Vol. 67, No. 2.
- Sugiarto, Melanie. 2011. Pengaruh Struktur Kepemilikan dan Kebijakan Dividen terhadap Nilai Perusahaan dengan Kebijakan Hutang sebagai Intervening. *Jurnal Akuntansi Kontemporer*, Vol. 3 No. I, Hal. 1-25.
- Suharli, Michell. 2007. Pengaruh Profitability dan Investment Opportunity Set terhadap Kebijakan Dividen Tunai dengan Likuiditas sebagai Variabel Penguat. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*, Vol. 9, No. 1.

- Sujoko dan Ugy Soebiantoro. 2007. Pengaruh Kepemilikan Saham, Leverage, Faktor Intern dan Faktor Ekstern terhadap Nilai Perusahaan (Studi Empirik pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Jakarta). *Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan*, Nol 9, No.1, hal 41-48.
- Szewczyk, S. H., G. P. Tsetsekos dan Z. Zantout. 1996. The Valuation of Corporate R&D Expenditures: Evidence from Investment Opportunities and Free Cash Flow. *Financial Management*, 25 (1), pg : 105-110.
- Thanatawee, Y. 2011. Life-Cycle Theory and Free Cash Flow Hypothesis: Evidence Policy in Thailand. *International Journal of Financial Research*. Vol 2, No. 2; July 2011.
- Utama, Suyana. 2012. Aplikasi Analisis Kuantitatif. Denpasar: Universitas Udayana.
- Vogt, Stephen C and Joseph D Vu. 2000. Free Cash Flow and Long-Run Firm Value : Evidence From The Value Line Investment Survey. *Journal of Managerial Issues*, 12 (2), pg: 188.
- Wahyudi, U. dan H. P. Pawestri. 2006. Implikasi Struktur Kepemilikan terhadap Nilai Perusahaan: dengan Keputusan Keuangan sebagai Variabel Intervening. *Simposium Nasional Akuntansi 9 Padang*, hal: 1-25.
- Wang, George Yungchih. 2010. The Impacts of Free Cash Flows and Agency Costs on Firm Performance. *Journal Service Science & Management*. Vol.3, pg: 408-418, Department of International Business, National Kaohsiung University of Applied Sciences, Kaohsiung, Taiwan, China.
- Wiagustini, Ni Luh Putu. 2010. Dasar-dasar Manajemen Keuangan. Edisi Pertama. Denpasar: Udayana University Press.
- Wijaya, Lihan Rini Puspo dan Anas Wibawa. 2010. Pengaruh Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan, dan Kebijakan Dividen terhadap Nilai Perusahaan. *Simposium Nasional Akuntansi XIII Purwokerto 2010*.
- Wild, John J., Subramanyam, K. R. dan Halsey, R. F. 2007. *Financial Statement Analysis*, Ninth Edition, International Edition. Singapore: Mc. Graw Hill.
- Wirjono, Endang Raino. 2009. Pengaruh Set Kesempatan Investasi terhadap Hubungan antara Kepemilikan Manajerial dan Aliran Kas Bebas dengan Tingkat Leverage Perusahaan. *Kinerja*, Volume 13, No.1 Th. 2009: Hal.122-134.

www.bps.go.id. Industri Besar dan Sedang: Jumlah Perusahaan Industri Besar Sedang Menurut Subsektor (2 digit KBLI), 2000-2014. (Diunduh pada tanggal 23 September 2015).

www.idx.co.id. Perusahaan Tercatat: Laporan Keuangan dan Tahunan. (Diunduh pada tanggal 12 Mei 2015).