



**PENGARUH PROFITABILITAS DAN *FREE CASH FLOW* PADA KEBIJAKAN DIVIDEN DENGAN *INVESTMENT OPPORTUNITY SET* SEBAGAI MEDIASI**

**Ida Bagus Putera Raditya<sup>1</sup> Eka Ardhani Sisdyani<sup>2</sup>**

**Article history:**

Submitted: 22 Mei 2023

Revised: 30 Mei 2023

Accepted: 12 Juni 2023

**Keywords:**

*Dividen Policy;*

*Free Cash Flow;*

*Investment Opportunity Set;*

*Profitability;*

**Kata Kunci:**

Arus Kas Bebas;

Kebijakan Dividen;

Kesempatan Investasi;

Profitabilitas;

**Koresponding:**

Fakultas Ekonomi dan Bisnis

Universitas Udayana, Bali,

Indonesia

Email:

[Putera.rdt@gmail.com](mailto:Putera.rdt@gmail.com)

**Abstract**

Research investigates the influence of profitability and free cash flow on dividend policy, with investment opportunity set as the mediating variable. The study involves companies listed in the SRI-KEHATI index as the research subjects. Purposive sampling using path analysis was employed, with 86 observations. The findings indicate that profitability does not have a significant effect on investment opportunity set. Conversely, free cash flow has a significant negative impact on investment opportunity set. Profitability also does not have a significant influence on dividend policy, while free cash flow has a significant positive effect on dividend policy. Investment opportunity set does not have a significant influence on dividend policy. However, the research results suggest that investment opportunity set acts as a mediating variable in the relationship between profitability, free cash flow, and dividend policy.

**Abstrak**

Penelitian ini menginvestigasi dampak profitabilitas dan *free cash flow* terhadap kebijakan dividen, dengan *investment opportunity set* yang menjadi variabel mediasi. Kajian ini melibatkan perusahaan yang terindeks SRI-KEHATI sebagai subjek penelitian. Metode yang digunakan adalah *purposive sampling* dengan alat analisis menggunakan *path analysis*, dengan 86 pengamatan. Hasil penelitian menunjukkan bahwa profitabilitas tidak memiliki pengaruh signifikan pada *investment opportunity set*. Sementara itu, *free cash flow* memiliki pengaruh negatif yang signifikan pada *investment opportunity set*. Profitabilitas juga tidak memiliki pengaruh signifikan pada kebijakan dividen, sedangkan *free cash flow* memiliki pengaruh positif yang signifikan pada kebijakan dividen. *Investment opportunity set* tidak memiliki pengaruh signifikan pada kebijakan dividen. Namun, hasil penelitian menunjukkan bahwa *investment opportunity set* berperan sebagai variabel mediasi dalam pengaruh profitabilitas dan *free cash flow* terhadap kebijakan dividen.

Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Udayana, Bali, Indonesia<sup>2</sup>

Email: [ekasisdyani@gmail.com](mailto:ekasisdyani@gmail.com)

## PENDAHULUAN

Investasi saham memiliki dua keuntungan, yaitu pembagian dividen dari laba perusahaan dan kenaikan harga saham. Dividen adalah harapan utama pemegang saham (Arseto dan Jufrizen, 2018). Investor memilih perusahaan yang tumbuh dan menghasilkan keuntungan setiap tahunnya untuk mendapatkan pengembalian yang baik (Mangundap et al., 2017). Undang-Undang No. 40 Tahun 2007 tentang Perseroan Terbatas menetapkan kebijakan dividen ditentukan dalam Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS). Pemegang saham mayoritas menggunakan laporan keuangan untuk menentukan jumlah dividen (Nurdin dan Syahdan, 2020).

Besaran dividen dipengaruhi oleh laba yang diperoleh perusahaan. Profitabilitas yaitu indikator yang menggambarkan daya suatu perusahaan untuk menghasilkan laba dengan pemanfaatan semua potensi dan sumber daya yang dimilikinya, seperti aktivitas penjualan, arus kas, jumlah karyawan, modal, total cabang, & faktor-faktor lainnya (Rifai et al., 2022). Perusahaan dengan arus kas bebas yang besar terindikasi adanya masalah keagenan (*agency cost*) karena manajer akan bertindak opportunistik dengan manajemen laba seperti investasi pada proyek yang kurang menguntungkan, investasi yang berlebihan, dan penyalahgunaan dana yang dapat merugikan pemegang saham (Padmini dan Ratnadi, 2020). *Investment opportunity set* dimanfaatkan sebagai faktor pertimbangan untuk menentukan pembayaran dividen dikarenakan dapat berfungsi sebagai indikator dalam menilai *value* perusahaan.

Penelitian sebelumnya menghasilkan temuan yang tidak konsisten mengenai pengaruh profitabilitas dan *free cash flow* terhadap kebijakan dividen. Oleh karena itu, dalam penelitian ini, *investment opportunity set* digunakan sebagai variabel mediasi untuk mengatasi inkonsistensi tersebut. Peningkatan profitabilitas dan *free cash flow* perusahaan tidak selalu diiringi dengan meningkatnya jumlah dividen yang diberikan kepada pemegang saham karena terdapat *investment opportunity set* sebagai pertimbangan perusahaan dalam memberikan dividen ke pemegang saham. Pendanaan berdasarkan *pecking order theory* menyatakan bahwa perusahaan cenderung memilih pendanaan dari internal perusahaan bila dibandingkan dengan pendanaan dari luar perusahaan.

Teori keagenan menjelaskan hubungan kontraktual antara pemegang saham (prinsipal) dan pihak manajemen (agen). Pihak manajemen bekerja untuk kepentingan pemegang saham sebagai pihak yang dikontrak oleh prinsipal. Jensen & Meckling (1976) menyatakan koneksi keagenan merujuk pada sebuah ikatan di mana satu atau lebih pihak (prinsipal) menyertakan pihak lain (agen) untuk memberikan layanan yang melibatkan pemberian wewenang dan penyimpulan atas nama prinsipal.

Investor dan kreditor menggunakan profitabilitas sebagai tolok ukur dalam menilai efektivitas pengelolaan sumber dana yang dimiliki perusahaan. Profitabilitas berkaitan dengan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba dengan menggunakan aktiva yang dimiliki. Menurut teori *pecking order*, perusahaan cenderung memprioritaskan memperoleh dana dari sumber internal. Oleh karena itu, perusahaan akan memanfaatkan laba yang ditahan untuk mendanai investasi yang dibutuhkan. Teori ini didukung oleh penelitian yang dilakukan Dewi (2021) menyatakan adanya hubungan positif antara profitabilitas dengan *investment opportunity set* yang artinya semakin tinggi profitabilitas perusahaan maka semakin tinggi kesempatan tumbuh perusahaan. Hasil penelitian ini juga didukung oleh penelitian yang dilakukan Kusumawati dan Anhar (2019) dan Eko dan Putra (2021) yang menemukan bahwa profitabilitas berpengaruh positif dan signifikan terhadap *investment opportunity set*. Jadi, mengacu pada teori & dukungan dari penelitian terdahulu, hipotesis yang dipakai pada penelitian ini adalah:

H<sub>1</sub>: Profitabilitas berpengaruh positif pada *investment opportunity set*.

*Investment opportunity set* menunjukkan kesempatan investasi di masa depan untuk perusahaan. Semakin tinggi kesempatan investasi, meningkat pula dana yang dibutuhkan untuk berinvestasi. Jensen (1986) mencatat bahwa keberadaan *free cash flow* menandakan adanya *investment opportunity set* yang lemah, yang dapat mendorong manajer untuk menggunakan pendapatan tambahan untuk konsumsi pribadi atau mengalokasikan *free cash flow* ke investasi yang kurang efektif, seperti akuisisi yang salah. Lebih baik apabila dana dialokasikan ke investasi yang menciptakan *net present value* (NPV) yang positif. Penelitian oleh Lusiana *et al.* (2016) menyimpulkan bahwa *free cash flow* berpengaruh positif dan signifikan terhadap *investment opportunity set* perusahaan. Jadi, mengacu pada teori & dukungan dari penelitian terdahulu, hipotesis yang dipakai pada penelitian ini adalah:

H<sub>2</sub>: *Free cash flow* berpengaruh positif pada *investment opportunity set*.

Profitabilitas mengindikasikan kemampuan suatu perusahaan untuk menghasilkan pendapatan atau keuntungan, yang menjadi faktor utama yang dipertimbangkan dalam mencapai keuntungan (Utami, 2021). Laba tahun berjalan merupakan salah satu faktor yang dapat memengaruhi pembayaran dividen sehingga profitabilitas yang meningkat akan meningkatkan daya perusahaan dalam membayar dividen kepada para pemegang saham. Penelitian yang dilakukan oleh Utama dan Gayatri (2018), Yunisari & Ratnadi (2018), Singla & Pradepta (2018) dan Ginting (2018) menemukan bahwa profitabilitas mempunyai pengaruh positif pada kebijakan dividen. Jadi, mengacu pada teori & dukungan dari penelitian terdahulu, hipotesis yang dipakai pada penelitian ini adalah:

H<sub>3</sub>: Profitabilitas berpengaruh positif pada kebijakan dividen.

*Free cash flow* merujuk pada surplus kas yang ada di perusahaan atau kas yang tidak digunakan dan seharusnya dapat diberikan pada pemegang saham. Keberadaan *free cash flow* yang tinggi di perusahaan dapat menyebabkan konflik di antara pemegang saham & manajemen. *Free cash flow* yang tinggi dapat menyebabkan investasi yang berlebihan (*over-investment*). Untuk menghindari *over-investment*, pemegang saham lebih memilih agar *free cash flow* didistribusikan kepada mereka dalam bentuk dividen. Temuan penelitian oleh Krisdiana dan Subardjo (2019) serta Wahyuni dan Badera (2020) mendukung hal ini dengan menyimpulkan *free cash flow* memiliki pengaruh positif terhadap kebijakan dividen, artinya semakin besar *free cash flow* perusahaan, semakin tinggi juga hasil dividen yang diberikan kepada pemegang saham. Jadi, mengacu pada teori & dukungan dari penelitian terdahulu, hipotesis yang dipakai pada penelitian ini adalah:

H<sub>4</sub>: *Free Cash Flow* berpengaruh positif pada kebijakan dividen.

Laba bersih yang diciptakan oleh perusahaan dapat digunakan untuk 2 (dua) tujuan, yaitu dibagikan kepada pemegang saham sebagai dividen atau disimpan sebagai laba ditahan untuk investasi di masa depan. *Investment opportunity set* terdiri dari proyek-proyek yang memberikan pertumbuhan di masa depan bagi perusahaan menurut Gennusi *et al.*, (2021). Perusahaan yang berada dalam kondisi sangat baik akan melakukan penanaman modal baru sehingga tidak perlu membayar dividen yang tinggi. Menurut teori *pecking order*, perusahaan lebih condong menggunakan dana internal daripada sumber dana eksternal. Perlu diketahui laba ditahan berpengaruh terhadap kebijakan pembayaran dividen ketika perusahaan menghadapi peluang investasi yang membawa untung. Teori ini diperkuat dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Rifai *et al.*, (2022) dan Yudiana dan Yadnyana (2016) yang menyatakan bahwa *investment opportunity set* mempunyai pengaruh yang negatif terhadap kebijakan dividen. Jadi, mengacu pada teori & dukungan dari penelitian terdahulu, hipotesis yang dipakai pada penelitian ini adalah:

H<sub>5</sub>: *Investment opportunity set* berpengaruh negatif pada kebijakan dividen.

*Investment opportunity set* adalah nilai perusahaan dimana hal tersebut ditentukan oleh pengeluaran yang direncanakan manajemen pada masa depan (Gaver dan Gaver, 1993). Perusahaan pertumbuhan rendah cenderung memberikan dividen yang lebih tinggi untuk mengalihkan sumber

daya dan menghindari investasi dengan nilai negatif. (Jensen dan Meckling, 1976). Ketika perusahaan memiliki profitabilitas tinggi namun juga memiliki peluang investasi yang tinggi, lebih baik untuk menahan laba dan menginvestasikannya kembali daripada membagikannya sebagai dividen. *Investment opportunity set* dapat berfungsi sebagai perantara di antara profitabilitas dan kebijakan dividen dikarenakan mempengaruhi hubungan tersebut secara tidak langsung. Penelitian oleh Meidyna (2020) mengungkapkan bahwa *investment opportunity set* dapat memediasi pengaruh profitabilitas terhadap kebijakan dividen. Jadi, mengacu pada teori & dukungan dari penelitian terdahulu, hipotesis yang dipakai pada penelitian ini adalah:

H<sub>6</sub>: *Investment opportunity set* menjadi mediasi pengaruh profitabilitas pada kebijakan dividen.

*Investment opportunity set* mencerminkan kesempatan investasi yang tersedia bagi perusahaan pada masa depan. Semakin meningkat peluang investasi, maka semakin besar kebutuhan dana untuk melakukan investasi tersebut. Teori *pecking order* menjelaskan bahwa perusahaan lebih cenderung menggunakan sumber dana internal sebelum menggunakan sumber dana eksternal dalam melakukan investasi. Oleh karena itu, ketika perusahaan berhadapan dengan kesempatan investasi yang membuat untung, perusahaan akan memanfaatkan dana internal untuk berinvestasi daripada membagikannya sebagai dividen kepada pemegang saham. *Free cash flow* menjadi pilihan yang digunakan oleh perusahaan untuk membiayai investasi. Oleh karena itu, *free cash flow* yang dapat dialokasikan kepada pemegang saham seringkali digunakan untuk investasi ke perusahaan. Penelitian yang dilakukan oleh Rukmana (2015) menyatakan bahwa *investment opportunity set* mempengaruhi hubungan antara *free cash flow* dan kebijakan dividen perusahaan. Jadi, mengacu pada teori & dukungan dari penelitian terdahulu, hipotesis yang dipakai pada penelitian ini adalah:

H<sub>7</sub>: *Investment opportunity set* menjadi mediasi pengaruh *free cash flow* pada kebijakan dividen.

## METODE PENELITIAN

Penelitian ini menggunakan metode kuantitatif dengan pendekatan asosiatif. Data sekunder dari berbagai sumber digunakan, termasuk jurnal penelitian sebelumnya, teori-teori pada data keuangan perusahaan & buku pustaka yang terdaftar di SRI-KEHATI dari tahun 2017 hingga 2020. Variabel yang dianalisis meliputi profitabilitas, *free cash flow*, *investment opportunity set*, dan kebijakan dividen. Pendekatan asosiatif dipakai untuk mengetahui hubungan antara variabel-variabel tersebut. Sampel penelitian adalah perusahaan yang terindeks SRI-KEHATI pada periode tersebut, yang dipilih melalui teknik purposive sampling. Data dikumpulkan melalui observasi non-partisipatif dengan mengunduh laporan keuangan perusahaan SRI-KEHATI dari website IDX. Analisis data melibatkan uji 1) statistik deskriptif; 2) uji asumsi klasik; 3) analisis jalur; dan 4) uji sobel.

**HASIL DAN PEMBAHASAN**

**Tabel 1.**  
**Hasil Seleksi Sampel**

No	Keterangan	Jumlah Perusahaan
1	Perusahaan terindeks SRI-KEHATI dan membagikan dividen 2017	23
2	Perusahaan terindeks SRI-KEHATI dan membagikan dividen 2018	22
3	Perusahaan terindeks SRI-KEHATI dan membagikan dividen 2019	22
4	Perusahaan terindeks SRI-KEHATI dan membagikan dividen 2020	19
Jumlah Sampel Selama Periode Penelitian (2017-2020)		86

Sumber : Data sekunder diolah, 2023

Tabel 1 menunjukkan bahwa jumlah sampel perusahaan yang terindeks SRI-KEHATI dan membagikan dividen selama periode 2017-2020 sebanyak 86 pengamatan. Hasil pengujian statistik deskriptif disajikan pada tabel 2.

**Tabel 2.**  
**Hasil Analisis Statistik Deskriptif**

	N	Min	Maks	Rata - rata	Std. Deviasi
Profitabilitas	86	-0,25	46,66	6,968	8,433
<i>Free Cash Flow</i>	86	-5,98	11,71	3,124	3,982
<i>Investment Opportunity Set</i>	86	-3,16	29,89	2,256	4,370
Kebijakan Dividen	86	5,26	146,94	43,381	26,579
Valid N ( <i>listwise</i> )	86				

Sumber: Data diolah, 2023

Tabel 2 menggambarkan hasil analisis statistik deskriptif untuk setiap variabel. Dalam hal profitabilitas, nilai minimum adalah -0,25, nilai maksimum adalah 46,66, nilai rata-rata adalah 6,968, dan standar deviasi adalah 8,433. Untuk *free cash flow*, nilai minimum adalah -5,98, nilai maksimum adalah 11,71, nilai rata-rata adalah 3,124, dan standar deviasi adalah 3,982. *Investment opportunity set* memiliki nilai min -3,16, nilai maks 29,89, nilai rata-rata 2,256, & standar deviasi sebesar 4,370. Sedangkan untuk kebijakan dividen, nilai minimum adalah 5,26, nilai maksimum adalah 146,94, nilai rata-rata adalah 43,381, dan standar deviasi adalah 26,579.

**Tabel 3.**  
**Hasil Uji Analisis Jalur Struktur 1**

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	$\beta$	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	0,619	0,370		1,673	0,098
Profitabilitas	0,227	0,198	0,132	1,144	0,256
<i>Free Cash Flow</i>	-0,243	0,122	-0,229	-1,984	0,043
R <sup>2</sup>	0,047				
Adjusted R <sup>2</sup>	0,024				
F - Statistik	2,066				
Signifikansi Uji-F	0,133				

Sumber: Data diolah, 2023

*Pengaruh Profitabilitas dan Free Cash Flow pada Kebijakan Dividen dengan Investment Opportunity Set sebagai Variabel Mediasi,*  
Ida Bagus Putera Raditya dan Eka Ardhani Sisdyani

Struktur persamaan analisis jalur untuk struktur 1 dijelaskan sebagai berikut :

$$X_3 = \beta_1 X_1 + e_1$$

$$X_3 = 0,132 X_1 + e_1$$

$$X_3 = \beta_2 X_2 + e_1$$

$$X_3 = -0,229 X_2 + e_1$$

**Tabel 4.**  
**Hasil Uji Analisis Jalur Struktur 2**

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	3,168	0,136		5,317	0,000
Profitabilitas	0,086	0,072	0,129	1,190	0,237
Free Cash Flow	0,142	0,045	0,346	3,142	0,002
Investment Opportunity Set	0,023	0,040	-0,061	-0,593	0,555
R Square	0,180				
Adjusted R Square	0,150				
F Statistik	6,002				
Signifikasi Uji F	0,001				

Sumber: Data diolah, 2023

Struktur persamaan analisis jalur untuk struktur 2 dijelaskan sebagai berikut:

$$Y_1 = \beta_3 X_1 + \beta_4 X_2 + \beta_5 X_3 + e_2$$

$$Y_1 = 0,129 X_1 + 0,346 X_2 - 0,061 X_3 + e_2$$

$$Y_2 = (\beta_3 X_1) \times (\beta_5 X_3) + e_2$$

$$Y_2 = (0,129 X_1) \times (0,061 X_3) + e_2$$

$$Y_3 = (\beta_4 X_2) \times (\beta_5 X_3) + e_2$$

$$Y_3 = (0,346 X_2) \times (0,61 X_3) + e_2$$

**Tabel 5.**  
**Ringkasan Koefisien dan Signifikansi Hubungan Antar Variabel**

Regresi	Koef. Reg. Standar	Standard Error	t Hitung	Tingkat Signifikansi	Ket.
$X_1 \rightarrow X_3$	0,132	0,198	1,144	0,256	Tidak Signifikan
$X_2 \rightarrow X_3$	-0,229	0,122	1,986	0,043	Signifikan
$X_1 \rightarrow Y$	0,129	0,072	1,190	0,237	Tidak Signifikan
$X_2 \rightarrow Y$	0,346	0,045	3,142	0,002	Signifikan
$X_3 \rightarrow Y$	-0,061	0,040	-0,593	0,555	Tidak Signifikan

Sumber: Data diolah, 2023

Uji pengaruh variabel *investment opportunity set* oleh profitabilitas, H1 ditolak dengan signifikansi sebesar 0,256 dan koefisien beta 0,132. Pengujian pengaruh atau dampak free cash flow terhadap *investment opportunity set* juga menolak H<sub>2</sub> dengan signifikansi sebesar 0,050 dan koefisien beta -0,229. Sementara itu, pengujian dampak profitabilitas terhadap kebijakan dividen menolak H<sub>3</sub> dengan signifikansi sebesar 0,237 dan koefisien beta 0,129. Namun, pengujian dampak *free cash flow* terhadap kebijakan dividen menerima H<sub>4</sub> dengan signifikansi sebesar 0,002 dan koefisien beta 0,346. Selain itu, pengujian pengaruh *investment opportunity set* terhadap kebijakan dividen menolak H<sub>5</sub> dengan signifikansi sebesar 0,555 dan koefisien beta -0,061, memperlihatkan bahwa *investment opportunity set* tidak mempunyai pengaruh pada kebijakan dividen.

Dalam analisis jalur, pemeriksaan validitas model dilakukan menggunakan 2 (dua) pedoman, meliputi koefisien determinasi total & metode *trimming*. Berikut ini adalah rumus perhitungan standar error struktur 1:

$$e_1 = \sqrt{1 - R_1^2} = \sqrt{1 - 0,024} = 0,976$$

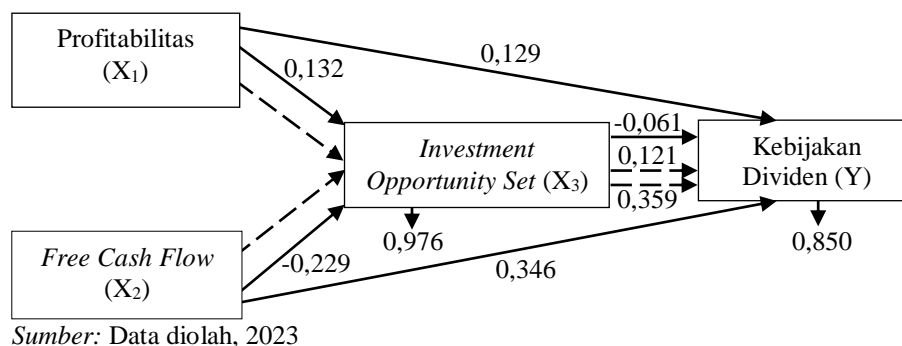
Berikut ini adalah rumus perhitungan standar error struktur 2:

$$e_2 = \sqrt{1 - R_2^2} = \sqrt{1 - 0,150} = 0,850$$

Hasil koefisien determinasi total dihitung dengan rumus sebagai berikut:

$$\begin{aligned} R^2_m &= 1 - (e_1)^2 (e_2)^2 \\ &= 1 - (0,976)^2 (0,850) \\ &= 1 - (0,952) (0,723) \\ &= 1 - 0,688 = 0,312 \end{aligned}$$

Dengan nilai determinasi total sebesar 0,312, dapat disimpulkan bahwa sekitar 31,2% variasi kebijakan dividen yang diterangkan variasi profitabilitas, *free cash flow* & *investment opportunity set* yang dimasukkan dalam model. Sementara itu, sebesar 68,8% variasi lainnya dapat dipengaruhi faktor lain yang tidak termasuk pada model tersebut. Jika hal tersebut dilihat pada bentuk model jalur, maka nilai koefisien jalur dan standar *error*-nya akan tampak pada gambar 1 sebagai berikut:



**Gambar 1. Validasi Model Diagram Jalur Akhir**

Hasil dari Tabel 6 menunjukkan pengaruh langsung variabel profitabilitas terhadap *investment opportunity set* sebesar 0,132 dan variabel *investment opportunity set* oleh *free cash flow* -0,229. Selanjutnya kebijakan dividen oleh profitabilitas adalah 0,129, sedangkan pengaruh langsung variabel *free cash flow* terhadap kebijakan dividen adalah 0,346. Selain itu, kebijakan dividen oleh *investment opportunity set* adalah -0,061. Berdasarkan hasil tersebut, dapat disimpulkan bahwa kebijakan dividen lebih dipengaruhi oleh variabel *free cash flow*, sementara *free cash flow* sendiri lebih dipengaruhi oleh *investment opportunity set*. Adapun pengaruh tidak langsung dari variabel profitabilitas terhadap kebijakan dividen melalui *investment opportunity set* adalah -0,008, sedangkan pengaruh tidak langsung variabel *free cash flow* terhadap kebijakan dividen melalui *investment opportunity set* adalah 0,013. Secara total, pengaruh variabel profitabilitas terhadap kebijakan dividen adalah 0,121, dan pengaruh total variabel *free cash flow* terhadap *investment opportunity set* adalah 0,359. Oleh karena itu, dapat disimpulkan bahwa pengaruh langsung variabel profitabilitas terhadap kebijakan dividen lebih besar daripada pengaruh tidak langsungnya, dan pengaruh langsung variabel *free cash flow* terhadap kebijakan dividen melalui *investment opportunity set* lebih besar daripada pengaruh tidak langsungnya.

**Tabel 6.**  
**Pengaruh Langsung, Pengaruh Tidak Langsung, dan Pengaruh Total Variabel Penelitian**

Pengaruh Variabel	Pengaruh Langsung	Pengaruh Tidak Langsung Melalui Investment Opportunity Set ( $\beta_1 \times \beta_5$ ) dan ( $\beta_2 \times \beta_5$ )	Pengaruh Total
$X_1 \rightarrow X_3$	0,132	-	0,132
$X_2 \rightarrow X_3$	-0,229	-	-0,229
$X_1 \rightarrow Y$	0,129	-0,008	0,121
$X_2 \rightarrow Y$	0,346	0,013	0,359
$X_3 \rightarrow Y$	-0,061	-	-0,061

Sumber: Data diolah, 2023

Uji sobel digunakan untuk menguji signifikansi pengaruh tidak langsung variabel profitabilitas ( $X_1$ ) dan *free cash flow* ( $X_2$ ) pada kebijakan dividen ( $Y$ ) melalui variabel *investment opportunity set* ( $X_3$ ). Dalam pengujian ini, terdapat kriteria yang dipakai adalah berikut ini: jika nilai  $Z_{hitung}$  lebih kecil atau sama dengan nilai  $t_{tabel}$ , maka hipotesis nol ( $H_0$ ) diterima, yang berarti *investment opportunity set* bukan merupakan variabel mediasi. Namun, jika nilai  $Z_{hitung}$  lebih besar dari nilai  $t_{tabel}$ , maka  $H_0$  ditolak, yang berarti *investment opportunity set* adalah variabel mediasi. Untuk mengetahui signifikansi pengaruh secara tidak langsung,  $Z$ -value dari koefisien  $ab$  dan  $ac$  dihitung menggunakan rumus berikut ini:

(1) Pengaruh Tidak Langsung Profitabilitas pada Kebijakan Dividen Melalui *Investment Opportunity Set*.

$$Z = \frac{(0,132)(0,061)}{\sqrt{(0,061)^2(0,198)^2 + (0,132)^2(0,040)^2 + (0,198)^2(0,040)^2}} = \frac{0,00805}{0,00023} = 34,04$$

$$\text{Rumus } t_{tabel} = \frac{ac}{(Sa)(Sc)} = \frac{0,0081}{0,0079} = 1,02$$

(2) Pengaruh Tidak Langsung *Free Cash Flow* pada Kebijakan Dividen Melalui *Investment Opportunity Set*.

$$Z = \frac{(0,229)(0,061)}{\sqrt{(0,061)^2(0,122)^2 + (0,229)^2(0,040)^2 + (0,122)^2(0,040)^2}} = \frac{0,01396}{0,00016} = 85,64$$

$$\text{Rumus } t_{tabel} = \frac{bc}{(Sb)(Sc)} = \frac{0,0140}{0,0049} = 2,86$$

Karena nilai  $Z_{hitung}$  sebesar 34,04 lebih besar dari nilai  $t_{tabel}$  sebesar 1,02, maka hipotesis  $H_6$  diterima. Hal ini menunjukkan bahwa *investment opportunity set* ( $X_3$ ) merupakan variabel mediasi yang mempengaruhi pengaruh profitabilitas ( $X_1$ ) terhadap kebijakan dividen ( $Y$ ). Selanjutnya, dengan nilai  $Z_{hitung}$  sebesar 85,64 yang lebih besar dari  $t_{tabel}$  sebesar 2,86, hipotesis  $H_7$  juga diterima. Artinya, *investment opportunity set* juga berperan sebagai variabel mediasi dalam pengaruh *free cash flow* terhadap kebijakan dividen.

Hasil kajian ini memiliki implikasi baik dari sudut teoritis maupun praktis. Secara teoritis, penelitian ini berperan aktif dalam memperluas pengetahuan mengenai pengaruh profitabilitas dan *free cash flow* terhadap kebijakan dividen, dengan *investment opportunity set* berperan sebagai variabel mediasi. Penelitian ini juga mendukung teori keagenan yang menjelaskan bahwa manajemen perusahaan bertanggung jawab untuk mengutamakan kepentingan pemegang saham. Selain itu, penelitian ini juga mendukung *pecking order theory* yang menyatakan bahwa perusahaan akan menggunakan sumber dana internal terlebih dahulu sebelum mencari sumber dana eksternal untuk investasi, yang dapat berpengaruh pada besaran dividen yang dibagikan perusahaan. Secara praktis, penelitian ini memiliki implikasi bagi para investor sebagai bahan pertimbangan dan pengetahuan mengenai kebijakan dividen dan faktor-faktor yang mempengaruhinya. Dengan memahami pengaruh profitabilitas, *free cash flow*, dan *investment opportunity set* terhadap kebijakan dividen, investor



dapat membuat keputusan investasi yang lebih informan dan memahami bagaimana faktor-faktor tersebut dapat memengaruhi potensi dividen yang akan diterima.

## SIMPULAN DAN SARAN

Berdasarkan analisis data yang telah dilakukan maka dapat disimpulkan bahwa : (1) Profitabilitas tidak berpengaruh pada *investment opportunity set* artinya fluktuasi profitabilitas tidak mempengaruhi *investment opportunity set* secara konsisten. (2) *Free cash flow* berpengaruh negatif pada *investment opportunity set* artinya ketika *free cash flow* perusahaan meningkat maka perusahaan cenderung menurunkan *investment opportunity set*. *Free cash flow theory* menjelaskan bahwa pemegang saham dan manajemen mempunyai persepsi berbeda tentang kompensasi karyawan. Persepsi pemegang saham adalah manajemen memberikan kompensasi yang tinggi dari arus kas bebas perusahaan yang tersedia sehingga menyebabkan laba perusahaan tidak maksimal, sedangkan manajemen memiliki persepsi bahwa kompensasi yang tinggi akan membuat karyawan termotivasi sehingga dapat menghasilkan laba yang lebih maksimal. (3) Profitabilitas tidak berpengaruh pada kebijakan dividen artinya peningkatan atau penurunan profitabilitas perusahaan tidak dapat memengaruhi kebijakan dividen secara konsisten. (4) *Free cash flow* mempunyai pengaruh yang positif pada kebijakan dividen artinya ketika *free cash flow* perusahaan meningkat maka akan meningkatkan juga kebijakan dividen yang dibagikan oleh perusahaan. (5) *Investment opportunity set* tidak mempunyai pengaruh pada kebijakan dividen artinya ketika adanya perubahan nilai *investment opportunity set* maka tidak mempengaruhi kebijakan dividen. (6) *Investment opportunity set* menjadi variabel mediasi kebijakan dividen dipengaruhi oleh profitabilitas. Adanya *investment opportunity set* mampu menjadi mediasi sempurna terhadap pengaruh profitabilitas pada kebijakan dividen. (7) *Investment opportunity set* merupakan variabel mediasi terhadap pengaruh *free cash flow* pada kebijakan dividen. Adanya *investment opportunity set* mampu menjadi mediasi parsial terhadap pengaruh *free cash flow* pada kebijakan dividen artinya ada atau tidaknya *investment opportunity set* memberikan pengaruh positif terhadap kebijakan dividen dipengaruhi oleh *free cash flow*.

Dalam studi selanjutnya, peneliti dapat meluaskan cakupan objek penelitian & menguji variabel lainnya yang memiliki potensi untuk mempengaruhi kebijakan dividen. Meskipun dalam penelitian ini telah memanfaatkan variabel independen seperti profitabilitas, *free cash flow*, dan *investment opportunity set*, namun hasil analisis menunjukkan bahwa ketiga variabel tersebut hanya mampu menjelaskan sekitar 31,2% variasi dalam kebijakan dividen. Hal ini menunjukkan bahwa terdapat 68,8% variasi kebijakan dividen yang belum dijelaskan oleh variabel-variabel tersebut, menunjukkan adanya faktor-faktor lain yang dapat memengaruhi kebijakan dividen. Oleh karena itu, peneliti selanjutnya dapat melibatkan variabel-variabel lain yang relevan untuk mendapatkan pemahaman yang lebih lengkap mengenai faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen.

## REFERENSI

- Arseto, D. D., & Jufrizen, J. (2018). Pengaruh *Return On Asset* dan *Current Ratio* Terhadap *Dividen Payout Ratio* Dengan *Firm Size* Sebagai Variabel Moderating. *Maneggio: Jurnal Ilmiah Magister Manajemen*, 1, no. 1, 15–30. <https://doi.org/10.30596/maneggio.v1i1.2237>
- Dewi, M. Khartika. (2021). Pengaruh Profitabilitas, Kebijakan Utang, Dan Kebijakan Dividen Terhadap *Investment Opportunity Set*. *Universitas Teknologi Yogyakarta*, 32, <http://eprints.uty.ac.id/id/eprint/6686>

- Eko, P., & Putra, M. R. S. (2021). Pengaruh Kebijakan Dividen, Kebijakan Hutang, Profitabilitas, Dan Likuiditas Terhadap *Investment Opportunity Set*. *Jurnal Cendekia Akuntansi*, 2, no.2, 2337–3806. <http://eprintslib.ummgl.ac.id/2340/1/.pdf>
- Gaver, Jennifer J., dan Kenneth M. Gaver. (1993). *Additional Evidence on the Association between the Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend, and Compensation Policies*. *Journal Of Accounting & Economics*, no.16, 125-160. <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/0165>
- Gennusi, R. S. A., & Maharani, N. K. (2021). *The Effect of Investment Opportunity Set, Lagged Dividend and Managerial Ownership on Dividend Policy*. *Papatung: Jurnal Ilmu Administrasi Publik, Pemerintahan Dan Politik*, 4, no. 1, 112–120. <https://doi.org/10.54783/japp.v4i1.418>
- Ginting, S. (2018). Pengaruh Likuiditas, Profitabilitas, dan *Leverage* terhadap Kebijakan Dividen pada Perusahaan LQ45 yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *JWEM STIE MIKROSKIL*, 8, no. 2, 195–204. <https://doi.org/10.55601/jwem.v8i2.564>
- Jensen, M.C. (1986). *Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers*, *American Economics Review*, Vol. 76, hlm: 323-326.
- Jensen, M., & Meckling, W. (1976). *Theory Of The Firm: Managerial Behavior, Agency Cost, and Capital Structure*. *Journal of Financial Economics*, 3, no. 4, 305–360. <https://doi.org/10.1017/CBO9780511817410.023>
- Krisdiana, E., & Subardjo, A. (2019). *Investment Opportunity Set Sebagai Pemoderasi Pengaruh Free Cash Flow dan Profitabilitas Terhadap Kebijakan Dividen*. *Jurnal Ilmu Dan Riset Akuntansi*, 8, no. 2, 1–21. <http://jurnal mahasiswa.stiesia.ac.id/index.php/jira/article/view/2117>
- Kusumawati, D., & Anhar, M. (2019). Analisis Faktor–Faktor Yang Mempengaruhi *Investment Opportunity Set* Dan Implikasinya Terhadap *Return Saham*. *Jurnal STEI Ekonomi*, 28, No. 1, 1–27. <https://doi.org/10.36406/jemi.v28i01.258>
- Lusiana, R., Mufidah, F., & Habibah, N. (2016). Pengaruh Tingkat *Free Cash Flow* Terhadap *Investment Opportunity Set* Pada Perusahaan Makanan dan Minuman Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia. *The Asia Pacific Journal of Management Studies*, 3, no. 1. 83–88. <https://ejournal.latansamashiro.ac.id/index.php/APJMS/article/view/214>
- Mangundap, S., Ilat, V., & Pusung, R. (2017). Pengaruh Profitabilitas, Kesempatan Investasi, *Free Cash Flow*, dan *Debt Policy* pada Kebijakan Dividen Perusahaan Manufaktur. *E-jurnal Akuntansi Unud*, Vol 20, no. 1. <https://ojs.unud.ac.id/index.php/Akuntansi/article/view/29629>
- Meidyna, I.A.N. Pengaruh Profitabilitas pada Kebijakan Dividen dengan *Investment Opportunity Set* sebagai Variabel Pemediasi. *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana* 21, no. 1 (2020), 1–9. <https://doi.org/10.24843/EJA.2020.v30.i01.p16>
- Nurdin, & Syahdan, R. (2020). *Pengaruh Profitabilitas terhadap Dividend Payout Ratio dengan Free Cash Flow dan Investment Opportunity set sebagai Pemoderasi (Studi pada Perusahaan Perbankan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2014 - 2018 )*. 6(002), 1–18. <https://economicsbosowa.unibos.id/index.php/eb/article/view/280/279>
- Padmini, L. S., & Ratnadi, N. M. D. (2020). *The Effect of Free Cash Flow, Dividend Policy, and Financial Leverage on Earnings Management*. *American Journal of Humanities and Social Sciences Research*, 4, no.1, 195–201. [www.ajhssr.com](http://www.ajhssr.com)
- Rifai, M., Wiyono, G., & Sari, P. P. (2022). Pengaruh Profitabilitas, *Leverage*, dan *Investment Opportunity Set* (IOS) Terhadap Kebijakan Dividen Pada Perusahaan Sektor Consumer Good Yang Terdaftar di Bursa. *Jurnal Manajemen*, 14, no. 1, 171–180. <https://doi.org/10.29264/jmmn.v14i1.10884>
- Rukmana, D. (2015). Pengaruh *Free Cash Flow* dan Kinerja Perusahaan Terhadap Kebijakan Dividen Dengan *Set Kesempatan Investasi* Sebagai Variabel Moderasi. Skripsi. Universitas Airlangga. Surabaya. <https://repository.unair.ac.id/5595/>
- Singla, H. K., & Pradepta Kumar Samanta. (2018). *Determinants of dividend payout of construction companies: a panel data analysis*. *Journal of Financial Management of Property and Construction*, 1–21. <https://doi.org/10.1108/JFMPC-06-2018-0030>
- Sugiyono. (2017). *Metode Penelitian Bisnis*. In Bandung: Alfabeta. Hlm. 20-310
- Utama, N. S. P., & Gayatri, G. (2018). Pengaruh Profitabilitas, *Investment Opportunity Set* dan *Free Cash Flow* pada Kebijakan Dividen. *E-Jurnal Akuntansi*, 22, no. 2, 976-1003. <https://doi.org/10.24843/EJA.2018.v22.i02.p06>
- Utami, W. B. (2021). *The Effect of Profitability, Liquidity, Investment Opportunity Set, and Company Size on Dividend Policy*. *International Journal of Seocology*, 02, no. 03, 103–114. <https://media.neliti.com/media/publications/416926-the-effect-of-profitability-liquidity-in-0711b52b.pdf>

- Wahyuni, M. D., & Badera, I. D. N. (2020). Ukuran Perusahaan Memoderasi Pengaruh Profitabilitas, *Free Cash Flow*, dan Likuiditas pada Kebijakan Dividen. *E-Jurnal Akuntansi*, 30, no. 4. 1034. <https://doi.org/10.24843/eja.2020.v30.i04.p19>
- Yudiana, I. G. Y., & Yadnyana, I. K. (2016). Pengaruh Kepemilikan Manajerial, *Leverage*, *Investment Opportunity Set* Dan Profitabilitas Pada Kebijakan Dividen Perusahaan Manufaktur. *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana*, 15(1), 112–141. <https://ojs.unud.ac.id/index.php/akuntansi/article/view/15877/13359>
- Yunisari, N. W., & Ratnadi, N. M. D. (2018). Pengaruh Profitabilitas dan Kepemilikan Manajerial Pada Kebijakan Dividen dengan Likuiditas Sebagai Variabel Moderasi. *E-Jurnal Akuntansi*, 23, hlm: 379. <https://doi.org/10.24843/eja.2018.v23.i01.p15>  
[www.idx.co.id](http://www.idx.co.id)