

PENGARUH PROFITABILITAS, KEPEMILIKAN MANAJERIAL, DER DAN FCF TERHADAP NILAI PERUSAHAAN MELALUI DPR

Nita Tiyas Pertiwi
thiyas_online@yahoo.com
Maswar Patuh Priyadi

Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Indonesia (STIESIA) Surabaya

ABSTRACT

This research is meant to test: (1) the influence of profitability, managerial ownership, debt policy and free cash flow to the dividend policy and firm value; (2) the influence of dividend policy to the firm value; (3) the influence of profitability, managerial ownership, debt policy and free cash flow to the firm value which is mediated by dividend policy. The population of this research is all manufacturing companies which are listed in Indonesia Stock Exchange in 2008-2014. In this research, the sample collection has been determined by using purposive sampling, and 238 companies have been selected as samples. This research is done by using multiple linear regressions technique and the mediated variable is product of coefficient method. The result of this research shows that: (1) profitability, managerial ownership and free cash flow have influence to the dividend policy and firm value; (2) debt policy does not have any influence to the dividend policy; (3) debt policy and dividend policy does not have any influence to the firm value; (4) dividend policy does not mediate the correlation of profitability, managerial ownership, debt policy and free cash flow to the firm value.

Keywords: *Profitability, Managerial Ownership, Debt Policy, Free Cash Flow, Dividend Policy, Firm Value.*

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk menguji: (1) pengaruh profitabilitas, kepemilikan manajerial, kebijakan hutang dan *free cash flow* terhadap kebijakan dividen dan nilai perusahaan (2) pengaruh kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan (3) pengaruh profitabilitas, kepemilikan manajerial, kebijakan hutang dan *free cash flow* terhadap nilai perusahaan yang dimediasi oleh kebijakan dividen. Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2008-2014. Dalam penelitian ini, ditetapkan pengambilan sampel menggunakan *purposive sampling*, dan diperoleh sebanyak 238 sampel. Penelitian ini menggunakan teknik analisis regresi linier berganda variabel mediasi metode *product of coefficient*. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa: (1) profitabilitas, kepemilikan manajerial dan *free cash flow* berpengaruh terhadap kebijakan dividen dan nilai perusahaan (2) kebijakan hutang tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen (3) kebijakan hutang dan kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan (4) kebijakan dividen tidak memediasi hubungan profitabilitas, kepemilikan manajerial, kebijakan hutang dan *free cash flow* terhadap nilai perusahaan.

Kata kunci: Profitabilitas, Kepemilikan Manajerial, Kebijakan Hutang, *Free Cash Flow*, Kebijakan Dividen, Nilai perusahaan.

PENDAHULUAN

Ketidakstabilan kondisi pasar modal di Indonesia dapat mempengaruhi kondisi perekonomian di Indonesia, sehingga dapat menyebabkan beberapa perusahaan mengalami kesulitan keuangan serta dapat menurunkan stabilitas perusahaan (Marbun dan Situmeang, 2014). Hal ini dikarenakan, pasar modal merupakan salah satu alternatif bagi pemilik modal atau investor untuk menanamkan dananya, serta menjadi sarana bagi perusahaan untuk memperoleh dana agar dapat digunakan untuk menjalankan operasinya. Sehingga apabila

mekanisme pasar modal tidak berjalan dengan teratur atau mengalami gangguan, maka dapat berdampak pada perekonomian Negara dan kondisi beberapa perusahaan.

Bagi perusahaan yang sebagian kepemilikan sahamnya dimiliki oleh masyarakat, kebijakan dividen merupakan media yang dapat digunakan oleh perusahaan dalam penyampaian sinyal kepada investor mengenai kondisi perusahaan. Menurut Harjito dan Martono (2013) kebijakan dividen adalah keputusan manajemen dalam menentukan apakah laba yang diperoleh perusahaan pada akhir tahun akan dibagi kepada pemegang saham dalam bentuk dividen atau akan ditahan untuk menambah modal guna pembiayaan investasi di masa yang akan datang.

Seorang investor yang melakukan aktivitas investasi seringkali mengalami kesulitan dalam memprediksi berbagai macam resiko dan kondisi ketidakpastian yang akan terjadi di masa mendatang. Oleh karena itu, seorang investor memerlukan berbagai macam informasi kinerja keuangan perusahaan untuk mengurangi resiko dan kondisi ketidakpastian yang terjadi. Kinerja keuangan perusahaan dapat tercermin dalam data-data keuangan yang terdapat dalam laporan keuangan. Selain itu, investor juga memerlukan informasi lain yang relevan seperti kondisi politik dan ekonomi suatu Negara (Sandy dan Asyik, 2013:58-59).

Salah satu informasi yang seringkali dibutuhkan oleh investor adalah mengenai kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba yang dihitung menggunakan rasio profitabilitas. Menurut Sandy dan Asyik (2013:59), profitabilitas merupakan faktor penentu terpenting atas kebijakan dividen karena indikator utama dari kemampuan perusahaan untuk membayar dividen adalah kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba.

Selain melakukan analisis rasio profitabilitas, investor juga perlu mempertimbangkan kepemilikan saham oleh direktur atau komisaris perusahaan. Menurut Schroeder et al. (dalam Yuliana, 2013) kepemilikan manajerial adalah situasi dimana manajer memiliki saham perusahaan atau dengan kata lain manajer tersebut sekaligus sebagai pemegang saham perusahaan, sehingga dapat terlibat langsung dalam pengambilan keputusan perusahaan. Keputusan perusahaan dapat berupa keputusan pembayaran dividen, serta keputusan pendanaan.

Keputusan pendanaan atau yang dapat disebut juga kebijakan hutang, yang dilakukan oleh perusahaan dapat mempengaruhi pembayaran dividen perusahaan. Apabila perusahaan menggunakan sumber pendanaan dari hutang maka dapat menyebabkan pembayaran bunga yang tinggi sehingga dapat memperbesar beban tetap perusahaan (Hanafi, 2013). Apabila beban bunga tinggi maka laba yang diperoleh perusahaan yang akan digunakan oleh perusahaan untuk pembayaran dividen akan berkurang. Selain itu, perusahaan juga perlu mempertimbangkan *free cash flow* pada perusahaan. *Free cash flow* merupakan arus kas yang benar-benar tersedia untuk didistribusikan kepada seluruh investor setelah perusahaan menempatkan seluruh investasinya pada aktiva tetap, produk-produk baru dan modal kerja yang dibutuhkan untuk mempertahankan operasi yang sedang berjalan (Brigham dan Houston, 2006).

Menurut Miller dan Modigliani (dalam Brigham dan Houston, 2001) menegaskan bahwa reaksi investor terhadap perubahan dalam kebijakan dividen tidak berarti menunjukkan investor lebih menyukai dividen daripada laba yang ditahan. Namun, investor menyatakan bahwa perubahan harga saham setelah pembagian dividen hanya menunjukkan adanya kandungan informasi atau pengisyaran yang penting dalam pengumuman dividen tersebut.

Penelitian yang dilakukan oleh Nofrita (2013) menguji pengaruh profitabilitas terhadap nilai perusahaan dengan kebijakan dividen sebagai variabel *intervening* menyimpulkan bahwa profitabilitas berpengaruh signifikan positif terhadap nilai perusahaan, profitabilitas tidak berpengaruh signifikan positif terhadap kebijakan dividen dan kebijakan dividen berpengaruh secara signifikan positif terhadap nilai perusahaan serta profitabilitas

berpengaruh signifikan positif terhadap nilai perusahaan namun pengaruhnya akan berkurang jika melalui kebijakan dividen.

Penelitian yang dilakukan oleh Mardasari (2014) menguji pengaruh *insider ownership*, kebijakan hutang dan *free cash flow* terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan dividen menyimpulkan bahwa *insider ownership* tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan, kebijakan hutang berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan, *free cash flow* berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan, kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan, *insider ownership* berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen, kebijakan hutang tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen, *free cash flow* tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen, *insider ownership* tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan dividen sebagai variabel *intervening*, kebijakan hutang berpengaruh terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan dividen sebagai variabel *intervening* dan *free cash flow* tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan dividen sebagai variabel *intervening*.

Penelitian ini merupakan pengembangan dari penelitian yang dilakukan oleh Mardasari (2014) dengan menambahkan satu variabel bebas yaitu profitabilitas, serta mengembangkan pengukuran nilai perusahaan. Pada penelitian sebelumnya, nilai perusahaan diukur menggunakan PBV (*Price to book value*) sedangkan pada penelitian ini pengukuran nilai perusahaan menggunakan formula Tobin's Q. Keunggulan Tobin's Q adalah mencerminkan aset perusahaan secara keseluruhan, mencerminkan sentimen pasar misalnya analisis dilihat dari prospek perusahaan atau spekulasi, mencerminkan modal intelektual perusahaan serta dapat mengatasi masalah dalam memperkirakan tingkat keuntungan atau biaya marjinal (Malik, 2014). Penelitian ini bertujuan untuk (1) menguji pengaruh profitabilitas, kepemilikan manajerial, kebijakan hutang dan *free cash flow* terhadap kebijakan dividen dan nilai perusahaan, (2) menguji pengaruh kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan, (3) menguji pengaruh profitabilitas, kepemilikan manajerial, kebijakan hutang dan *free cash flow* terhadap nilai perusahaan dengan kebijakan dividen sebagai variabel *intervening*.

TINJAUAN TEORITIS DAN HIPOTESIS

Teori Pesinyalan (*Signaling Theory*)

Teori pesinyalan menjelaskan mengenai keharusan penyampaian sinyal-sinyal keberhasilan atau kegagalan manajemen atas pengelolaan perusahaan kepada pihak eksternal perusahaan. Menurut Wicaksana (2012) salah satu kewajiban manajer adalah memberikan sinyal kepada pemilik mengenai kondisi perusahaan sebagai wujud atas tanggung jawab manajer dalam menjalankan operasi perusahaan, yaitu dengan mengungkapkan informasi laporan keuangan kepada pemilik ataupun pihak yang berkepentingan lainnya. Sinyal atau isyarat adalah suatu tindakan yang diambil oleh manajemen perusahaan untuk memberi petunjuk bagi investor tentang bagaimana manajemen memandang prospek perusahaan (Brigham dan Houston, 2001:36).

Teori Agensi

Jensen dan Meckling (dalam Ma'rifah, 2014) mendefinisikan hubungan keagenan sebagai sebuah kontrak yang didalamnya satu atau lebih (*principal*) menyewa orang lain (*agent*) untuk melakukan beberapa jasa untuk kepentingan mereka dengan mendelegasi beberapa wewenang pembuatan keputusan kepada *agent*. Menurut Ikhsan dan Suprasto (2008) mendefinisikan hubungan agensi sebagai sebuah kontrak antara pemilik (*principal*) yang memberi mandat pada pekerja (*agent*). Menurut Scott (dalam Wicaksana, 2012) menyatakan bahwa perusahaan memiliki beberapa kontrak yang berpengaruh terhadap akuntansi, yaitu kontrak kerja antara perusahaan dengan manajernya dan kontrak pinjaman antara perusahaan dengan kreditor.

Bird in The Hand Theory

Gordon dan Lintner (dalam Brigham dan Houston, 2006:71) berpendapat bahwa biaya modal saham akan mengalami penurunan seiring dengan meningkatnya pembayaran dividen. Hal ini dikarenakan, para investor kurang yakin terhadap penerimaan keuntungan modal (*capital gain*) yang akan dihasilkan dari saldo laba dibandingkan dengan penerimaan dari pembayaran dividen. Gordon dan Lintner (dalam Sartono, 2001:285) berpendapat bahwa kemungkinan *capital gain* yang diharapkan adalah lebih besar risikonya dibandingkan dengan *dividend yield* yang pasti. Sehingga investor akan meminta tingkat keuntungan yang lebih tinggi dan semakin tinggi jika tingkat keuntungan yang disyaratkan dipergunakan untuk mensubstitusikan dividen dan investor akan meminta tingkat keuntungan yang lebih tinggi untuk setiap pengurangan pembayaran dividen (Sartono, 2001:285).

Laporan Keuangan

Berdasarkan PSAK 1 paragraf 10 menyatakan laporan keuangan adalah suatu penyajian terstruktur dari posisi keuangan dan kinerja keuangan suatu entitas. Tujuan laporan keuangan adalah memberikan informasi mengenai posisi keuangan, kinerja keuangan, dan arus kas entitas yang bermanfaat bagi sebagian besar kalangan pengguna laporan keuangan dalam pembuatan keputusan ekonomi (IAI, 2012). Ada lima macam laporan keuangan yang pokok yang dihasilkan oleh perusahaan (IAI, 2012), yaitu: (1) Neraca, (2) Laporan Laba Rugi, (3) Laporan Arus Kas, (4) Laporan Perubahan Ekuitas, (5) Catatan Atas Laporan Keuangan.

Profitabilitas

Profitabilitas merupakan kemampuan perusahaan menghasilkan keuntungan pada tingkat penjualan, aset dan modal saham tertentu (Hanafi dan Halim, 2007). Salah satu pengukuran rasio profitabilitas adalah *Return on Asset* (ROA) yang mengukur kemampuan perusahaan menghasilkan laba bersih berdasarkan tingkat aset tertentu. Rasio yang tinggi menunjukkan efisiensi manajemen aset yang berarti adanya efisiensi manajemen. Menurut Brigham (dalam Simanjuntak, 2014) profitabilitas perusahaan merupakan salah satu dasar penilaian kondisi suatu perusahaan, untuk itu dibutuhkan suatu alat analisis untuk bisa menilainya. Alat analisis yang dimaksud adalah rasio-rasio keuangan. Rasio profitabilitas mengukur efektivitas manajemen berdasarkan hasil pengembalian yang diperoleh dari penjualan dan investasi. Profitabilitas perusahaan akan mempengaruhi kebijakan investor atas investasi yang dilakukan.

Kepemilikan Manajerial

Menurut Schroeder et al. (dalam Yuliana, 2013) kepemilikan manajerial adalah situasi dimana manajer memiliki saham perusahaan atau dengan kata lain manajer tersebut sekaligus sebagai pemegang saham perusahaan. Tingkat kepemilikan saham manajerial perusahaan dapat diukur menggunakan proporsi saham dalam suatu perusahaan yang dimiliki oleh pihak manajemen pada akhir tahun yang dinyatakan dalam persentase (Haruman, 2008). Dalam laporan keuangan, keadaan ini diungkapkan dalam catatan atas laporan keuangan yang ditunjukkan dengan besarnya presentase kepemilikan saham perusahaan oleh manajer.

Kebijakan Hutang

Menurut Husnan dan Pudjiastuti (2012:251) keputusan pendanaan berkaitan dengan bentuk dan komposisi pendanaan yang akan digunakan oleh perusahaan yang meliputi berapa banyak hutang dan modal sendiri yang akan dipergunakan dalam menentukan rasio hutang dan modal sendiri. Keputusan pendanaan yang diambil oleh manajemen dipengaruhi oleh struktur modal perusahaan, yaitu struktur modal yang bersumber dari

modal internal dan modal eksternal. Modal internal berasal dari saldo laba perusahaan sedangkan modal eksternal berasal dari kreditur dan pemegang saham. Keuntungan dana yang bersumber dari hutang adalah bunga yang dibayarkan dapat dijadikan sebagai pengurang pajak yang selanjutnya dapat menurunkan biaya efektif hutang tersebut, kreditor akan mendapatkan pengembalian dalam jumlah yang tetap sehingga pemegang saham tidak harus membagi keuntungannya jika bisnis berjalan dengan baik (Cholifah, 2014).

Free Cash Flow

Menurut Brigham dan Houston (2006) mendefinisikan *free cash flow* merupakan arus kas yang tersedia untuk didistribusikan kepada seluruh investor setelah perusahaan menginvestasikan dananya pada aset tetap, produk-produk baru dan modal kerja yang diperlukan untuk mempertahankan kelangsungan operasi perusahaan. Apabila perusahaan memiliki *free cash flow* yang besar maka para manajer mempunyai kecenderungan untuk menggunakannya untuk konsumsi dan perilaku oportunistik yang bukan untuk kepentingan pemegang saham (Mahsunah, 2013). Menurut Ross et al. (2009) mendefinisikan arus kas bebas atau arus kas dari asset merupakan total arus kas kepada kreditur dan arus kas kepada pemegang saham yang terdiri atas arus kas operasional, belanja modal, dan perubahan pada modal kerja bersih.

Nilai Perusahaan

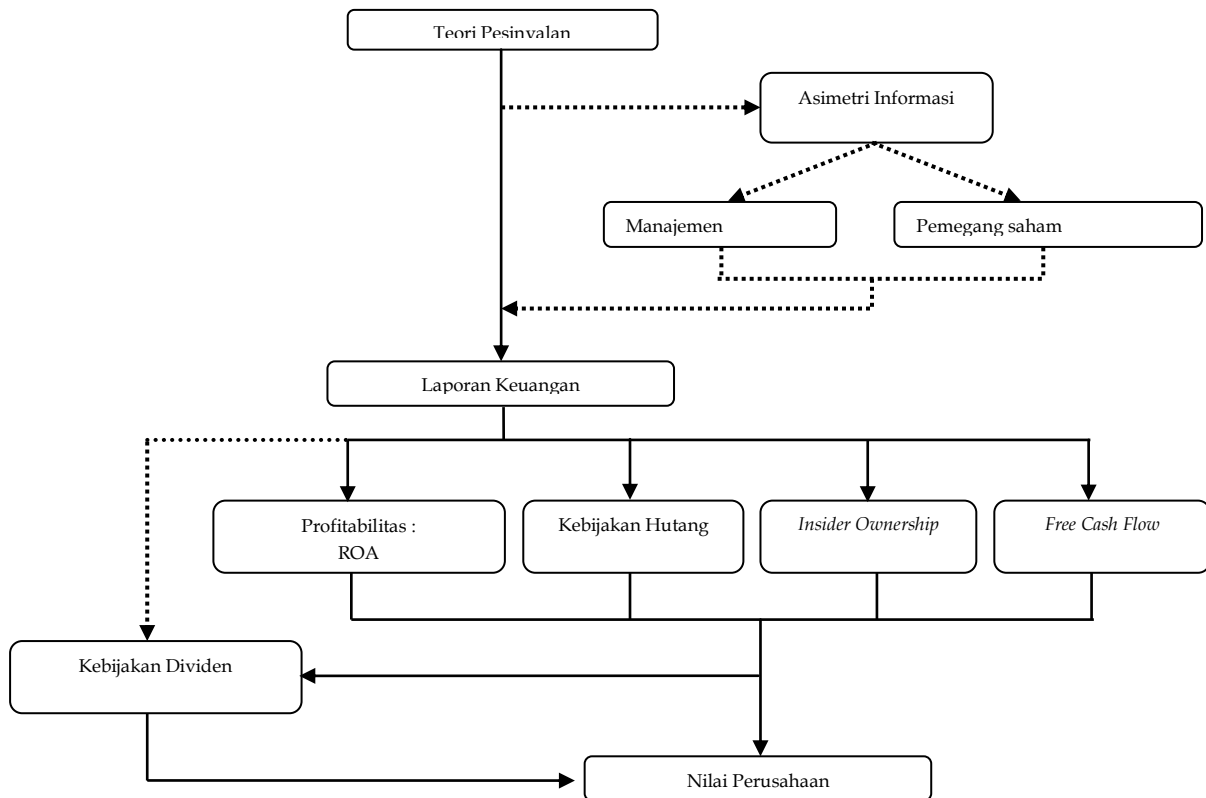
Menurut Sartono (2001:9) mendefinisikan nilai perusahaan sebagai harga yang bersedia dibayar oleh investor jika suatu perusahaan akan dijual. Nilai perusahaan dapat mencerminkan nilai asset yang dimiliki perusahaan seperti surat-surat berharga. Nilai perusahaan merupakan gambaran dari kepercayaan masyarakat terhadap perusahaan atas kondisi tertentu yang telah dicapai oleh perusahaan setelah melalui proses kegiatan selama beberapa tahun (Sukirni, 2012). Semakin tinggi nilai perusahaan maka semakin tinggi kemakmuran pemegang saham. Kekayaan pemegang saham dan perusahaan tercermin dalam harga pasar dari saham yang berkaitan dengan keputusan investasi, pendanaan dan manajemen aset (Septia, 2015).

Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen merupakan keputusan perusahaan tentang pembagian laba bersih kepada pemegang saham, dalam bentuk dividen atau menahannya dalam bentuk laba ditahan untuk menambah modal guna pembiayaan investasi di masa yang akan datang. Rasio pembayaran dividen (*dividend payout ratio*) menentukan jumlah laba dibagi dalam bentuk dividen kas dan laba yang ditahan sebagai sumber pendanaan. Rasio ini menunjukkan persentase laba perusahaan yang dibayarkan kepada pemegang saham biasa perusahaan berupa dividen kas. Apabila laba perusahaan yang ditahan dalam jumlah besar, berarti laba yang akan dibayarkan sebagai dividen menjadi lebih kecil (Harjito dan Martono, 2013:270).

Rerangka Pemikiran

Dari tinjauan teoritis tersebut di atas, keterkaitan antara profitabilitas, kepemilikan manajerial, kebijakan hutang, *free cash flow*, kebijakan dividen dan nilai perusahaan, maka rerangka pemikiran yang dapat dijabarkan dalam gambar sebagai berikut:



Gambar 1
Rerangka Pemikiran

Penelitian ini dilandasi teori pesinyalan yang menjelaskan keharusan penyampaian sinyal-sinyal keberhasilan atau kegagalan manajemen atas pengelolaan perusahaan kepada pemilik. Dalam hubungan keagenan sering terjadi asimetri informasi antara manajer dengan pihak eksternal perusahaan. Asimetri informasi terjadi ketika manajer mempunyai informasi internal yang lebih banyak dibandingkan pihak eksternal dan mengetahui informasi tersebut lebih cepat dari pihak eksternal. Pihak manajemen sebagai pengelola perusahaan terkadang tidak memberikan sinyal kepada pemilik mengenai kondisi perusahaan yang sebenarnya.

Upaya perusahaan untuk mengurangi asimetri informasi maka perusahaan diharuskan mengungkapkan informasi yang dimilikinya, baik informasi keuangan maupun non keuangan. Seorang investor yang melakukan aktivitas investasi seringkali mengalami kesulitan dalam memprediksi berbagai macam resiko dan kondisi ketidakpastian yang akan terjadi di masa mendatang. Oleh karena itu, seorang investor memerlukan berbagai macam informasi mengenai kinerja perusahaan untuk mengurangi resiko dan kondisi ketidakpastian yang terjadi. Kinerja perusahaan dapat tercermin dalam data-data yang terdapat dalam laporan keuangan.

Analisis laporan keuangan bertujuan untuk memahami perusahaan, kondisi keuangan perusahaan, meramalkan kondisi keuangan perusahaan di masa yang akan datang, serta untuk melihat kemungkinan adanya masalah-masalah yang terjadi baik dalam manajemen, operasi, keuangan atau masalah lain dalam perusahaan. Salah satu informasi yang seringkali dibutuhkan oleh investor adalah mengenai kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba yang dihitung menggunakan rasio profitabilitas. Selain rasio profitabilitas, investor juga perlu mempertimbangkan kepemilikan saham oleh manajerial, kebijakan utang serta *free cash flow*.

Menurut Miller dan Modigliani (dalam Brigham dan Houston, 2001) menegaskan bahwa perubahan harga saham setelah pembagian dividen hanya menunjukkan adanya kandungan informasi atau pengisyaratan yang penting dalam pengumuman dividen tersebut. Hal tersebut dapat berupa kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba, proporsi kepemilikan manajerial, kebijakan hutang yang dilakukan oleh perusahaan serta besarnya *free cash flow* perusahaan. Dengan adanya kandungan informasi yang terdapat dalam pembagian dividen maka dapat diartikan oleh investor sebagai sinyal yang diberikan oleh perusahaan sehingga dapat mempengaruhi perubahan harga saham perusahaan. Oleh karena itu, kebijakan dividen dapat membantu menjelaskan bagaimana nilai perusahaan dapat dipengaruhi oleh profitabilitas, kepemilikan manajerial, kebijakan hutang serta *free cash flow*.

Perumusan Hipotesis

Hubungan Profitabilitas terhadap Kebijakan Dividen

Profitabilitas menggambarkan kemampuan perusahaan dalam memperoleh laba sehingga dapat memberikan keyakinan kepada investor atas keuntungan bersih yang dapat diperoleh pada saat perusahaan menjalankan operasinya. Berdasarkan teori pesinyalan salah satu kewajiban manajer adalah memberikan sinyal kepada pemilik mengenai kondisi perusahaan sebagai wujud atas tanggung jawab manajer dalam menjalankan operasi perusahaan yaitu dengan mengungkapkan informasi laporan keuangan kepada pemilik ataupun pihak yang berkepentingan. Menurut Sulistiyowati et al. (2010) menyatakan bahwa pembayaran dividen yang dilakukan oleh pihak manajemen digunakan untuk memberikan sinyal atas keberhasilan perusahaan dalam pembukuan *profit*. Semakin besar keuntungan yang diperoleh perusahaan maka semakin besar pula kemampuan perusahaan untuk membayar dividen.

Menurut Sandy dan Asyik (2013:59) menyatakan bahwa profitabilitas merupakan faktor penentu terpenting atas kebijakan dividen karena indikator utama perusahaan dalam pembagian dividen adalah kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba. ROA (*Return on Asset*) merupakan variabel yang dapat digunakan untuk mengukur rasio profitabilitas. Apabila rasio ROA tinggi maka laba bersih yang dihasilkan perusahaan dari volume penjualan akan tinggi. Apabila laba perusahaan meningkat maka rasio pembayaran dividen akan naik.

H_1 : Profitabilitas berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen

Hubungan Profitabilitas terhadap Nilai Perusahaan

Menurut Hanafi dan Halim (2007:83), profitabilitas mengukur kemampuan perusahaan dalam menghasilkan keuntungan pada tingkat penjualan, aset, dan modal saham tertentu. Berdasarkan teori pesinyalan salah satu kewajiban manajer adalah memberikan sinyal kepada pemilik mengenai kondisi perusahaan sebagai wujud atas tanggung jawab manajer dalam menjalankan operasi perusahaan yaitu dengan mengungkapkan informasi laporan keuangan kepada pemilik ataupun pihak yang berkepentingan. Salah satu informasi yang terdapat dalam laporan keuangan adalah kemampuan perusahaan dalam menghasilkan *profit*. Husnan (2001) mengemukakan bahwa pertumbuhan profitabilitas yang semakin tinggi mengindikasikan prospek perusahaan yang semakin baik dimasa depan. Apabila profitabilitas perusahaan meningkat maka semakin memungkinkan perusahaan untuk membiayai investasi menggunakan dana yang berasal dari internal yang tersedia dalam saldo laba.

H_2 : Profitabilitas berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Hubungan Kepemilikan Manajerial terhadap Kebijakan Dividen

Menurut Schroeder et al. (dalam Yuliana, 2013) kepemilikan manajerial adalah situasi dimana manajer memiliki saham perusahaan atau dengan kata lain manajer tersebut sekaligus sebagai pemegang saham perusahaan. Manajer mendapat kesempatan untuk terlibat dalam kepemilikan saham dengan tujuan mensetarakan dengan pemegang saham. Berdasarkan teori keagenan, seringkali terjadi konflik keagenan yang terjadi disebabkan adanya perilaku pihak-pihak yang terlibat dalam perusahaan yang memiliki kepentingan yang berbeda, yaitu antara *agent* dan *principal*.

Menurut Haruman (2008) apabila manajer memiliki proporsi kepemilikan saham yang lebih rendah maka perusahaan cenderung melakukan pembayaran dividen yang tinggi. Apabila kepemilikan manajerial rendah maka manajer tidak dapat menggunakan laba yang diperoleh perusahaan untuk menambah modal guna pembiayaan investasi di masa mendatang, melainkan manajer akan menggunakan laba perusahaan untuk pembagian dividen sehingga dapat memenuhi harapan investor yang menginginkan *return* atas investasinya (Harjito dan Martono, 2013:270).

H_3 : Kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen.

Hubungan Kepemilikan Manajerial terhadap Nilai Perusahaan

Menurut Schroeder et al. (dalam Yuliana, 2013) kepemilikan manajerial adalah situasi dimana manajer memiliki saham perusahaan atau dengan kata lain manajer tersebut sekaligus sebagai pemegang saham perusahaan. Berdasarkan teori keagenan, seringkali terjadi konflik keagenan yang terjadi disebabkan adanya perilaku pihak-pihak yang terlibat dalam perusahaan yang memiliki kepentingan yang berbeda, yaitu antara *agent* dan *principal*. Sebagian besar perusahaan di Indonesia merupakan perusahaan keluarga yang manajer serta dewan direksi perusahaan masih berhubungan keluarga dengan pemegang saham mayoritas, sehingga menyebabkan kurangnya profesionalitas dan kompetensi dalam mengelola perusahaan sehingga dapat mengakibatkan menurunnya nilai perusahaan (Wibowo dan Aisjah, 2013).

H_4 : Kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan.

Hubungan Kebijakan Hutang terhadap Kebijakan Dividen

Menurut Husnan dan Pudjiastuti (2012:251) keputusan pendanaan berkaitan dengan bentuk dan komposisi pendanaan yang akan digunakan oleh perusahaan yang meliputi berapa banyak hutang dan modal sendiri yang akan dipergunakan dalam menentukan rasio hutang dan modal sendiri. Berdasarkan teori agensi menjelaskan bahwa adanya masalah agensi antara kreditur dan pemegang saham yang mengindikasikan bahwa apabila perusahaan menggunakan hutang yang tinggi dapat menyebabkan pembayaran bunga yang tinggi juga sehingga dapat memperbesar beban tetap perusahaan (Hanafi, 2013). Apabila beban bunga tinggi maka laba yang diperoleh perusahaan yang akan digunakan oleh perusahaan untuk pembayaran dividen akan semakin berkurang.

H_5 : Kebijakan hutang berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen.

Hubungan Kebijakan Hutang terhadap Nilai Perusahaan

Menurut Husnan dan Pudjiastuti (2012: 251) keputusan pendanaan berkaitan dengan bentuk dan komposisi pendanaan yang akan digunakan oleh perusahaan yang meliputi berapa banyak hutang dan modal sendiri yang akan dipergunakan dalam menentukan rasio hutang dan modal sendiri. Hipotesis ini didasarkan pada teori pesinyalan yang menyatakan bahwa sinyal yang diberikan perusahaan merupakan suatu tindakan yang diambil pihak manajemen perusahaan untuk memberikan petunjuk atau informasi bagi investor tentang bagaimana manajemen memandang prospek perusahaan (Brigham dan Houston, 2006). Penerimaan sinyal oleh *naive investor* yang menganggap bahwa perusahaan yang

kekurangan dana akan melakukan hutang untuk mendanainya sebagai sinyal yang kurang baik mengenai kondisi perusahaan di masa yang akan datang, akibatnya dapat mempengaruhi menurunnya harga saham (Ikbal et al., 2011:23).

H_6 : Kebijakan hutang berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan.

Hubungan *Free Cash Flow* terhadap Kebijakan Dividen

Arus kas bebas adalah arus kas yang tersedia untuk didistribusikan kepada seluruh investor setelah perusahaan menginvestasikan dananya pada aset tetap, produk-produk baru dan modal kerja yang diperlukan untuk mempertahankan kelangsungan operasi perusahaan (Brigham dan Houston, 2006). Berdasarkan teori pesinyalan, salah satu kewajiban manajer adalah memberikan sinyal kepada pemilik mengenai kondisi perusahaan sebagai wujud atas tanggung jawab manajer dalam menjalankan operasi perusahaan yaitu dengan mengungkapkan informasi laporan keuangan kepada pemilik ataupun pihak yang berkepentingan. Salah satu informasi yang terkandung dalam laporan keuangan adalah informasi mengenai arus kas bebas (*free cash flow*). Semakin besar *free cash flow* yang dimiliki perusahaan maka manajemen akan memperoleh tekanan yang semakin tinggi dari pemegang saham untuk membagikan dividen. Oleh karena itu, semakin tinggi *free cash flow* yang dimiliki perusahaan maka semakin meningkatkan pembayaran dividen kepada pemegang saham.

H_7 : *Free cash flow* berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen.

Hubungan *Free Cash Flow* terhadap Nilai Perusahaan

Arus kas bebas adalah arus kas yang tersedia untuk didistribusikan kepada seluruh investor setelah perusahaan menginvestasikan dananya pada aset tetap, produk-produk baru dan modal kerja yang diperlukan untuk mempertahankan kelangsungan operasi perusahaan (Brigham dan Houston, 2006). Hipotesis ini didasarkan pada teori pesinyalan yang menjelaskan mengenai penyampaian sinyal-sinyal keberhasilan atau kegagalan manajemen atas pengelolaan perusahaan kepada pihak eksternal perusahaan.

Menurut Jensen (dalam Andini dan Wirawati, 2014) mengatakan bahwa apabila suatu perusahaan memiliki arus kas bebas yang berlebih, maka perusahaan tersebut cenderung memiliki kinerja yang lebih baik dibandingkan dengan perusahaan yang memiliki arus kas bebas yang rendah. Apabila perusahaan memiliki *free cash flow* yang tinggi maka dapat memberikan sinyal positif kepada para pemegang saham bahwa perusahaan memiliki kinerja yang baik sehingga dapat meningkatkan nilai perusahaan (Naini, 2014).

H_8 : *Free cash flow* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Hubungan Kebijakan Dividen terhadap Nilai Perusahaan

Kebijakan dividen merupakan keputusan perusahaan tentang pembagian laba bersih kepada pemegang saham, dalam bentuk dividen atau menahannya dalam bentuk laba ditahan (saldo laba) untuk menambah modal guna pembiayaan investasi di masa yang akan datang. Berdasarkan teori *bird in the hand* yang dikemukakan oleh Gordon dan Lintner (dalam Brigham dan Houston, 2001) pembayaran dividen yang tinggi dapat memaksimalkan nilai perusahaan. Hal tersebut dikarenakan, investor lebih menyukai keuntungan dalam bentuk dividen daripada keuntungan sebagai akibat dari perubahan harga saham (*capital gain*). Selain itu, hipotesis ini juga didasarkan pada teori pesinyalan yang menjelaskan mengenai penyampaian sinyal-sinyal keberhasilan atau kegagalan manajemen atas pengelolaan perusahaan kepada pihak eksternal perusahaan.

Menurut teori yang dikemukakan oleh Miller dan Modigliani (dalam Sari, 2013) berpendapat bahwa salah satu sinyal yang dapat tercermin atas peramalan laba masa depan yang baik adalah adanya kenaikan pembayaran dividen yang lebih tinggi dibandingkan dividen yang diharapkan oleh investor. Menurut Rozeff (dalam Wicaksana, 2012) dividen

nampaknya mengandung atau memiliki informasi atau sebagai isyarat mengenai prospek perusahaan, sehingga pembagian dividen diartikan oleh investor sebagai sinyal yang diberikan oleh perusahaan mengenai kondisi perusahaan. Jika perusahaan membagikan dividen dalam jangka waktu panjang maka mencerminkan kondisi keuangan perusahaan terkendali sehingga dapat meyakinkan kepada investor bahwa perusahaan memiliki kinerja yang baik serta dapat meningkatkan kesejahteraannya. Namun, apabila pembagian dividen mengalami penurunan maka mencerminkan bahwa kondisi keuangan perusahaan tidak dapat terkendali. Menurut Weston dan Copeland (dalam Wicaksana, 2012) apabila perusahaan memutuskan untuk meningkatkan pembayaran dividen per saham maka dapat diartikan oleh investor sebagai berita yang baik, dikarenakan jika dividen per saham yang meningkat menunjukkan bahwa perusahaan memandang bahwa arus kas masa mendatang akan cukup tinggi untuk menanggung tingkat dividen yang tinggi.

H_9 : Kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Hubungan Profitabilitas terhadap Nilai Perusahaan dengan Kebijakan Dividen sebagai Variabel *Intervening*

Nilai perusahaan merupakan persepsi investor terhadap perusahaan, yang sering dikaitkan dengan harga saham. Salah satu tujuan perusahaan adalah memaksimalkan nilai pemegang saham sehingga dapat meningkatkan nilai perusahaan yang dapat ditandai dengan tingkat pengembalian investasi yang tinggi kepada pemegang saham. Kemampuan perusahaan membayar dividen merupakan salah satu faktor yang mempengaruhi harga saham. Semakin tinggi dividen yang dibayarkan perusahaan kepada pemegang saham maka nilai perusahaan cenderung meningkat (Suciana, 2015). Menurut Sulistiyowati et al. (2010) menyatakan bahwa pembayaran dividen yang dilakukan oleh pihak manajemen digunakan untuk memberikan sinyal atas keberhasilan perusahaan dalam pembukuan *profit*. Semakin besar keuntungan yang diperoleh perusahaan maka semakin besar pula kemampuan perusahaan untuk membayar dividen. Menurut teori yang dikemukakan oleh Miller dan Modigliani (dalam Sari, 2013) berpendapat bahwa salah satu sinyal yang dapat tercermin atas peramalan laba masa depan yang baik adalah adanya kenaikan pembayaran dividen yang lebih tinggi dibandingkan dividen yang diharapkan oleh investor.

H_{10} : Kebijakan dividen memediasi hubungan profitabilitas terhadap nilai perusahaan.

Hubungan Kepemilikan Manajerial terhadap Nilai Perusahaan dengan Kebijakan Dividen sebagai Variabel *Intervening*

Menurut Schroeder et al. (dalam Yuliana, 2013) kepemilikan manajerial adalah situasi dimana manajer memiliki saham perusahaan atau dengan kata lain manajer tersebut sekaligus sebagai pemegang saham perusahaan. Manajer mendapat kesempatan untuk terlibat dalam kepemilikan saham dengan tujuan menyetarakan dengan pemegang saham.

Menurut Haruman (2008) apabila manajer memiliki proporsi kepemilikan saham yang lebih rendah maka perusahaan cenderung melakukan pembayaran dividen yang tinggi. Apabila kepemilikan manajerial rendah maka manajer tidak dapat menggunakan laba yang diperoleh perusahaan untuk menambah modal guna pembiayaan investasi di masa mendatang, melainkan manajer akan menggunakan laba perusahaan untuk pembagian dividen sehingga dapat memenuhi harapan investor yang menginginkan *return* atas investasinya (Harjito dan Martono, 2013:270). Menurut teori *bird in the hand* yang dikemukakan oleh Gordon dan Lintner (dalam Brigham dan Houston, 2001) pembayaran dividen yang tinggi dapat memaksimalkan nilai perusahaan. Hal tersebut dikarenakan, investor lebih menyukai keuntungan dalam bentuk dividen daripada keuntungan sebagai akibat dari perubahan harga saham (*capital gain*).

H_{11} : Kebijakan dividen memediasi hubungan kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan.

Hubungan Kebijakan Hutang terhadap Nilai Perusahaan dengan Kebijakan Dividen sebagai Variabel *Intervening*

Menurut Husnan dan Pudjiastuti (2012:251) keputusan pendanaan berkaitan dengan bentuk dan komposisi pendanaan yang akan digunakan oleh perusahaan yang meliputi berapa banyak hutang dan modal sendiri yang akan dipergunakan dalam menentukan rasio hutang dan modal sendiri. Berdasarkan teori agensi menjelaskan bahwa adanya masalah agensi antara kreditur dan pemegang saham yang mengindikasikan bahwa pembayaran dividen yang tinggi dapat memperbesar beban tetap perusahaan sehingga dapat menyebabkan hutang lebih berisiko dan dapat menurunkan nilai dari utang tersebut (Ikbal et al., 2011).

Menurut Modigliani dan Miller (dalam Ikbal et al., 2011) menyatakan bahwa pendanaan yang diambil perusahaan dapat mempengaruhi nilai perusahaan. Jika sumber pendanaan internal perusahaan tidak mencukupi maka perusahaan akan mengambil sumber pendanaan dari luar yang berdampak adanya peningkatan risiko yang akan ditanggung pemegang saham. Semakin tinggi risiko maka harga saham cenderung menurun (Brigham dan Houston, 2001). Sehingga pembayaran dividen yang dilakukan menggunakan pendanaan eksternal dapat meningkatkan risiko yang akan ditanggung pemegang saham sehingga dapat mempengaruhi nilai perusahaan.

H_{12} : Kebijakan dividen memediasi hubungan kebijakan hutang terhadap nilai perusahaan.

Hubungan *Free Cash Flow* terhadap Nilai Perusahaan dengan Kebijakan Dividen sebagai Variabel *Intervening*

Arus kas bebas adalah arus kas yang tersedia untuk didistribusikan kepada seluruh investor setelah perusahaan menginvestasikan dananya pada asset tetap, produk-produk baru dan modal kerja yang diperlukan untuk mempertahankan kelangsungan operasi perusahaan (Brigham dan Houston, 2006). Berdasarkan teori pesinyalan, salah satu kewajiban manajer adalah memberikan sinyal kepada pemilik mengenai kondisi perusahaan sebagai wujud atas tanggung jawab manajer dalam menjalankan operasi perusahaan yaitu dengan mengungkapkan informasi laporan keuangan kepada pemilik ataupun pihak yang berkepentingan. Salah satu informasi yang terkandung dalam laporan keuangan adalah informasi mengenai arus kas bebas (*free cash flow*). Semakin besar *free cash flow* yang dimiliki perusahaan maka manajemen akan memperoleh tekanan yang semakin tinggi dari pemegang saham untuk membagikan dividen. Oleh karena itu, semakin tinggi *free cash flow* yang dimiliki perusahaan maka semakin meningkatkan pembayaran dividen kepada pemegang saham.

Menurut Jensen (dalam Andini dan Wirawati, 2014) mengatakan bahwa apabila suatu perusahaan memiliki arus kas bebas yang berlebih, maka perusahaan tersebut cenderung memiliki kinerja yang lebih baik dibandingkan dengan perusahaan yang memiliki arus kas bebas yang rendah.

H_{13} : Kebijakan dividen memediasi hubungan *free cash flow* terhadap nilai perusahaan.

METODE PENELITIAN

Populasi dan Sampel Penelitian

Populasi penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Teknik pengambilan sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah sampel yang bertujuan (*purposive sampling*). Kriteria pemilihan sampel yang digunakan adalah sebagai berikut: (1) Perusahaan manufaktur yang *listing* di BEI selama tahun 2008-2014, (2) Perusahaan manufaktur yang mengeluarkan laporan keuangan selama tahun 2008-2014 secara berturut-turut dalam bentuk mata uang Rupiah, (3) Perusahaan manufaktur yang melaporkan pembayaran dividen selama tahun 2008-2014 secara berturut-turut.

Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel

Variabel Dependen

Variabel dependen dalam penelitian ini adalah nilai perusahaan, yang dapat dihitung dengan formula (Malik, 2014):

$$NP = \frac{\{(CP \times \text{Jumlah Saham}) + TL + I\} - CA}{TA}$$

Keterangan:

NP = Nilai Perusahaan

CP = *Closing Price*

TL = *Total Liabilities*

I = *Inventory*

CA = *Current Assets*

TA = Total Aset

Variabel Independen

Rasio Profitabilitas

Rasio profitabilitas mengukur kemampuan perusahaan dalam menghasilkan keuntungan melalui semua kemampuan dan sumber yang ada seperti penjualan, aset dan modal saham. Rasio profitabilitas dapat dihitung menggunakan ROA dengan rumus sebagai berikut (Nofrita, 2013):

$$\text{Return on Asset (ROA)} = \frac{\text{Laba Bersih}}{\text{Total Aset}}$$

Kepemilikan Manajerial

Kepemilikan manajerial merupakan pemegang saham yang terdiri atas pihak manajemen secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan perusahaan. Kepemilikan manajerial dapat diukur sesuai dengan proporsi kepemilikan saham yang dimiliki oleh manajerial (Arifin, 2014).

$$KM = \frac{\text{Jumlah saham pihak manajemen}}{\text{Total Saham Beredar}}$$

Kebijakan Hutang

Menurut Brigham dan Houston (dalam Mardasari, 2014) manajer keuangan dalam menjalankan fungsi manajemen keuangan harus mengambil keputusan mengenai kebijakan hutang. Dalam penelitian ini kebijakan hutang diprosikan dengan *debt to equity ratio*, dengan formula sebagai berikut (Mardasari, 2014):

$$DER = \frac{\text{Total Kewajiban}}{\text{Total Ekuitas}}$$

Free Cash Flow

Menurut Brigham dan Houston (dalam Haryadi, 2014) *free cash flow* adalah kas yang tersedia untuk didistribusikan kepada seluruh investor setelah perusahaan menempatkan seluruh investasinya pada aktiva tetap, produk baru dan modal kerja yang dibutuhkan untuk mempertahankan operasi yang berjalan. *Free cash flow* dapat dihitung menggunakan rumus sebagai berikut (Ross et al., 2009:45):

$$FCF = AKO - PM - NWC$$

Keterangan:

FCF = *Free Cash Flow*

AKO = Aliran Kas Operasi (Laba sebelum bunga dan pajak + Penyusutan - Pajak)

PM = Pengeluaran Modal Perusahaan (Saldo akhir aset tetap bersih - Saldo awal aset tetap bersih + Penyusutan)

NWC = Modal Kerja Bersih (Saldo akhir modal kerja bersih – Saldo awal modal kerja bersih)

Untuk menghitung rasio *free cash flow* dapat menggunakan rumus sebagai berikut (Mardasari, 2014):

$$\text{Rasio FCF} = \frac{\text{Free Cash Flow}}{\text{Total Asset}}$$

Variabel *Intervening*

Variabel *intervening* dalam penelitian ini adalah kebijakan dividen. Kebijakan dividen adalah keputusan yang diambil oleh perusahaan tentang pembagian keuntungan bersih perusahaan atau pembagian kekayaan perusahaan kepada pemegang saham dalam bentuk dividen atau menahannya dalam bentuk laba ditahan. Menurut Astuti (2004:146) *dividend payout ratio* merupakan perbandingan antara jumlah dividen yang dibagikan dalam setiap lembar saham pada akhir tahun dalam satuan persen dengan rumus :

$$\text{DPR} = \frac{\text{Dividen tunai per lembar}}{\text{Laba per lembar saham}}$$

Analisis Regresi Linier Berganda

Dalam pengujian hipotesis, peneliti menggunakan analisis regresi berganda. Analisis regresi linier berganda dengan adanya variabel mediasi dilakukan menggunakan metode *product of coefficient*. Berikut model regresi yang digunakan untuk menguji hipotesis yang telah dirumuskan adalah:

$$\text{DPR} = a_1 + b_1 \text{ROA} + b_2 \text{KM} + b_3 \text{DER} + b_4 \text{FCF} + e_1 \quad (1)$$

$$\text{NP} = a_2 + b_1 \text{ROA} + b_2 \text{KM} + b_3 \text{DER} + b_4 \text{FCF} + b_5 \text{DPR} + e_2 \quad (2)$$

Keterangan:

DPR = *Dividend payout ratio*

ROA = *Return on asset*

KM = Kepemilikan Manajerial

DER = *Debt to equity ratio*

FCF = *Free cash flow*

NP = Nilai perusahaan

$a_{1,2}$ = Konstanta

b_{1-5} = Koefisien Regresi

$e_{1,2}$ = Error

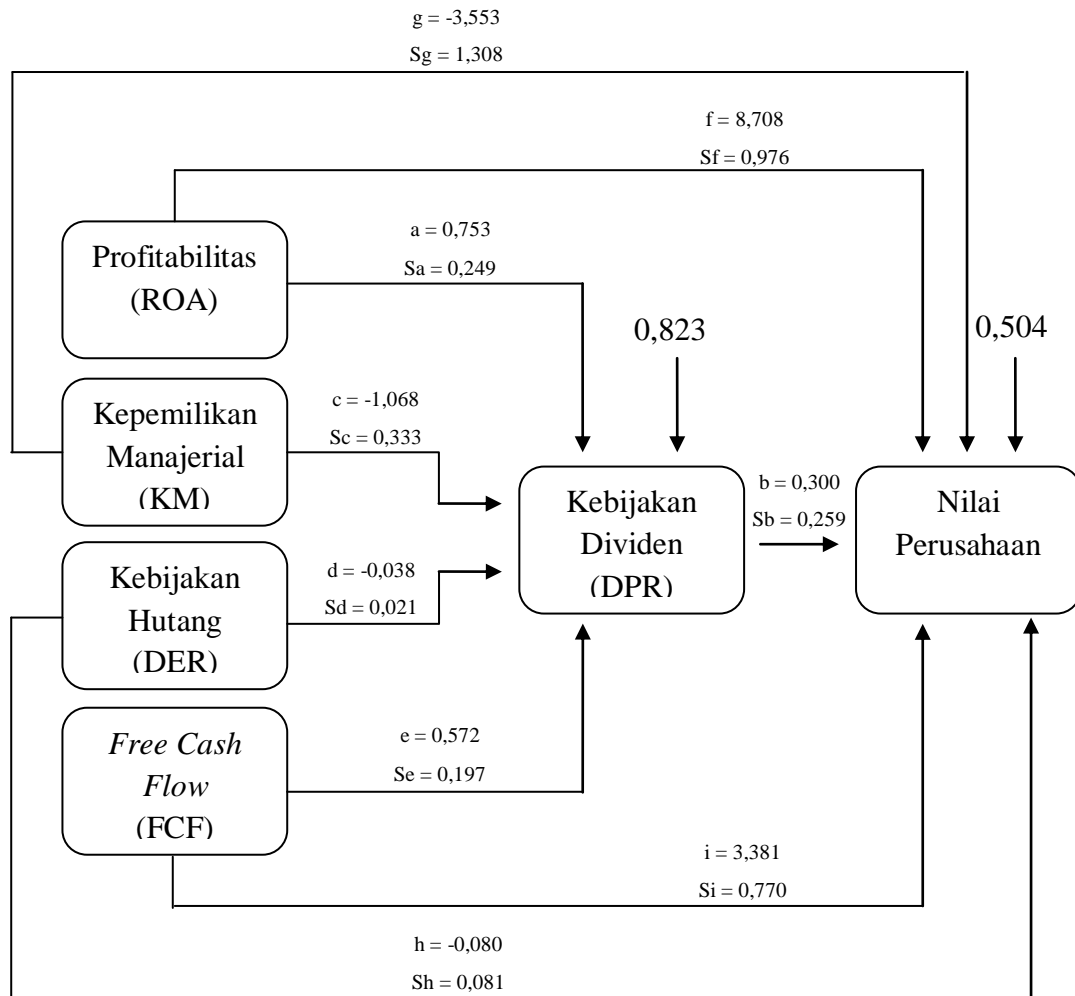
Uji Signifikansi Variabel *Intervening* (Uji Sobel)

Dalam pengujian hipotesis variabel *intervening*, peneliti menggunakan analisis regresi variabel mediasi dengan metode *product of coefficient* yang dikembangkan oleh Sobel tahun 1982. Menurut Suliyanto (2011:198) uji variabel mediasi dengan metode ini dilakukan dengan menguji kekuatan pengaruh tidak langsung variabel independen terhadap variabel dependen melalui variabel *intervening* atau menguji signifikansi pengaruh tak langsung. Menurut Suliyanto (2011:198) untuk menghitung standar *error* dan nilai t koedisien dapat menggunakan rumus sebagai berikut:

$$s_{ab} = \sqrt{b^2 s_a^2 + a^2 s_b^2 + s_a^2 s_b^2}$$

$$Z = \frac{ab}{s_{ab}}$$

Model penelitian yang digunakan dalam penelitian ini ditunjukkan pada gambar sebagai berikut:



Gambar 2
Analisis Metode Product of Coefficient

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Statistik Deskriptif

Tabel 1 menunjukkan statistik deskriptif masing-masing variabel penelitian.

Tabel 1
Hasil Statistik Deskriptif

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
ROA	225	.0092	.3956	.121114	.0742872
KM	225	.0000000	.2561979	.014055065	.0468037292
DER	225	.1041	8.4308	.885318	.8248176
FCF	225	-.2044	.6222	.051362	.0919327
DPR	225	.0161	1.6019	.416931	.2567524
NP	225	-.0615	6.5731	1.508407	1.2586935
Valid N (listwise)	225				

Sumber: Data sekunder diolah, 2016

Berdasarkan tabel 1 tersebut, jumlah pengamatan yang diteliti sebanyak 225 pengamatan, jumlah tersebut adalah jumlah pengamatan setelah mengeluarkan data outlier sebanyak 13 pengamatan. Dari tabel tersebut juga dapat diketahui bahwa nilai perusahaan pada tahun 2008 sampai 2014 berkisar antara -0,0615 sampai 6,5731 dengan rata-rata 1,5084 dan deviasi standard sebesar 1,2587. Profitabilitas yang diukur dengan *Return on Asset* (ROA) pada tahun 2008 sampai 2014 berkisar antara 0,0092 sampai 0,3956 dengan rata-rata

0,1211 dan deviasi standard sebesar 0,0743. Kepemilikan manajerial yang diukur sesuai dengan proporsi kepemilikan saham yang dimiliki oleh manajerial pada tahun 2008 sampai 2014 berkisar antara 0,0000 sampai 0,2562 dengan rata-rata 0,0141 dan deviasi standard sebesar 0,0468. Kebijakan hutang yang diukur dengan *debt to equity ratio* (DER) pada tahun 2008 sampai 2014 memiliki rata-rata 0,8853 dengan nilai tertinggi 8,4308 dan nilai terendah 0,1041. Nilai deviasi standard sebesar 0,8248. *Free cash flow* pada tahun 2008 sampai 2014 menunjukkan nilai rata-rata sebesar 0,0514 dan deviasi standard sebesar 0,0919. Nilai terendah FCF adalah sebesar -0,2044 dan nilai tertingginya adalah sebesar 0,6222. Kebijakan dividen yang diukur dengan *dividend payout ratio* (DPR) pada tahun 2008 sampai 2014 berkisar antara 0,0161 sampai 1,6019 dengan rata-rata 0,4169 dan deviasi standard sebesar 0,2568.

Uji Asumsi Klasik

Uji Normalitas. Hasil uji *normal probability plot* menunjukkan bahwa data terdistribusi normal. Uji normalitas juga dilakukan dengan uji statistic non-parametrik Kolmogorov-Smirnov. Hasil pengujian non-parametrik Kolmogorov-Smirnov menunjukkan nilai signifikansi sebesar 0,413, karena nilai signifikansi di atas 0,05 maka dapat dikatakan nilai residual terstandarisasi berdistribusi normal.

Uji Multikolinearitas. Dari hasil pengolahan data dengan program SPSS, semua variabel bebas yang ada memiliki nilai *tolerance* > 0,10 dan VIF < 10 sehingga dapat disimpulkan bahwa antar variabel independen tidak terjadi multikolinearitas.

Uji Heteroskedastisitas. Uji heteroskedastisitas dilakukan dengan melihat pola grafik *scatterplot*. Hasil dari grafik *scatterplot* menunjukkan bahwa titik-titik menyebar di atas dan di bawah angka 0 pada sumbu Y dan tidak membentuk pola tertentu, sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi heteroskedastisitas.

Uji Autokorelasi. Sunyoto (2011) menyatakan bahwa salah satu ukuran dalam menentukan ada tidaknya masalah autokorelasi dengan uji Durbin-Watson (DW). Berdasarkan nilai DW diketahui bahwa model regresi yang terbentuk tidak terjadi autokorelasi karena angka Durbin-Watson berada diantara -2 sampai +2 atau $(-2 \leq DW \leq +2)$ yaitu 1,553.

Uji Koefisien Determinasi (R^2)

Koefisien determinasi digunakan untuk mengetahui kontribusi variabel independen terhadap variabel dependen. Berikut ini adalah nilai koefisien korelasi (R) dan koefisien determinasi (Adj R^2) yang dihasilkan dari perhitungan program SPSS adalah sebagai berikut:

Tabel 2
Koefisien Determinasi Persamaan 1

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.437 ^a	.191	.177	.2329811

Sumber: Data sekunder diolah, 2016

Berdasarkan tabel 2 diketahui bahwa koefisien determinasi (R^2) atau *adjusted R Square* adalah sebesar 0,177 atau 17,7%. Hal ini berarti bahwa 17,7% variasi kebijakan dividen dapat dijelaskan oleh profitabilitas, kepemilikan manajerial, kebijakan hutang dan *free cash flow* sedangkan sisanya sebesar 82,3% dipengaruhi variabel lain diluar penelitian ini.

Tabel 3
Koefisien Determinasi Persamaan 2

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.712 ^a	.507	.496	.8937464

Sumber: Data sekunder diolah, 2016

Berdasarkan tabel 3 diketahui bahwa koefisien determinasi (R^2) atau *adjusted R Square* adalah sebesar 0,496 atau 49,6%. Hal ini berarti bahwa 49,6% variasi nilai perusahaan dapat dijelaskan oleh profitabilitas, kepemilikan manajerial, kebijakan hutang, *free cash flow* dan kebijakan dividen sedangkan sisanya sebesar 50,4 % dipengaruhi variabel lain diluar penelitian ini.

Uji Kelayakan Model (*Goodness of Fit*)

Uji kelayakan model digunakan untuk mengetahui apakah model regresi layak digunakan atau tidak, dapat dilihat dari tingkat signifikansi. Jika hasil uji F pada taraf signifikansi ≤ 0.05 maka model regresi dikatakan layak atau fit. Uji kelayakan model atas variabel-variabel yang digunakan disajikan sebagai berikut:

Tabel 4
Hasil Uji Kelayakan Model Persamaan 1

Model		Sum of Squares	Df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	2.825	4	.706	13.010	.000 ^b
	Residual	11.942	220	.054		
	Total	14.766	224			

a. Dependent Variable: DPR

b. Predictors: (Constant), FCF, KM, DER, ROA

Sumber: Data sekunder diolah, 2016

Dari tabel 4, diketahui nilai sig < 0.05 yaitu 0,000, sehingga dapat disimpulkan bahwa model penelitian layak untuk digunakan sebagai model regresi.

Tabel 5
Hasil Uji Kelayakan Model Persamaan 2

Model		Sum of Squares	Df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	179.952	5	35.990	45.057	.000 ^b
	Residual	174.933	219	.799		
	Total	354.885	224			

a. Dependent Variable: NP

b. Predictors: (Constant), DPR, KM, DER, ROA, FCF

Sumber: Data sekunder diolah, 2016

Dari tabel 5, diketahui nilai sig < 0.05 yaitu 0,000, sehingga dapat disimpulkan bahwa model penelitian layak untuk digunakan sebagai model regresi.

Uji t (Uji Parsial)

Uji t digunakan untuk menguji pengaruh variabel independen secara parsial (per variabel) terhadap variabel dependen. Hasil uji t dapat dijelaskan sebagai berikut:

Tabel 6
Analisis Regresi Berganda Persamaan 1

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized	t	Sig.
		B	Std. Error	Coefficients		
1	(Constant)	.345	.041		8.496	.000
	ROA	.753	.249	.218	3.019	.003
	KM	-1.068	.333	-.195	-3.205	.002
	DER	-.038	.021	-.121	-1.813	.071
	FCF	.572	.197	.205	2.905	.004

Sumber: Data sekunder diolah, 2016

Pengujian Hipotesis 1

Hasil pengujian statistik menunjukkan bahwa profitabilitas berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Hal ini dapat dilihat pada tabel 6 yang menunjukkan bahwa koefisien regresi sebesar 3,019, dengan nilai signifikansi sebesar 0,003 (lebih kecil dari 0,05). Dengan demikian hipotesis pertama yang menyatakan profitabilitas berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen diterima. Hasil ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Cholifah (2014) yang menyatakan bahwa profitabilitas berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen.

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa semakin tinggi kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba maka semakin tinggi dividen yang dibagikan kepada pemegang saham. Menurut Sulistiyowati et al. (2010) menyatakan bahwa pembayaran dividen yang dilakukan oleh pihak manajemen digunakan untuk memberikan sinyal atas keberhasilan perusahaan dalam pembukuan *profit*. Semakin besar keuntungan yang diperoleh perusahaan maka semakin besar pula kemampuan perusahaan untuk membayar dividen.

Hasil tersebut mendukung teori pesinyalan yang menyatakan bahwa salah satu kewajiban manajer adalah memberikan sinyal kepada pemilik mengenai kondisi perusahaan sebagai wujud atas tanggung jawab manajer dalam menjalankan operasi perusahaan kepada pemilik ataupun pihak yang berkepentingan. Semakin tinggi dividen yang dibagikan oleh perusahaan maka investor akan mengartikannya sebagai sinyal positif bahwa manajemen berhasil mengelola perusahaan dengan meningkatnya profitabilitas perusahaan.

Selain itu, hasil penelitian ini mendukung pendapat yang dikemukakan oleh Sandy dan Asyik (2013:59) yang menyatakan bahwa profitabilitas merupakan faktor penentu terpenting atas kebijakan dividen karena indikator utama perusahaan dalam pembagian dividen adalah kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba. Namun, hasil penelitian ini tidak sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Nofrita (2014), Ikkal et al. (2011) dan Arifin (2014).

Tabel 7
Analisis Regresi Berganda Persamaan 2

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error			
1					
	(Constant)	.275	.179	1.534	.127
	ROA	8.708	.976	.514	8.922
	KM	-3.553	1.308	-.132	-2.716
	DER	-.080	.081	-.052	-.987
	FCF	3.381	.770	.247	4.389
	DPR	.300	.259	.061	1.161

Sumber: Data sekunder diolah, 2016

Pengujian Hipotesis 2

Hasil pengujian statistik menunjukkan bahwa profitabilitas berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Hal ini dapat dilihat pada tabel 7 yang menunjukkan bahwa koefisien regresi sebesar 8,922 dengan nilai signifikansi sebesar 0,000 (lebih kecil dari 0,05). Dengan demikian hipotesis kedua yang menyatakan profitabilitas berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan diterima.

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa apabila profitabilitas semakin meningkat maka nilai perusahaan juga akan meningkat. Hasil tersebut sesuai dengan teori yang dikemukakan oleh Husnan (dalam Nofrita, 2013) bahwa pertumbuhan profitabilitas yang semakin tinggi mengindikasikan prospek perusahaan yang semakin baik dimasa depan. Apabila profitabilitas perusahaan meningkat maka semakin memungkinkan perusahaan untuk membiayai investasi menggunakan dana yang berasal dari internal yang tersedia dalam laba ditahan.

Hasil penelitian ini mendukung teori pesinyalan yang menyatakan bahwa sinyal yang diberikan perusahaan merupakan suatu tindakan yang diambil pihak manajemen perusahaan untuk memberikan petunjuk atau informasi bagi investor tentang bagaimana manajemen memandang prospek perusahaan (Brigham dan Houston, 2006). Perusahaan yang menghasilkan profit yang tinggi akan memberikan sinyal kepada investor bahwa perusahaannya tidak mudah mengalami kebangkrutan (Mardasari, 2014). Hasil ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Ikbal et al. (2011) dan Nofrita (2013), namun tidak sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Wibowo dan Aisjah (2013) yang menyatakan bahwa profitabilitas tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

Pengujian Hipotesis 3

Hasil pengujian statistik menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen. Hal ini dapat dilihat pada tabel 6 yang menunjukkan bahwa koefisien regresi sebesar -3,205 dengan nilai signifikansi sebesar 0,002 (lebih kecil dari 0,05). Dengan demikian hipotesis ketiga yang menyatakan kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen diterima.

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa semakin tinggi kepemilikan manajerial maka pembayaran dividen semakin rendah. Hasil ini konsisten dengan pendapat yang dikemukakan oleh Haruman (2008) yang menyatakan bahwa perusahaan yang memiliki proporsi kepemilikan saham oleh manajer lebih rendah maka perusahaan cenderung melakukan pembayaran dividen yang tinggi. Hal ini dikarenakan, apabila kepemilikan manajerial rendah maka manajer tidak dapat menggunakan laba yang diperoleh perusahaan untuk menambah modal guna pembiayaan investasi di masa mendatang, melainkan manajer akan menggunakan laba perusahaan untuk pembagian dividen sehingga dapat memenuhi harapan investor yang menginginkan *return* atas investasinya (Harjito dan Martono, 2013:270). Hasil penelitian ini mendukung teori agensi yang menyatakan bahwa adanya konflik kepentingan antara manajer yang berbeda tujuan untuk memaksimalkan kekayaan pemegang saham (Mardasari, 2014). Namun, hasil ini tidak sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Arifin (2014), Cholifah (2014), Mardasari (2014) dan Ikbal et al. (2011).

Pengujian Hipotesis 4

Hasil pengujian statistik menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan. Hal ini dapat dilihat pada tabel 7 yang menunjukkan bahwa koefisien regresi sebesar -2,716 dengan nilai signifikansi sebesar 0,007 (lebih kecil dari 0,05). Dengan demikian hipotesis keempat yang menyatakan kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan diterima.

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa semakin tinggi kepemilikan manajerial maka semakin rendah nilai perusahaan. Hasil tersebut sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Wibowo dan Aisjah (2013) yang menyatakan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh negatif signifikan terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian ini tidak mendukung pendapat yang dikemukakan oleh Jensen dan Meckling (dalam Wibowo dan Aisjah, 2013) yang mengatakan bahwa memaksimalkan kepemilikan manajerial merupakan salah satu cara untuk menekan terjadinya konflik agensi dalam perusahaan. Dengan adanya kepemilikan manajerial maka dapat mendorong manajemen untuk mengurangi risiko atas kehilangan kekayaan perusahaan serta dapat memberikan dorongan kepada manajemen dalam mengambil keputusan perusahaan.

Namun, hasil penelitian ini mendukung pernyataan yang menyatakan bahwa perusahaan di Indonesia merupakan perusahaan keluarga yang manajer serta dewan direksi perusahaan masih berhubungan keluarga dengan pemegang saham mayoritas, sehingga menyebabkan kurangnya profesionalitas dan kompetensi dalam mengelola perusahaan

kemudian dapat mengakibatkan menurunnya nilai perusahaan (Wibowo dan Aisjah, 2013). Hasil penelitian ini juga mendukung teori agensi yang menyatakan bahwa adanya konflik kepentingan antara manajer yang berbeda tujuan untuk memaksimalkan kekayaan pemegang saham (Mardasari, 2014). Hasil ini tidak sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Ikbal et al. (2011) dan Mardasari (2014).

Pengujian Hipotesis 5

Hasil pengujian statistik menunjukkan bahwa kebijakan hutang berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap kebijakan dividen. Hal ini dapat dilihat pada tabel 6 yang menunjukkan bahwa koefisien regresi sebesar -1,813 dengan nilai signifikansi sebesar 0,071 (lebih besar dari 0,05). Dengan demikian hipotesis kelima yang menyatakan kebijakan hutang berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan ditolak.

Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Cholifah (2014) yang menyatakan bahwa kebijakan hutang tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen dengan arah koefisien negatif. Secara statistik penelitian ini tidak signifikan dikarenakan perusahaan-perusahaan tidak menggunakan hutang sebagai sumber dana untuk pembagian dividen namun menggunakan hutang untuk melakukan investasi atau kegiatan operasional perusahaan (Cholifah, 2014). Hasil ini mengindikasikan apabila saldo laba perusahaan tidak memenuhi pendanaan investasi atau pembiayaan untuk kegiatan operasional maka perusahaan akan menggunakan hutang untuk sumber pendanaan kegiatan tersebut, sehingga perusahaan tidak menggunakan hutang sebagai sumber dana untuk pembagian dividen.

Secara arah koefisien, hasil penelitian ini mendukung teori agensi yang menjelaskan bahwa adanya masalah agensi antara kreditur dan pemegang saham yang mengindikasikan bahwa apabila perusahaan menggunakan hutang yang tinggi dapat menyebabkan pembayaran bunga yang tinggi juga sehingga dapat memperbesar beban tetap perusahaan (Hanafi, 2013). Apabila beban bunga tinggi maka laba yang diperoleh perusahaan yang akan digunakan oleh perusahaan untuk membagikan dividen akan semakin berkurang. Hasil ini tidak sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Ikbal et al. (2011) dan Putri dan Nasir (2006).

Pengujian Hipotesis 6

Hasil pengujian statistik menunjukkan bahwa kebijakan hutang berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. Hal ini dapat dilihat pada tabel 7 yang menunjukkan bahwa koefisien regresi sebesar -0,987 dengan nilai signifikansi sebesar 0,325 (lebih besar dari 0,05). Dengan demikian hipotesis keenam yang menyatakan kebijakan hutang berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan ditolak.

Secara statistik penelitian ini tidak signifikan yang mengindikasikan bahwa perusahaan yang memiliki jumlah hutang yang tinggi untuk membiayai investasinya menyebabkan biaya atas hutang juga lebih tinggi. Apabila biaya atas hutang melebihi tingkat pengembalian yang diperoleh atas investasi atau kegiatan yang didanai oleh hutang tersebut maka mengakibatkan hutang tidak menambah nilai perusahaan. Hasil penelitian ini didukung oleh penelitian yang dilakukan oleh Utomo (2009) yang menyatakan bahwa kebijakan hutang tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.

Secara arah koefisien, hasil penelitian ini menunjukkan arah koefisien negatif yang sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Ikbal et al. (2011) yang menyatakan bahwa kebijakan hutang berpengaruh negatif tidak signifikan. Hasil penelitian ini mengindikasikan bahwa masih adanya *naive investor* yang menganggap bahwa perusahaan yang kekurangan dana akan melakukan hutang untuk mendanainya, sehingga sinyal yang diterima oleh investor diterjemahkan sebagai sinyal yang kurang baik mengenai kondisi perusahaan di masa yang akan datang, akibatnya dapat mempengaruhi harga saham (Ikbal et al., 2011:23).

Hasil penelitian ini mendukung teori pesinyalan yang menyatakan bahwa sinyal yang diberikan perusahaan merupakan suatu tindakan yang diambil pihak manajemen perusahaan untuk memberikan petunjuk atau informasi bagi investor tentang bagaimana manajemen memandang prospek perusahaan (Brigham dan Houston, 2006). Hasil ini tidak sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Wibowo dan Aisjah (2013) dan Mardasari (2014).

Pengujian Hipotesis 7

Hasil pengujian statistik menunjukkan bahwa *free cash flow* berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Hal ini dapat dilihat pada tabel 6 yang menunjukkan bahwa koefisien regresi sebesar 2,905 dengan nilai signifikansi sebesar 0,004 (lebih kecil dari 0,05). Dengan demikian hipotesis ketujuh yang menyatakan *free cash flow* berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen diterima.

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa semakin tinggi *free cash flow* maka semakin tinggi dividen yang dibagikan. Hasil tersebut sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Lucyanda dan Lilyana (2012) yang menyatakan bahwa *free cash flow* berpengaruh positif terhadap *dividend payout ratio*. Semakin besar *free cash flow* yang dimiliki perusahaan maka manajemen akan memperoleh tekanan yang semakin tinggi dari pemegang saham untuk membagikan dividen.

Hasil penelitian ini mendukung teori pesinyalan yang menyatakan bahwa sinyal yang diberikan perusahaan merupakan suatu tindakan yang diambil pihak manajemen perusahaan untuk memberikan petunjuk atau informasi bagi investor tentang bagaimana manajemen memandang prospek perusahaan (Brigham dan Houston, 2006). Perusahaan yang memiliki *free cash flow* yang tinggi maka akan memberikan sinyal kepada investor bahwa perusahaannya memiliki kinerja yang lebih baik dibandingkan dengan perusahaan yang memiliki arus kas bebas yang rendah (Andini dan Wirawati, 2014). Hasil ini tidak sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Mardasari (2014) yang menyatakan bahwa *free cash flow* tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen.

Pengujian Hipotesis 8

Hasil pengujian statistik menunjukkan bahwa *free cash flow* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Hal ini dapat dilihat pada tabel 7 yang menunjukkan bahwa koefisien regresi sebesar 4,389 dengan nilai signifikansi sebesar 0,000 (lebih kecil dari 0,05). Dengan demikian hipotesis kedelapan yang menyatakan *free cash flow* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan diterima.

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa semakin tinggi *free cash flow* maka semakin tinggi nilai perusahaan. Hasil tersebut sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Andini dan Wirawati (2014) yang menyatakan bahwa *free cash flow* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian ini mendukung teori pesinyalan yang menunjukkan bahwa perusahaan dengan tingkat *free cash flow* yang tinggi dapat memberikan sinyal positif kepada para pemegang saham bahwa perusahaan memiliki kinerja yang baik sehingga dapat meningkatkan nilai perusahaan (Naini, 2014). Hasil ini tidak sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Mardasari (2014) yang menyatakan bahwa kepemilikan manajerial tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.

Pengujian Hipotesis 9

Hasil pengujian statistik menunjukkan bahwa kebijakan dividen tidak berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Hal ini dapat dilihat pada tabel 7 yang menunjukkan bahwa koefisien regresi sebesar 1,161 dengan nilai signifikansi sebesar 0,247 (lebih kecil dari 0,05). Dengan demikian hipotesis kesembilan yang menyatakan kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan ditolak.

Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Ikbal et al. (2011), Wibowo dan Aisjah (2013) dan Mardasari (2014) yang menyatakan bahwa kebijakan dividen tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Secara statistik penelitian ini tidak signifikan yang mengindikasikan bahwa beberapa perusahaan tetap membagikan dividen walaupun perusahaan dalam kondisi impas atau merugi sehingga perusahaan dapat mempertahankan nilai perusahaan (Mardasari, 2014). Hal tersebut dapat mengakibatkan investor tidak menganggap dividen yang dibagikan sebagai sinyal positif yang disampaikan oleh manajemen bahwa perusahaan memiliki nilai perusahaan yang baik. Selain itu, hasil penelitian ini juga mengindikasikan bahwa perusahaan tidak hanya menggunakan laba bersih tahun berjalan untuk membagikan dividen, namun perusahaan juga menggunakan saldo laba sampai tahun buku sebelumnya untuk membagikan dividen.

Hasil penelitian ini tidak mendukung teori *bird in hand* yang dikemukakan oleh Gordon dan Lintner (dalam Brigham dan Houston, 2006) bahwa pembayaran dividen yang tinggi dapat memaksimalkan nilai perusahaan. Hal tersebut dikarenakan, investor lebih menyukai keuntungan dalam bentuk dividen daripada keuntungan sebagai akibat perubahan harga saham (*capital gain*). Namun, hasil ini mendukung pendapat yang dikemukakan oleh Miller dan Modigliani (dalam Brigham dan Houston, 2001) mengenai ketidakrelevanan dividen (*irrelevant theory*) yang menyatakan bahwa pembagian dividen tidak mempengaruhi nilai perusahaan. Selain itu, hasil penelitian ini tidak sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Nofrita (2013) dan Akhmadi (2014) yang menyatakan bahwa kebijakan dividen berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

Pengujian Hipotesis 10

Hasil uji sobel menunjukkan bahwa kebijakan dividen tidak memediasi hubungan profitabilitas terhadap nilai perusahaan. Hal ini dikarenakan nilai Z hitung lebih kecil dari Z tabel dengan tingkat signifikansi 0,05 yaitu $1,0335 < 1,96$. Dengan demikian hipotesis kesepuluh yang menyatakan kebijakan dividen memediasi pengaruh profitabilitas terhadap nilai perusahaan ditolak.

Hasil penelitian ini mengindikasikan bahwa perusahaan yang memiliki saldo laba yang tinggi maka perusahaan dapat menggunakannya untuk pembagian dividen atau menginvestasikannya kembali, sehingga tinggi atau rendahnya profitabilitas yang diperoleh perusahaan tidak mempengaruhi perusahaan dalam membagikan dividen (Arifin, 2014). Dengan penggunaan laba ditahan untuk pembagian dividen namun tanpa diikuti peningkatan laba maka dapat memberikan sinyal negatif pada para pemegang saham bahwa kinerja perusahaan mengalami penurunan sehingga dapat mengakibatkan menurunnya nilai perusahaan (Akhmadi, 2014). Hasil ini tidak sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Akhmadi (2014) yang menyatakan bahwa kebijakan dividen memediasi pengaruh profitabilitas terhadap nilai perusahaan.

Pengujian Hipotesis 11

Hasil uji sobel menunjukkan bahwa kebijakan dividen tidak memediasi hubungan kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan. Hal ini dikarenakan nilai Z hitung lebih kecil dari Z tabel dengan tingkat signifikansi 0,05 yaitu $-1,0454 < 1,96$. Dengan demikian hipotesis kesebelas yang menyatakan kebijakan dividen memediasi pengaruh kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan ditolak.

Hasil ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Akhmadi (2014) dan Mardasari (2014) yang menyatakan bahwa tidak terdapat pengaruh mediasi kebijakan dividen yang diprosikan dengan DPR atas pengaruh *insider ownership* terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa semakin rendahnya kepemilikan manajerial dalam perusahaan menyebabkan pihak manajer dan dewan komisaris tidak memiliki hak untuk mengambil keputusan perusahaan yang dapat mempengaruhi nilai perusahaan. Salah satu

keputusan yang mempengaruhi nilai perusahaan adalah keputusan dalam pembagian dividen perusahaan kepada pemegang saham. Hal tersebut dikarenakan kepemilikan manajerial yang rendah menyebabkan pemegang saham mayoritas yang lebih berperan dalam pengambilan keputusan keuangan perusahaan (Mardasari, 2014).

Pengujian Hipotesis 12

Hasil uji sobel menunjukkan bahwa kebijakan dividen tidak memediasi hubungan kebijakan hutang terhadap nilai perusahaan. Hal ini dikarenakan nilai Z hitung lebih kecil dari Z tabel dengan tingkat signifikansi 0,05 yaitu $-0,8844 < 1,96$. Dengan demikian hipotesis keduabelas yang menyatakan kebijakan dividen memediasi pengaruh kebijakan hutang terhadap nilai perusahaan ditolak.

Hasil penelitian ini mengindikasikan bahwa perusahaan akan menggunakan hutang untuk melakukan investasi atau kegiatan operasional perusahaan dan tidak menggunakannya untuk membagikan dividen (Cholifah, 2014). Apabila perusahaan memiliki jumlah hutang yang tinggi maka biaya atas hutang juga akan meningkat. Jika biaya atas hutang yang meningkat melebihi tingkat pengembalian yang diperoleh atas investasi atau kegiatan yang didanai oleh hutang tersebut maka dapat mengakibatkan hutang tidak menambah nilai perusahaan. Hasil ini tidak sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Mardasari (2014) yang menyatakan bahwa terdapat pengaruh mediasi kebijakan dividen atas pengaruh hutang terhadap nilai perusahaan.

Pengujian Hipotesis 13

Hasil uji sobel menunjukkan bahwa kebijakan dividen tidak memediasi hubungan *free cash flow* terhadap nilai perusahaan. Hal ini ditunjukkan dengan melihat nilai Z hitung lebih kecil dari Z tabel dengan tingkat signifikansi 0,05 yaitu $1,0247 < 1,96$. Dengan demikian hipotesis ketigabelas yang menyatakan kebijakan dividen memediasi pengaruh *free cash flow* terhadap nilai perusahaan ditolak.

Hasil penelitian ini mengindikasikan bahwa perusahaan lebih memilih menggunakan *free cash flow* untuk investasi perusahaan daripada digunakan untuk melakukan pembagian dividen. Mardasari (2014) memberikan alasan bahwa rendahnya *free cash flow* tidak menjadi sinyal positif bagi investor, karena investor menganggap bahwa *free cash flow* tidak mengindikasikan bahwa perusahaan memiliki nilai perusahaan yang baik. Selain itu, *free cash flow* juga tidak menandakan bahwa perusahaan akan menggunakan *free cash flow* untuk pembagian dividen. Oleh karena itu, perusahaan yang memiliki *free cash flow* yang tinggi tidak dapat mempengaruhi nilai perusahaan melalui kebijakan dividen, karena perusahaan lebih memilih menggunakan *free cash flow* untuk melakukan investasi perusahaan dibandingkan melakukan pembagian dividen kepada pemegang saham. Hasil ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Mardasari (2014) yang menyatakan bahwa tidak terdapat pengaruh mediasi kebijakan dividen atas pengaruh *free cash flow* terhadap nilai perusahaan.

SIMPULAN DAN SARAN

Simpulan

Berdasarkan hasil penelitian, didapatkan kesimpulan sebagai berikut: (1) profitabilitas, kepemilikan manajerial dan *free cash flow* berpengaruh terhadap kebijakan dividen dan nilai perusahaan (2) kebijakan hutang tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen dan nilai perusahaan (3) kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan (4) kebijakan dividen tidak memediasi hubungan profitabilitas, kepemilikan manajerial, kebijakan hutang dan *free cash flow* terhadap nilai perusahaan.

Saran

Berdasarkan keterbatasan penelitian, maka saran yang dapat diberikan adalah: (1) Penelitian selanjutnya dapat mempertimbangkan ukuran perusahaan dalam penentuan sampel penelitian, sehingga dapat diketahui apakah penggunaan ukuran perusahaan dapat memberikan pengaruh dari sudut pandang yang berbeda, (2) Penelitian selanjutnya dapat menambahkan faktor eksternal yang dapat mempengaruhi nilai perusahaan, seperti tingkat suku bunga, tingkat inflasi dan nilai kurs sehingga dapat memberikan kesimpulan secara menyeluruh mengenai perubahan nilai perusahaan.

DAFTAR PUSTAKA

- Akhmadi, A. 2014. Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Profitabilitas terhadap Nilai Perusahaan (Studi pada Perusahaan Manufaktur yang Tercatat di Bursa Efek Indonesia). *Skripsi*. Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Indonesia (STIESIA). Surabaya.
- Andini, N. W. L. dan N. G. P. Wirawati. 2014. Pengaruh Cash Flow pada Kinerja Keuangan dan Implikasinya pada Nilai Perusahaan Manufaktur. *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana* 7(1): 107-121.
- Arifin, S. 2014. Pengaruh Profitabilitas, Likuiditas, Growth Potential, dan Kepemilikan Manajerial terhadap Kebijakan Dividen. *Skripsi*. Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Indonesia (STIESIA). Surabaya.
- Astuti, A. M. D. 2004. *Manajemen Keuangan Perusahaan*. Cetakan Pertama. Penerbit Ghalia Indonesia. Jakarta.
- Brigham, E. F. dan J. F. Houston. 1998. *Fundamentals of Financial Management*. Eighth Edition. Harcourt, Inc. Florida. Terjemahan D. Suharto. 2001. *Manajemen Keuangan*. Edisi Kedelapan. Erlangga. Jakarta.
- _____. 2004. *Fundamentals of Financial Management*. Ten Edition. Cengage Learning Asia Pte Ltd. Singapore. Terjemahan A. A. Yulianto. 2006. *Dasar - Dasar Manajemen Keuangan*. Edisi Kesepuluh. Salemba Empat. Jakarta.
- Cholifah, N. 2014. Analisis Pengaruh Kebijakan Pendanaan, Kepemilikan Manajerial, Profitabilitas dan Growth terhadap Kebijakan Dividen. *Skripsi*. Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Indonesia (STIESIA). Surabaya.
- Hanafi, M. M. dan A. Halim. 2007. *Analisis Laporan Keuangan*. Edisi Ketiga. Unit Penerbit dan Percetakan Sekolah Tinggi Ilmu Manajemen YKPN. Yogyakarta.
- Hanafi, M. M. 2013. *Manajemen Keuangan*. Edisi Pertama. BPFE-Yogyakarta. Yogyakarta.
- Harjito, D. A. dan Martono. 2013. *Manajemen Keuangan*. Edisi Kedua. Penerbit EKONISIA. Yogyakarta.
- Haruman, T. 2008. Pengaruh Struktur Kepemilikan Terhadap Keputusan Keuangan dan Nilai Perusahaan (Survey pada Perusahaan Manufaktur di PT. Bursa Efek Indonesia). *Prosiding Simposium Nasional Akuntansi XI*. Pontianak.
- Haryadi, R. 2014. Pengaruh Aliran Kas Bebas dan Keputusan Pendanaan terhadap Nilai Pemegang Saham. *Skripsi*. Universitas Widyatama.
- Husnan, S. 2001. *Dasar-dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas*. Unit Penerbit dan Percetakan (UPP STM YKPN). Yogyakarta.
- Husnan, S. dan E. Pudjiastuti. 2012. *Dasar-dasar Manajemen Keuangan*. Edisi Keenam. Unit Penerbit dan Percetakan (UPP STM YKPN). Yogyakarta.
- Ikatan Akuntan Indonesia. 2012. *Standar Akuntansi Keuangan*. DSAK-IAI. Jakarta.
- Ikbal, M., Sutrisno, dan A. Djamhuri. 2011. Pengaruh Profitabilitas dan Kepemilikan Insider terhadap Nilai Perusahaan dengan Kebijakan Utang dan Kebijakan Dividen sebagai Variabel Intervening. *Simposium Nasional Akuntansi XIV*. Aceh.
- Ikhsan, A. dan H. B. Suprasto. 2008. *Teori Akuntansi & Riset Multiparadigma*. Edisi Pertama. Graha Ilmu. Yogyakarta.

- Ma'rifah, D. 2014. Pengaruh Mekanisme Good Corporate Governance dan Pengungkapan Corporate Social Responsibility Terhadap Kinerja Keuangan pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Skripsi*. Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Indonesia (STIESIA). Surabaya.
- Mahsunah, T. 2013. Pengaruh Free Cash Flow, Profitabilitas dan Kepemilikan Institusional terhadap Kebijakan Hutang pada Perusahaan Manufaktur di BEI. *Skripsi*. Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Indonesia (STIESIA). Surabaya.
- Malik, M. S. 2014. Analisis Rasio Aktivitas terhadap Nilai Perusahaan yang di Ukur dengan Metode Tobin's Q pada Perusahaan Semen yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Skripsi*. Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Indonesia (STIESIA). Surabaya.
- Marbun, H. A. H. dan C. Situmeang. 2014. Financial Distress dan Corporate Turnaround. *Prosiding Simposium Nasional Akuntansi XVII*. Mataram.
- Mardasari, R. B. 2014. Pengaruh Insider Ownership, Kebijakan Hutang dan Free Cash Flow terhadap Nilai Perusahaan melalui Kebijakan Dividen. *Jurnal Ilmu Manajemen* 2(4): 1807-1820.
- Naini, D. I. dan Wahidahwati. 2014. Pengaruh Free Cash Flow dan Kepemilikan Institusional terhadap Kebijakan Hutang dan Nilai Perusahaan. *Jurnal Ilmu & Riset Akuntansi* 3(4): 1-17.
- Nofrita, R. 2013. Pengaruh Profitabilitas terhadap Nilai Perusahaan dengan Kebijakan Dividen sebagai Variabel Intervening. *Skripsi*. Universitas Negeri Padang. Padang.
- Putri, I. F. dan M. Nasir. 2006. Analisis Persamaan Simultan Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Risiko, Kebijakan Hutang dan Kebijakan Dividen dalam Perspektif Teori Keagenan. *Simposium Nasional Akuntansi IX*. Padang.
- Ross, S. A., R. W. Westerfield, dan B. D. Jordan. 2008. *Corporate Finance Fundamentals*. Eighth Edition. McGraw-Hill. New York. Terjemahan A. A. Yulianto. 2009. *Pengantar Keuangan Perusahaan*. Edisi Kedelapan. Salemba Empat. Jakarta.
- Sandy, A. dan N. F. Asyik. 2013. Pengaruh Profitabilitas dan Likuiditas terhadap Kebijakan Dividen Kas pada Perusahaan Otomotif. *Jurnal Ilmu dan Riset Akuntansi* 1(1): 58-76.
- Sari, I. P. 2013. Analisis Pengaruh Insider Ownership, Debt to Equity Ratio, Investment Opportunity Set, dan Size Perusahaan terhadap Kebijakan Dividen. *Skripsi*. Universitas Lampung. Bandar Lampung.
- Sartono, A. 2001. *Manajemen Keuangan Teori dan Aplikasi*. Edisi Keempat. BPFE-Yogyakarta. Yogyakarta.
- Septia, A. W. 2015. Pengaruh Profitabilitas, Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan, dan Kebijakan Dividen terhadap Nilai Perusahaan pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Skripsi*. Universitas Negeri Yogyakarta. Yogyakarta.
- Simanjuntak, A. W. 2014. Pengaruh Profitabilitas dan Ukuran Perusahaan serta Kepemilikan Institusional terhadap Kinerja Intellectual Capital Industri Keuangan di Bursa Efek Indonesia. *Skripsi*. Universitas Sumatera Utara. Medan
- Suciana, A. 2015. Pengaruh Status Modal, Kebijakan Dividen dan Keputusan Investasi terhadap Nilai Perusahaan. *Skripsi*. Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Indonesia (STIESIA). Surabaya.
- Sukirni, D. 2012. Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Kebijakan Dividen dan Kebijakan Hutang Analisis terhadap Nilai Perusahaan. *Accounting Analysis Journal* 1(2): 1-12.
- Sulistiyowati, I., R. Anggraini, dan T. H. Aminingtyas. 2010. Pengaruh Profitabilitas, Leverage, dan Growth terhadap Kebijakan Dividen dengan Good Corporate Governance sebagai Variabel Intervening. *Simposium Nasional Akuntansi XIII*. Purwokerto.
- Suliyanto. 2011. *Ekonometrika Terapan: Teori dan Aplikasi dengan SPSS*. ANDI. Yogyakarta.
- Sunyoto, D. 2011. *Ekonometrika Terapan: Teori dan Aplikasi dengan SPSS*. ANDI. Yogyakarta.

- Utomo, B. S. A. B. 2009. Pengaruh Kebijakan Hutang, Kebijakan Investasi, dan Kebijakan Dividen terhadap Nilai Perusahaan Manufaktur Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2003-2007. *Skripsi*. Universitas Sebelas Maret. Surakarta.
- Wibowo, R. dan S. Aisjah. 2013. Pengaruh Profitabilitas, Kepemilikan Manajerial, Kebijakan Dividen, dan Leverage terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Ilmiah Mahasiswa FEB* 2(1).
- Wicaksana, I. G. A. 2012. Pengaruh Cash Ratio, Debt to Equity Ratio, dan Return on Asset terhadap Kebijakan Dividen pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia. *Tesis*. Universitas Udayana. Denpasar.
- Yuliana. 2013. Pengaruh Free Cash Flow dan Kepemilikan Manajerial terhadap Kebijakan Liabilitas pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Skripsi*. Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Indonesia (STIESIA). Surabaya.