

## PENGARUH *FREE CASH FLOW* DAN PROFITABILITAS TERHADAP NILAI PERUSAHAAN DENGAN KEBIJAKAN DIVIDEN SEBAGAI VARIABEL INTERVENING

Laila Zakiya Feriani  
*Laila\_fee@yahoo.com*  
Lailatul Amanah

Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Indonesia (STIESIA) Surabaya

### ABSTRACT

*This research is aimed to prove the direct influence of profitability and free cash flow to the firm value and the indirect influence through dividend as the intervening variable. This research applies quantitative research and the research population has been done by using consumer goods industry sector manufacturing companies which are listed in Indonesia Stock Exchange in 2012-2015 periods. The sample selection has been done by using purposive sampling method and 14 companies (56 firm years) which have met the criteria have been selected as samples. The analysis technique has been carried out by using multiple linear regressions analysis and path analysis with the SPSS 23. The result of this research shows that profitability gives positive and significant influence to the dividend policy and firm value. Free cash flow gives negative and significant influence to the dividend policy. Meanwhile, free cash flow and dividend policy does not give any influence to the firm value. It has been found from the path analysis test that dividend policy does not give any indirect influence through dividend policy.*

*Keywords: profitability, free cash flow, dividend policy, firm value.*

### ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk membuktikan pengaruh langsung profitabilitas dan free cash flow terhadap nilai perusahaan serta pengaruh tidak langsungnya melalui kebijakan dividen sebagai variabel intervening. Jenis penelitian ini adalah penelitian kuantitatif dengan populasi penelitian menggunakan perusahaan manufaktur sektor industri barang konsumsi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2012-2015. Pemilihan sampel penelitian ini menggunakan metode purposive sampling dan diperoleh sebanyak 14 perusahaan (56 firm year) yang memenuhi kriteria sebagai sampel penelitian. Teknik analisis yang digunakan yaitu analisis regresi linear berganda dan path analysis dengan menggunakan program SPSS 23. Hasil penelitian menunjukkan bahwa profitabilitas berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen dan nilai perusahaan. Free cash flow berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan dividen. Sedangkan free cash flow dan kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Dari uji path analysis diketahui kebijakan dividen tidak terbukti dapat dijadikan variabel intervening karena pengaruh langsung profitabilitas dan free cash flow terhadap nilai perusahaan lebih besar dari pengaruh tidak langsung melalui kebijakan dividen.

Kata kunci : Profitabilitas, free cash flow, kebijakan dividen, nilai perusahaan.

### PENDAHULUAN

Suatu perusahaan harus didirikan dengan tujuan yang jelas. Tujuan perusahaan yang utama adalah mencapai keuntungan yang maksimal atau memperoleh laba yang sebesar-besarnya. Selain itu tujuan perusahaan adalah untuk meningkatkan nilai perusahaan karena semakin tinggi nilai perusahaan maka kemakmuran pemegang saham juga semakin meningkat.

Nilai perusahaan juga merupakan hal yang penting bagi seorang manajer dan investor. Jika manajer dapat meningkatkan nilai perusahaan, maka hal tersebut menunjukkan kinerja yang baik bagi perusahaan, sedangkan bagi investor, jika nilai perusahaan tersebut meningkat, maka investor akan memandang perusahaan itu baik sehingga investor akan tertarik untuk berinvestasi. Ketika nilai suatu perusahaan meningkat dan banyak investor yang berinvestasi di perusahaan tersebut, maka akan menyebabkan harga saham perusahaan juga meningkat.

Nilai perusahaan dapat dipengaruhi oleh besar kecilnya profitabilitas. Profitabilitas merupakan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba. Salah satu indikator penting bagi investor dalam menilai suatu perusahaan baik atau buruk adalah ketika perusahaan tersebut mampu meningkatkan profitabilitas perusahaannya. Perusahaan yang memiliki profitabilitas yang tinggi akan menarik minat para investor untuk membeli saham perusahaan. Semakin baik pertumbuhan profitabilitas perusahaan berarti prospek perusahaan di masa yang akan datang juga semakin baik begitu juga sebaliknya.

Selain profitabilitas, *free cash flow* juga dapat digunakan sebagai pengukur apakah nilai suatu perusahaan baik atau buruk. *Free cash flow* merupakan arus kas yang sudah tidak digunakan lagi setelah dikurangi seluruh biaya operasional perusahaan. Artinya semakin banyak arus kas bebas pada suatu perusahaan, berarti kinerja perusahaan tersebut semakin baik, Hal tersebut dapat meningkatkan nilai perusahaan dimata para investor.

Pembagian dividen juga menjadi pertimbangan investor yang ingin menanamkan modalnya di suatu perusahaan. Seorang investor pasti menginginkan adanya tingkat *return* yang lebih tinggi berupa pendapatan dividen maupun pendapatan yang diperoleh dari selisih harga jual saham terhadap harga beli dari penanaman modalnya di perusahaan.

Pembagian dividen yang tinggi dapat menarik para investor untuk menanamkan modalnya pada suatu perusahaan, 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. Profitabilitas mempunyai peran yang penting dalam kebijakan dividen, dimana kebijakan dividen pada akhirnya dapat memaksimalkan nilai perusahaan.

Selain profitabilitas, *free cash flow* juga dapat dijadikan pertimbangan oleh perusahaan untuk membagikan dividen. Semakin banyak *free cash flow* yang dimiliki perusahaan maka akan semakin tinggi pula dividen yang dibayarkan kepada pemegang saham. Pembayaran dividen yang tinggi oleh perusahaan juga dapat meningkatkan nilai perusahaan di mata para investor.

Dapat disimpulkan bahwa mengapa kebijakan dividen dapat menjadi variabel *intervening* atau dapat memediasi antara profitabilitas dan *free cash flow* dengan nilai perusahaan. Karena terdapat keterkaitan antara profitabilitas dan *free cash flow* dengan nilai perusahaan dilihat dari pembagian dividen.

## TINJAUAN TEORETIS

### Teori Signal (*Signalling Theory*)

Brigham dan Houston (2006:40) mengemukakan bahwa teori sinyal merupakan tindakan yang diambil oleh manajemen perusahaan untuk memberikan petunjuk kepada para investor mengenai bagaimana cara pandang manajemen terhadap prospek perusahaan. Teori ini memiliki makna informasi maupun sinyal untuk memprediksi keadaan perusahaan dimasa yang akan datang. Terdapat dua asumsi dalam teori ini, yaitu informasi simetri dan informasi asimetri. Informasi simetri berasumsi bahwa investor memiliki informasi yang sama tentang prospek sebuah perusahaan seperti para manajer. Informasi asimetris merupakan informasi yang dimiliki manajer lebih baik daripada investor pihak luar dan memiliki pengaruh yang penting dalam menentukan struktur modal optimal (Brigham dan Houston, 2006:38).

Pemberian signal mengenai kinerja keuangan diharapkan dapat menarik para investor untuk berinvestasi pada perusahaan dengan menggunakan laporan keuangan sebagai bahan pertimbangan. Analisis laporan keuangan terdiri dari beberapa rasio keuangan. Apabila hasil analisis laporan keuangan menunjukkan kinerja perusahaan yang baik, maka investor akan tertarik untuk membeli saham perusahaan di pasar modal. Apabila nilai saham tinggi, maka harga saham akan meningkat di pasar modal. Dan sebaliknya jika nilai saham rendah, maka harga saham akan ikut menurun di pasar modal.

### **Teori Keagenan (*Agency Theory*)**

Teori keagenan menjelaskan sebagai hubungan yang terjadi ketika satu atau lebih individu, yaitu prinsipal yang menyewa individu atau organisasi lain, yang disebut sebagai agen, untuk melakukan sejumlah jasa atau mendelegasikan kewenangan untuk membuat keputusan kepada agen tersebut (Brigham dan Houston, 2009:26). Hubungan keagenan yang utama terjadi didalam sebuah perusahaan yaitu: antara pemegang saham dengan manajer dan antara manajer dengan pihak kreditur.

Hubungan keagenan antara pemegang saham dengan manajer biasanya terdapat konflik diantara keduanya, hal ini terjadi pada saat terdapat *free cash flow*. *Free cash flow* ini mengakibatkan adanya perbedaan kepentingan antara pemegang saham dan manajer. Misalnya ketika perusahaan tidak lagi mempunyai kesempatan investasi yang menarik, pemegang saham menginginkan *free cash flow* dibagikan kepada mereka dalam bentuk dividen. Disisi lain manajer cenderung ingin menahan sumber daya (termasuk *free cash flow*) tersebut sehingga manajer mempunyai kontrol atas sumber daya tersebut (Hanafi, 2008:317).

Sedangkan konflik keagenan antara kreditur dan pemegang saham muncul karena pemegang saham selalu menginginkan agar manajer bersifat agresif dalam menerima proyek-proyek dengan *expected return* (pengembalian yang diharapkan) yang tinggi sedangkan di sisi lain, *expected return* yang tinggi sudah pasti mengandung risiko yang tinggi pula (*high risk, high return*). Jika perusahaan mengambil proyek yang berisiko tinggi maka akan meningkatkan risiko kebangkrutan perusahaan sehingga kreditur merasa khawatir pinjaman yang diberikan tidak dapat dikembalikan oleh perusahaan. Apabila proyek yang berisiko tinggi tersebut dapat memberikan hasil baik, kreditur akan tetap dibayar dengan tingkat bunga sesuai kontrak, sedangkan keuntungan sisa (*residual gain*) akan menjadi hak pemegang saham meskipun kreditur juga telah menanggung tambahan risiko atas kemungkinan gagalnya proyek.

### ***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 dari risikonya dibandingkan dengan *dividend yield* yang pasti. Sehingga investor akan meminta tingkat keuntungan yang 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)

Menurut Miller dan Modigliani (dalam Brigham dan Houston, 2006:71) menyatakan bahwa nilai sebuah perusahaan akan dapat dimaksimalkan dengan menetapkan rasio pembayaran dividen yang tinggi. Hal ini berarti semakin tinggi dividen yang dibagikan oleh perusahaan maka semakin tinggi harga saham perusahaan, namun semakin rendah dividen yang dibagikan perusahaan maka semakin rendah harga saham perusahaan. Menurut

Hanafi (2008:366) pembayaran dividen data mengurangi ketidakpastian, yang berarti mengurangi risiko yang dapat mengurangi tingkat keuntungan yang disyaratkan oleh pemegang saham.

### Nilai Perusahaan

Menurut Husnan (2000), nilai perusahaan merupakan harga yang bersedia dibayar oleh calon pembeli apabila perusahaan tersebut dijual. Nilai perusahaan tercermin dari harga sahamnya. Maka apabila nilai perusahaan baik, yaitu mempunyai kinerja dan prospek yang bagus, investor pasti bersedia membayar lebih untuk membeli sahamnya.

Manajer perusahaan mempunyai tujuan untuk meningkatkan nilai perusahaan melalui implementasi keputusan keuangan yang terdiri dari keputusan investasi, keputusan pendanaan dan kebijakan dividen. Oleh sebab itu, dalam pelaksanaannya harus dilakukan dengan hati-hati dan tepat, mengingat setiap keputusan keuangan yang diambil akan mempengaruhi keputusan keuangan lainnya dan akan berdampak terhadap pencapaian tujuan perusahaan. Tujuan umum dari suatu perusahaan adalah untuk mengembangkan usahanya dan memberikan kemakmuran yang maksimal kepada para pemegang sahamnya serta mengoptimalkan nilai perusahaan.

### Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen adalah berkaitan dengan penentuan pembagian laba untuk dibayarkan kepada para pemegang saham sebagai dividen dan untuk mendukung operasional, sehingga laba tersebut harus ditahan di dalam perusahaan (*retained earning*) (Riyanto, 2001:265). *Retained earning* merupakan salah satu dari sumber dana yang paling penting untuk membiayai pertumbuhan perusahaan, sedangkan dividen merupakan aliran kas yang dibayarkan kepada para pemegang saham, dimana keduanya berasal dari laba yang dihasilkan perusahaan. Setiap perusahaan, di satu pihak menginginkan adanya pertumbuhan bagi perusahaan, dan di lain pihak juga ingin membayarkan dividen kepada para pemegang saham. Itulah sebabnya, manajemen perusahaan hendaknya dapat membuat kebijakan dividen yang tepat, dalam artinya menentukan berapa persen laba yang harus diberikan kepada para pemegang saham sebagai dividen dan berapa persen laba yang harus ditahan untuk mendukung pertumbuhan atau investasi, sehingga kepentingan para pemegang saham dan perusahaan dapat terpenuhi semua. Oleh karena penentuan kebijakan dividen tersebut tidak mudah, maka biasanya perusahaan menggunakan media Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS) untuk membuat keputusan tersebut penting tersebut. Besar rasio pembayaran dividen tunai kepada para pemegang saham ditunjukkan melalui *dividend payout ratio* (DPR). Penelitian ini menetapkan *dividend payout ratio* sebagai proksi kebijakan dividen, didasarkan suatu pertimbangan bahwa DPR lebih populer untuk mengukur persentase dividen tunai yang diberikan badan usaha kepada para pemegang saham atas laba per lembar saham yang dihasilkan dalam periode akuntansi, dari pada rasio dividen lainnya, sebagai mana yang dilakukan Sudarsi (2002) dan Suharli (2007).

Menurut Fakhruddin dan Hadianto (2001:313), *Dividend payout ratio* adalah rasio antara dividen yang dibayarkan dibandingkan dengan jumlah laba bersih per lembar saham yang diperoleh perusahaan. Besarnya *dividend payout ratio* dijadikan ukuran oleh para investor yang hendak menanam modal pada saham di bursa efek. Hal ini dikarenakan perusahaan yang memiliki *dividend payout ratio* besar menunjukkan perusahaan tersebut memiliki kinerja finansial yang baik. Perusahaan yang memberikan dividen dalam jumlah relatif besar akan melahirkan sentimen positif pada para investor, dan akan membuat para investor termotivasi untuk menanam modal yang dimiliki pada saham perusahaan tersebut.

## Profitabilitas

Profitabilitas adalah kemampuan perusahaan memperoleh laba dalam hubungannya dengan penjualan, total aktiva, maupun modal sendiri (Sartono, 2001:122). Sedangkan menurut Murhadi (2013:63) profitabilitas adalah rasio yang menggambarkan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan keuntungan. Dengan demikian Profitabilitas merupakan kemampuan suatu perusahaan untuk memperoleh laba (keuntungan) dalam suatu periode tertentu. Kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba akan dapat menarik para investor untuk menanamkan dananya guna memperluas usahanya, sebaliknya tingkat profitabilitas yang rendah akan menyebabkan para investor menarik dananya.

Pada Penelitian ini profitabilitas di proksikan dengan *return on assets* (ROA). *Return on assets* atau sering diterjemahkan ke dalam bahasa Indonesia sebagai Rentabilitas Ekonomi mengukur kemampuan perusahaan menghasilkan laba pada masa lalu. Menurut Prihadi (2008:152) bahwa *return on asset* (ROA) mengukur tingkat laba terhadap aset yang digunakan dalam menghasilkan laba. Rasio ini dapat diartikan dengan dua cara yaitu: mengukur kemampuan perusahaan dalam mendayagunakan aset untuk perolehan laba dan mengukur hasil total untuk seluruh penyediaan sumber dana, yaitu kreditur dan investor.

## *Free cash flow*

*Free cash flow* didefinisikan sebagai arus kas yang tersisa setelah seluruh proyek yang menghasilkan *net present value positif* dilakukan (Jensen dalam Tarjo dan Jogiyanto, 2003). Brigham dan Houston (2009:65) mendefinisikan arus kas bebas adalah kas yang benar-benar tersedia untuk didistribusikan (pemegang saham dan pemilik utang) setelah perusahaan menempatkan seluruh investasinya pada aset tetap, produk-produk baru, dan modal kerja yang dibutuhkan untuk mempertahankan operasi yang sedang berjalan. Sedangkan menurut Ross *et al* (2000) *Free cash flow* atau aliran kas bebas merupakan kas lebih perusahaan yang dapat didistribusikan kepada kreditor atau pemegang saham yang tidak diperlukan lagi untuk modal kerja atau investasi pada aset tetap.

*Free cash flow* ini menggambarkan seberapa besar kas tersedia untuk dibagikan kepada investor (Brigham dan Houston, 2009). *Free cash flow* menggambarkan kepada investor bahwa dividen yang dibagikan oleh perusahaan tidak sekedar strategi menyiasati pasar dengan maksud meningkatkan nilai perusahaan. Sementara bagi perusahaan yang melakukan pengeluaran modal, *free cash flow* akan mencerminkan dengan jelas mengenai perusahaan manakah yang masih mempunyai kemampuan dimasa depan atau tidak.

*Free cash flow* juga sering menjadi pemicu timbulnya masalah antara para pemegang saham dan manajer. Hal ini dikarenakan para manajer lebih menginginkan dana tersebut diinvestasikan lagi pada proyek-proyek yang dapat menghasilkan keuntungan, karena alternatif ini akan meningkatkan intensif yang diterima. Di sisi lain, pemegang saham mengharapkan sisa dana tersebut dibagikan sehingga akan menambah kesejahteraan mereka.

## Pengembangan Hipotesis

### Pengaruh Profitabilitas terhadap Kebijakan Dividen

Seorang investor pasti menginginkan keuntungan yang banyak dari investasinya pada suatu perusahaan. Keuntungan tersebut dapat diperoleh pada saat perusahaan tersebut menjalankan operasinya. Profitabilitas menggambarkan kemampuan perusahaan dalam memperoleh laba sehingga perusahaan dapat meyakinkan investor bahwa perusahaan tersebut layak dan dapat memberikan keuntungan kepada investor. Pertiwi (2016) menyatakan bahwa, berdasarkan teori pensinyalan 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 laporan keuangan kepada pemilik ataupun pihak yang berkepentingan. Ukuran profitabilitas dapat diukur menggunakan rasio ROA (*Return On Assets*).

Hanafi dan Halim (2007:84) menyebutkan bahwa rasio ROA digunakan untuk mengukur efektifitas perusahaan dalam menghasilkan laba bersih dengan cara memanfaatkan/ mengelola asset yang dimiliki. Profitabilitas yang diproksikan dengan ROA ini pasti dibutuhkan oleh perusahaan apabila perusahaan akan membagikan dividen kepada pemegang saham. Sehingga hipotesisnya menjadi :

H<sub>1</sub> : *Return On Asset* (ROA) berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen.

### **Pengaruh Free Cash Flow terhadap Kebijakan Dividen**

Brigham dan Daves (dalam Prasetio, 2015) mengungkapkan bahwa aliran kas bebas merupakan aliran kas sesungguhnya yang tersedia untuk dibagikan kepada pemegang saham dan kreditur setelah perusahaan menginvestasikan ke dalam aktiva tetap dan modal kerja yang diperlukan untuk mempertahankan operasional perusahaan. Free cash flow seharusnya dibagikan kepada para pemegang saham dalam bentuk dividen. Semakin besar free cash flow yang dimiliki perusahaan maka akan semakin besar pula tuntutan dari pemegang saham untuk pembayaran dividen.

Penelitian yang dilakukan oleh Prasetio (2015) menunjukkan bahwa free cash flow berpengaruh positif terhadap Dividend Payout Ratio (DPR). Artinya semakin tinggi free cash flow maka semakin tinggi DPR. Sehingga hipotesisnya menjadi :

H<sub>2</sub> : Free Cash Flow berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen.

### **Pengaruh Profitabilitas terhadap Nilai Perusahaan**

Profitabilitas menggambarkan kemampuan perusahaan dalam memperoleh laba. Semakin tinggi laba yang dihasilkan oleh suatu perusahaan, maka menunjukkan bahwa kinerja perusahaan tersebut sangat baik. Investor cenderung akan menginvestasikan dananya kepada perusahaan yang dapat menunjukkan bahwa kinerjanya lah yang terbaik. Clementin (2016) mengatakan bahwa profitabilitas yang tinggi dapat memberikan sinyal positif kepada investor bahwa perusahaan dalam keadaan menguntungkan.

(Brigham dan Houston, 2006), Semakin tinggi harga saham semakin tinggi pula nilai perusahaan. Nilai perusahaan yang tinggi menjadi keinginan para pemilik perusahaan, sebab dengan nilai yang tinggi menunjukkan kemakmuran pemegang saham juga tinggi. Kondisi perusahaan yang baik akan membuat nilai saham meningkat. Bagi para investor, semakin tinggi permintaan saham, artinya nilai saham tersebut lebih besar dari nilai yang tercatat pada perusahaan, sehingga nilai perusahaan pun akan tinggi.

Penelitian yang dilakukan oleh Nofrita (2013) menunjukkan bahwa profitabilitas berpengaruh signifikan positif terhadap nilai perusahaan. Penelitian lain yang dilakukan oleh Clementin (2016) juga menyatakan bahwa profitabilitas (ROA) berpengaruh secara signifikan terhadap variabel nilai perusahaan. Sehingga hipotesisnya menjadi :

H<sub>3</sub> : *Return On Asset* (ROA) berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

### **Pengaruh Free Cash Flow terhadap Nilai Perusahaan**

*Free cash flow* atau 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). Semakin tinggi arus kas bebas suatu perusahaan maka semakin banyak pula kas yang didistribusikan kepada investor.

Berdasarkan pada teori pensinyalan, *free cash flow* yang tinggi dapat memberikan sinyal positif kepada para pemegang saham bahwa perusahaan mempunyai kinerja yang baik, sehingga hal tersebut dapat meningkatkan nilai perusahaan. Sehingga hipotesisnya menjadi :  
H<sub>4</sub> : Free Cash Flow berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan

### **Pengaruh Kebijakan Dividen terhadap Nilai Perusahaan**

Kebijakan dividen merupakan salah satu hal yang dapat menarik investor untuk menanamkan modalnya ke suatu perusahaan. Pembagian laba bersih yang tinggi kepada pemegang saham dapat membuat investor berlomba-lomba untuk membeli saham perusahaan tersebut karena para investor akan menilai bahwa propek perusahaan tersebut baik. Berdasarkan *bird in hand theory*, semakin tinggi dividen yang dibayarkan kepada pemegang saham maka semakin tinggi pula nilai perusahaan tersebut. Suatu perusahaan dapat lebih meyakinkan kepada pemegang saham bahwa mereka akan memperoleh pendapatan dividen di masa yang akan datang apabila nilai perusahaan meningkat.

Clementin (2016) telah meneliti hubungan kebijakan dividen berpengaruh secara signifikan terhadap nilai perusahaan. Berbeda dengan penelitian yang dilakukan oleh Ayuningtias (2013) bahwa kebijakan dividen berpengaruh positif tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. Hal ini dimungkinkan terjadi karena perusahaan-perusahaan manufaktur terbuka ada yang tidak memberikan dividen tunai selama lima tahun berturut-turut. Sehingga hipotesisnya menjadi :

H<sub>5</sub>: Kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

### **Pengaruh Profitabilitas terhadap Nilai Perusahaan dengan Kebijakan Dividen sebagai Intervening**

Nilai perusahaan merupakan persepsi investor terhadap perusahaan, yang sering dikaitkan dengan harga saham (Pertiwi, 2016) Kemampuan perusahaan dalam membayarkan dividen merupakan salah satu faktor yang mempengaruhi harga saham. Semakin tinggi dividen yang dibayarkan perusahaan kepada pemegang saham maka akan meningkatkan harga saham dan nilai perusahaan juga semakin meningkat. Jika perusahaan memperoleh laba yang besar, maka kemampuan membayar dividen juga besar. Oleh karena itu, dengan dividen yang besar akan meningkatkan nilai perusahaan (Martono dan Harjito, 2005:3)

Menurut teori yang dikemukakan oleh Miller dan Modigliani (dalam Pertiwi, 2016) 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. Penelitian yang dilakukan oleh Ayuningtias (2013) menyatakan bahwa profitabilitas mempunyai pengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan dengan kebijakan dividen. Sehingga hipotesisnya menjadi :

H<sub>6</sub>: *Return On Assets* (ROA) berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan dengan kebijakan dividen sebagai intervening.

### **Pengaruh *Free Cash Flow* terhadap Nilai Perusahaan dengan Kebijakan Dividen sebagai Intervening**

Berdasarkan teori pensinyalan, salah satu kewajiban manajer adalah memberikan sinyal kepada pemilik saham 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 *free cash flow*.

Ketika perusahaan tidak lagi mempunyai kesempatan investasi yang menarik, pemegang saham menginginkan *free cash flow* dibagikan kepada mereka dalam bentuk

dividen. Disisi lain manajer cenderung ingin menahan sumber daya (termasuk *free cash flow*) tersebut sehingga manajer mempunyai kontrol atas sumber daya tersebut (Hanafi, 2008:317).

Menurut Jensen (dalam Pertiwi, 2016) 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. Semakin tinggi arus kas bebas yang dimiliki perusahaan maka semakin tinggi pula tekanan dari para pemegang saham untuk membagikan dividennya. Sehingga hipotesisnya menjadi:

H<sub>7</sub> : *Free Cash Flow* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan dengan kebijakan dividen sebagai intervening

## METODE PENELITIAN

### Populasi dan Sampel Penelitian

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur sektor industri barang konsumsi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia secara konsisten pada tahun 2012 sampai tahun 2015. Penelitian ini menggunakan metode pengambilan sampel dengan teknik *purposive sampling*, yaitu teknik pengambilan sampel cara tidak acak dengan menggunakan kriteria yang disesuaikan dengan tujuan penelitian. Kriteria yang digunakan dalam menentukan sampel penelitian ini adalah sebagai berikut: (1) Perusahaan manufaktur sektor industri barang konsumsi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2012-2015; (2) Perusahaan manufaktur yang secara konsisten mempublikasikan laporan keuangan; (3) Perusahaan yang membagikan dividen berturut-turut selama 2012-2015; Berdasarkan kriteria-kriteria yang telah ditetapkan dari tahun 2012 hingga tahun 2015 terdapat 32 perusahaan manufaktur sektor industri barang konsumsi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Dari seluruh populasi yang ada, sampel yang memenuhi kriteria yang telah ditentukan tersebut terdiri atas 14 sampel perusahaan dengan jumlah observasi 56.

## Definisi Operasional Dan Pengukuran Variabel

### Variabel Independen

#### *Free Cash Flow*

*Free Cash Flow* merupakan kelebihan arus kas setelah diperlukan untuk mendanai semua proyek yang memiliki *net present value positif*. Variabel ini diberi simbol FCF. *Free cash flow* dihitung dengan menggunakan rumus sebagai berikut (Ross et al, 2000):

$$FCF = AKO_{it} - PM_{it} - NWC_{it}$$

Keterangan:

FCF : *Free cash flow*

AKO<sub>it</sub> : Aliran kas operasi perusahaan i pada tahun t

PM<sub>it</sub> : Pengeluaran modal perusahaan i pada tahun t

Dihitung dengan cara:

PM<sub>it</sub> = Asset tetap bersih akhir periode - Asset tetap bersih awal periode + penyusutan

NWC<sub>it</sub>: Modal kerja bersih perusahaan i pada tahun t

Dihitung dengan cara:

NWC<sub>it</sub> = Saldo akhir MKB - Saldo awal MKB

MKB = Asset lancar - liabilitas lancar

### Profitabilitas

Menurut Murhadi (2013:63) profitabilitas adalah rasio yang menggambarkan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan keuntungan. Profitabilitas dapat diukur dengan menggunakan *Return On Assets* (ROA) yang merupakan tingkat kemampuan perusahaan menghasilkan laba dengan menggunakan total aset (kekayaan) yang dipunyai

perusahaan setelah disesuaikan dengan biaya-biaya untuk menandai aset tersebut. Pengukuran variabelnya berdasarkan *return on asset* dengan rumus (Hanafi dan Halim, 2007:81) sebagai berikut:

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

### Variabel Dependen Nilai Perusahaan

Nilai perusahaan merupakan proksi yang menggambarkan kemakmuran pemegang saham. Nilai perusahaan merupakan suatu ukuran yang penting bagi investor dalam berinvestasi. nilai perusahaan diukur dengan menggunakan rasio pasar yaitu *Price to Book Value*.

$$PBV = \frac{\text{market price per share}}{\text{book value per share}}$$

*Market Price Per Share* (harga pasar saham) yang dipakai adalah harga penutupan harian (*closing price*) yang dirata-ratakan per tahun. Sedangkan *Book Value Per Share* (nilai buku per lembar saham) didapatkan dengan menggunakan rumus sebagai berikut:

$$\text{Book Value Per Share} = \frac{\text{total ekuitas}}{\text{jumlah saham yang beredar}}$$

### Variabel Intervening Kebijakan Dividen

Menurut Brigham (dalam Pertiwi, 2016) kebijakan dividen pada dasarnya adalah penentuan besarnya porsi keuntungan yang akan diberikan kepada pemegang saham. Kebijakan pembayaran dividen merupakan hal penting yang menyangkut apakah arus kas akan dibayarkan kepada investor atau diinvestasikan kembali oleh perusahaan. Kebijakan dividen ini diukur dengan *Dividend Payout Ratio* (DPR) yang bias dilihat pada tahun yang dianalisis. *Dividend Payout Ratio* (DPR) dapat dihitung dengan rumus sebagai berikut:

$$DPR = \frac{\text{Dividen tunai per saham}}{\text{Laba per saham}} \times 100\%$$

### Teknik Analisis Data Statistik deskriptif

Menurut Ghozali (2016:19) statistik deskriptif memberikan gambaran atau deskripsi suatu data yang dilihat dari nilai rata-rata (*mean*), standar deviasi, varian, maksimum, minimum, *sum*, *range*, kurtosis dan *skewness* (kemencengan distribusi). Pada penelitian ini menggunakan rata-rata (*mean*), standar deviasi, maksimum, dan minimum.

### Uji Asumsi Klasik

Uji normalitas, bertujuan untuk menguji apakah data yang digunakan dalam penelitian ini mempunyai distribusi normal atau tidak normal. Uji statistik dalam penelitian ini menggunakan uji statistik non-parametrik *Kolmogorov-Smirnov* (K-S).

Uji multikolenieritas, digunakan untuk mengetahui ada atau tidaknya penyimpangan asumsi klasik. Uji Multikolenieritas dapat dilihat dengan cara menganalisis nilai VIF (*Varinace Inflation Factor*), yaitu dengan nilai VIF tidak lebih dari 10 dan nilai *tolerance* tidak kurang dari 0,1 maka model tersebut dapat dikatakan terbebas dari multikolinieritas.

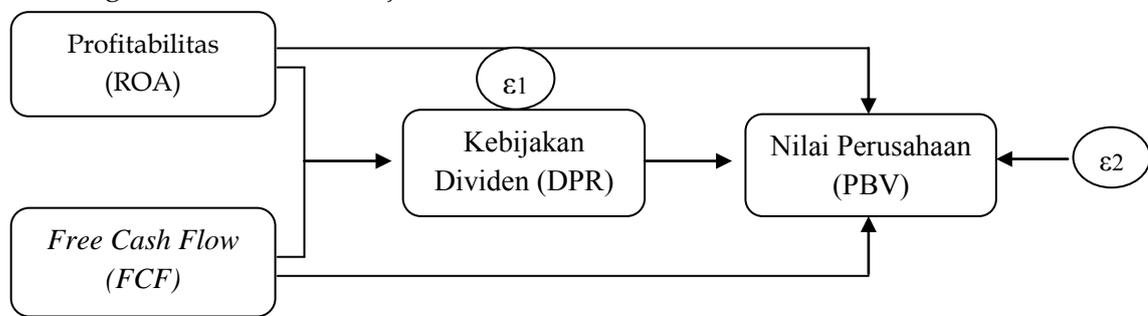
Uji autokorelasi bertujuan untuk mengetahui ada tidaknya korelasi antar variabel pengganggu (et) pada periode tertentu dengan varibel pengganggu periode sebelumnya (et-1). Jika terjadi korelasi, maka dinamakan ada problem autokorelasi. Untuk menguji keberadaan autokorelasi dalam penelitian ini digunakan uji *statistic Durbin-Waston*.

Uji heteroskedastisitas, menguji terjadinya perbedaan variance residual suatu periode pengamatan ke periode pengamatan yang lain, atau gambaran hubungan antara nilai yang diprediksi dengan Studentized Delete Residual nilai tersebut.

**Analisis Jalur (Path Analysis)**

Teknik analisis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah analisis jalur (*path analysis*) yang bertujuan untuk menganalisis pola hubungan antar variabel dengan tujuan untuk mengetahui pengaruh langsung maupun tidak langsung seperangkat variabel bebas terhadap variabel terikat.

Diagram jalur merupakan sebuah struktur yang lengkap dari hubungan kausal antar variabel, yang terdiri dari hubungan substruktur yang menyerupai struktur regresi. Hasil besaran diagram jalur menunjukkan besarnya pengaruh masing-masing variabel terhadap variabel endogen disebut koefisien jalur.



**Gambar 1**  
**Model Analisis Jalur (Path Analysis) Penelitian**

Koefisien jalur adalah stardardized koefisien regresi. Koefisien Jalur dihitung dengan membuat dua persamaan struktural yaitu persamaan regresi linier berganda sebagai berikut:

$$DPR : \beta_1ROA + \beta_2FCF + \epsilon_1..... \text{ (Persamaan struktural 1)}$$

$$PBV : \beta_3ROA + \beta_4FCF + \beta_5DPR + \epsilon_2... \text{ (Persamaan struktural 2)}$$

Keterangan :

- ROA : Profitabilitas
- FCF : Free Cash Flow
- PBV : Nilai Perusahaan
- DPR : Kebijakan Dividen
- $\beta_{1,2,3,4,5}$  : koefisien variabel
- $\epsilon_1$  : Variabel DPR yang tidak bias dijelaskan oleh FCF dan ROA
- $\epsilon_2$  : Variabel PBV yang tidak bisa dijelaskan oleh ROA, FCF, dan DPR

$$\text{Besarnya nilai } \epsilon_1 = \sqrt{1 - R^2} \text{ dan } \epsilon_2 = \sqrt{1 - R^2}$$

**Uji Hipotesis**

Uji hipotesis yang digunakan dalam penelitian ini adalah uji statistik t. Uji statistik t pada dasarnya menunjukkan seberapa jauh pengaruh satu variabel independen secara individu dalam menerangkan variasi variabel dependen (Ghozali, 2016:97). Adapun kriteria pengujian secara parsial dengan tingkat signifikan sebesar  $\alpha = 0,05$  atau 5%, yaitu: 1) Jika nilai signifikansi uji t > 0,05 maka H0 diterima dan Ha ditolak, yang berarti *free cash flow*, profitabilitas, dan kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. 2) Jika nilai signifikansi uji t < 0,05 maka H0 ditolak dan Ha diterima, yang berarti *free cash flow*, profitabilitas, dan kebijakan dividen berpengaruh terhadap nilai perusahaan perusahaan.

## ANALISIS DAN PEMBAHASAN Statistik Deskriptif

Analisis statistik deskriptif variabel-variabel penelitian disajikan sebagai berikut:

**Tabel 1**  
**Statistik Deskriptif**

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
ROA	56	,03	,66	,1868	,13799
FCF	56	-,56	2,66	,2014	,62178
DPR	56	,05	1,13	,3840	,26729
PBV	56	,22	8,74	2,6446	2,25893
Valid N (listwise)	56				

Sumber : Data Sekunder Diolah

Berdasarkan Tabel 1, dapat dilihat bahwa jumlah observasi (N) yang diteliti sebanyak 56 data pengamatan. Data tersebut diperoleh dari laporan keuangan perusahaan industri barang konsumsi yang terdaftar di BEI pada tahun 2012-2015, dengan deskripsi masing-masing variabel sebagai berikut:

Nilai minimum variabel *return on assets* (ROA) adalah 0,03 yang dicapai oleh PT. Sekar Laut Tbk. Di tahun 2012 dan nilai maksimumnya adalah 0,66 dicapai oleh PT Multi Bintang Indonesia Tbk. di tahun 2013. Rata-rata variabel ROA adalah 0,1868 dengan standar deviasi 0,13799. Hal ini menunjukkan bahwa rata-rata keberhasilan perusahaan sampel dalam menghasilkan laba bersih dari total asset adalah sebesar 18,68%.

Nilai minimum variabel *free cash flow* (FCF) adalah -0,56 dicapai oleh PT Hanjaya Mandala Sampoerna Tbk. pada tahun 2015. Sedangkan nilai maksimumnya adalah 2,66 dicapai oleh PT Unilever Indonesia Tbk. pada tahun 2013. Rata-rata variabel DER adalah 0,2014 dengan standar deviasi 0,62178. Hal ini menunjukkan bahwa rata-rata kelebihan arus kas setelah diperlukan untuk mendanai semua proyek yang memiliki *net present value positif* adalah sebesar 20,14%.

Nilai minimum variabel *Dividend Payout Ratio* (DPR) adalah 0,05 dicapai oleh PT Merck Tbk. Sedangkan nilai maksimumnya adalah 1,13 dicapai oleh PT Taisho Pharmaceutical Indonesia Tbk. pada tahun 2015. Rata-rata variabel *Dividend Payout Ratio* (DPR) adalah 0,3840 dengan standar deviasi 0,26729. Hal ini menunjukkan bahwa rata-rata dividen yang dibayarkan dibandingkan dengan jumlah laba bersih per lembar saham yang diperoleh perusahaan adalah sebesar 38,40%.

Nilai minimum variabel *Price to Book Value* (PBV) adalah 0,22 dicapai oleh PT Multi Bintang Indonesia Tbk. pada tahun 2015. Sedangkan nilai maksimumnya adalah 8,74 dicapai oleh PT Kalbe Farma Tbk. pada tahun 2014. Rata-rata variabel *Price to Book Value* (PBV) adalah 2,6446 dengan standar deviasi 2,25893. Hal ini menunjukkan bahwa rata-rata nilai perusahaan pada tahun 2012-2015 dilihat dari nilai PBV adalah sebesar 2,6446.

### Uji Asumsi Klasik

Uji Normalitas, berdasarkan Uji *Kolmogorov-Smirnov* (K-S) bahwa nilai Asymp. Sig (2-tailed) lebih besar dari nilai signifikansinya yakni  $0,730 > 0,05$  artinya tidak terjadi gejala non normalitas, sehingga dapat disimpulkan bahwa model regresi telah berdistribusi normal.

Uji Multikolonieritas, hasil uji Multikolonieritas menunjukkan bahwa semua variabel bebas memiliki nilai *tolerance* diatas 0,1 dan nilai VIF lebih kecil dari 10. Artinya, dalam penelitian ini tidak terjadi multikolonieritas pada model regresi.

Uji Autokorelasi, berdasarkan hasil dari uji *Durbin-Watson* (DW) diperoleh sebesar 1,943 dimana nilai tersebut telah memenuhi kriteria pengambilan keputusan  $DW -2 < 1,943 < 2$  yang berarti tidak ada autokorelasi.

Uji Heteroskedastisitas, hasil dari uji heteroskedastisitas berdasarkan grafik *scatter plot* yang menunjukkan bahwa titik-titik menyebar di atas maupun di bawah angka 0 pada sumbu Y serta titik-titik tidak membentuk pola tertentu yang jelas, sehingga kesimpulannya tidak terjadi heteroskedastisitas pada model regresi yang digunakan.

### Uji Statistik F

Model pertama digunakan untuk menguji pengaruh Profitabilitas (ROA) dan *free cash flow* (FCF) terhadap kebijakan dividen (DPR)

**Tabel 2**  
**Uji Statistik F Model 1**  
**ANOVA<sup>b</sup>**

Model		Sum of Squares	Df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	1.123	2	.561	10.965	.000 <sup>a</sup>
	Residual	2.714	53	.051		
	Total	3.837	55			

a. Predictors: (Constant), FCF, ROA

b. Dependent Variable: DPR

Sumber : Data Sekunder Diolah

Uji ANOVA model 1 menghasilkan nilai F hitung sebesar 10,965 dengan tingkat signifikansi 0,000 (lebih kecil dari 0,05), sehingga dapat dikatakan bahwa profitabilitas (ROA) dan *free cash flow* (FCF) berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen (DPR).

Model kedua digunakan untuk menguji pengaruh Profitabilitas (ROA), *free cash flow* (FCF), dan kebijakan dividen (DPR) terhadap nilai perusahaan (PBV)

**Tabel 3**  
**Uji Statistik F Model 2**  
**ANOVA<sup>b</sup>**

Model		Sum of Squares	Df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	65.327	3	21.776	4.075	.011 <sup>a</sup>
	Residual	277.892	52	5.344		
	Total	343.219	55			

a. Predictors: (Constant), DPR, FCF, ROA

b. Dependent Variable: PBV

Sumber : Data Sekunder Diolah

Uji ANOVA model 2 menghasilkan nilai F hitung sebesar 4,075 dengan tingkat signifikansi 0,011 (lebih kecil dari 0,05), sehingga dapat dikatakan bahwa profitabilitas (ROA), *free cash flow* (FCF), dan kebijakan dividen (DPR) berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan (PBV).

### Uji Hipotesis

Hasil uji hipotesis persamaan struktural 1 dapat dilihat pada tabel berikut:

**Tabel 4**  
**Hasil Uji t Statistik**

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients		T	Sig.
	B	Std. Error	Beta			
(Constant)	.239	.049			4.847	.000
ROA	.962	.222	.538		4.328	.000
FCF	-.172	.053	-.404		-3.256	.002

a. Dependent Variable: DPR

Sumber : Data Sekunder Diolah

Uji Koefisien Determinasi (*Adjusted R<sup>2</sup>*) persamaan struktural 1

*Adjusted R square* sebesar 0,266 artinya 26,6% variasi variabel dependen atau kebijakan dividen (DPR) dapat dijelaskan oleh *free cash flow* (FCF) dan profitabilitas (ROA) sedangkan sisanya sebesar 73,4% dijelaskan oleh variabel lain yang tidak termasuk dalam model penelitian.

Persamaan Struktural 1 menjadi sebagai berikut :

$$DPR = 0,538 ROA - 0,404 FCF + 73,4\%$$

#### Pengujian Hipotesis satu

Hasil tabel 4 menunjukkan nilai koefisien regresi *return on assets* sebesar 0,538 dengan nilai signifikansi 0,000 yang lebih kecil dari tingkat keyakinan yaitu 0,05 (0,000 < 0,05). Hal ini menunjukkan bahwa *return on assets* berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen. Jadi, Hipotesis pertama diterima.

#### Pengujian Hipotesis dua

Hasil tabel 4 menunjukkan nilai koefisien regresi *free cash flow* sebesar -0.404 dengan nilai signifikansi sebesar 0,02 yang lebih kecil dari tingkat keyakinan yaitu 0,05 (0,02 < 0,05). Hal ini menunjukkan bahwa *free cash flow* berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan dividen. Jadi hipotesis kedua ditolak.

Hasil uji hipotesis persamaan struktural 2 dapat dilihat pada tabel berikut:

**Tabel 5**  
**Hasil Uji t Statistik**

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients		T	Sig.
	B	Std. Error	Beta			
1 (Constant)	1.364	.605			2.256	.028
ROA	5.877	2.643	.347		2.224	.031
FCF	.592	.591	.147		1.002	.321
DPR	.397	1.403	.042		.283	.778

a. Dependent Variable: PBV

Sumber : Data Sekunder Diolah

Uji Koefisien Determinasi (*Adjusted R<sup>2</sup>*) persamaan struktural 2

*Adjusted R square* sebesar 0,144 artinya 14,4% variasi variabel dependen atau nilai perusahaan (PBV) dapat dijelaskan oleh *free cash flow* (FCF), profitabilitas (ROA), dan kebijakan dividen (DPR), sedangkan sisanya sebesar 85,6% dijelaskan oleh variabel lain yang tidak termasuk dalam model penelitian.

Persamaan Struktural 2 menjadi sebagai berikut :

$$PBV : 0,347 ROA + 0,147 FCF + 0,042 DPR + 85,6\%$$

### Pengujian Hipotesis ketiga

Hasil Tabel 5 menunjukkan nilai koefisien regresi profitabilitas (ROA) sebesar 0,347 dengan nilai signifikansi 0,031 yang lebih kecil dari tingkat keyakinan yaitu 0,05 ( $0,031 < 0,05$ ). Hal ini menunjukkan bahwa *return on assets* (ROA) berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan. Jadi, Hipotesis ketiga diterima.

### Pengujian Hipotesis keempat

Hasil Tabel 5 menunjukkan nilai koefisien regresi *free cash flow* (FCF) sebesar 0,147 dengan nilai signifikansi 0,321 yang lebih besar dari tingkat keyakinan yaitu 0,05 ( $0,321 > 0,05$ ). Hal ini menunjukkan bahwa *free cash flow* (FCF) berpengaruh positif tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. Jadi, Hipotesis keempat ditolak.

### Pengujian Hipotesis kelima

Hasil Tabel 5 menunjukkan nilai koefisien regresi kebijakan dividen (DPR) sebesar 0,042 dengan nilai signifikansi 0,778 yang lebih besar dari tingkat keyakinan yaitu 0,05 ( $0,778 > 0,05$ ). Hal ini menunjukkan bahwa kebijakan dividen (DPR) berpengaruh positif secara tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. Jadi, Hipotesis kelima ditolak.

Untuk mengetahui pengaruh variabel intervening, maka digunakan tabel berikut :

**Tabel 6**  
**Pengaruh langsung dan tidak langsung Profitabilitas, Free Cash Flow, dan Kebijakan Dividen terhadap Nilai Perusahaan**

Variabel	Koefisien Jalur		
	Langsung	Tidak Langsung	Total
ROA → PBV	0,347		0,347
FCF → PBV	0,147		0,147
DPR → PBV	0,042		0,042
ROA → DPR → PBV	0,347	0,0226	0,3696
FCF → DPR → PBV	0,147	-0,017	0,13

Sumber : Diolah Sekunder Diolah

### Pengujian Hipotesis enam

Dari Tabel 6 dapat dijelaskan bahwa pengaruh tidak langsung profitabilitas terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan dividen dapat diketahui dari hasil perkalian antara koefisien jalur ( $\beta_1$ ) yang merupakan koefisien pengaruh profitabilitas terhadap kebijakan dividen dengan ( $\beta_5$ ) yang merupakan koefisien pengaruh kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan yaitu ( $\beta_1 \cdot \beta_5$ ) = ( $0,538 \times 0,042$ ) = 0,0226. Karena nilai pengaruh langsung diketahui lebih besar dari pengaruh tidak langsung ( $0,0226 < 0,347$ ) sehingga didapatkan kesimpulan bahwa kebijakan dividen bukan merupakan variabel yang memediasi pengaruh profitabilitas terhadap nilai perusahaan, hal ini dapat dilihat dari perbandingan nilai

koefisien antara pengaruh langsung dan tidak langsung yang menyatakan bahwa pengaruh langsung lebih dominan daripada pengaruh tidak langsungnya. Jadi, hipotesis enam ditolak.

### **Pengujian Hipotesis tujuh**

Dari Tabel 6 dapat dijelaskan bahwa pengaruh tidak langsung *free cash flow* terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan dividen dapat diketahui dari hasil perkalian antara koefisien jalur ( $\beta_2$ ) yang merupakan koefisien pengaruh *free cash flow* terhadap kebijakan dividen dengan ( $\beta_5$ ) yang merupakan koefisien pengaruh kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan yaitu  $(\beta_2 \cdot \beta_5) = (-0,404 \times 0,042) = -0,017$ . Karena nilai pengaruh langsung diketahui lebih besar dari pengaruh tidak langsung ( $-0,017 < 0,147$ ) sehingga didapatkan kesimpulan bahwa kebijakan dividen bukan merupakan variabel yang memediasi pengaruh *free cash flow* terhadap nilai perusahaan, hal ini dapat dilihat dari perbandingan nilai koefisien antara pengaruh langsung dan tidak langsung yang menyatakan bahwa pengaruh langsung lebih dominan daripada pengaruh tidak langsungnya. Jadi, hipotesis tujuh ditolak.

## **Pembahasan**

### **Pengaruh Profitabilitas Terhadap Kebijakan Dividen**

Berdasarkan hasil pengujian dapat disimpulkan bahwa profitabilitas berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen dengan nilai signifikansi sebesar 0,000 (lebih kecil dari 0,05) dan nilai koefisien regresi sebesar 0,538. Hal ini menunjukkan bahwa semakin tinggi laba yang dihasilkan perusahaan maka semakin tinggi dividen yang dibagikan oleh perusahaan kepada investor.

Hasil penelitian ini sejalan dengan hasil penelitian Ayuningtias (2013) yang menyatakan bahwa perusahaan cenderung menggunakan laba yang diperoleh untuk membayar dividen, dengan asumsi perusahaan tidak sedang membiayai investasi dalam jumlah yang relative besar. Pemberian dividen tunai secara rutin kepada investor sangat penting dilakukan oleh perusahaan yang mendapatkan laba, sebab pemberian dividen akan meningkatkan kepercayaan investor terhadap direksi perusahaan. Hasil penelitian ini tidak mendukung penelitian Nofrita (2013) yang menemukan bahwa profitabilitas tidak berpengaruh signifikan positif terhadap kebijakan dividen.

### **Pengaruh Free Cash Flow Terhadap Kebijakan Dividen**

Berdasarkan hasil penelitian dapat disimpulkan bahwa *free cash flow* berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan dividen dengan koefisien regresi sebesar -0,404 dan nilai signifikansi sebesar 0,02 (lebih kecil dari 0,05). Hal ini menunjukkan bahwa *free cash flow* berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen. Pengaruh negatif *free cash flow* terhadap kebijakan dividen ini berarti semakin tinggi *free cash flow* yang diperoleh perusahaan maka akan semakin rendah dividen yang dibagikan kepada investor. Hal ini dikarenakan perusahaan lebih memilih menggunakan *free cash flow* untuk mendanai perusahaan atau sebagai sumber dana internal untuk melakukan investasi daripada dibagikan sebagai dividen kepada investor.

Hasil penelitian berhubungan dengan teori keagenan (*agency theory*) yang menjelaskan konflik antara manajer dan pemegang saham dapat terjadi saat terdapat *free cash flow*. Ketika perusahaan tidak lagi mempunyai kesempatan investasi yang menarik, pemegang saham menginginkan *free cash flow* dibagikan kepada mereka dalam bentuk dividen. Disisi lain manajer cenderung ingin menahan sumber daya (termasuk *free cash flow*) tersebut sehingga manajer mempunyai kontrol atas sumber daya tersebut (Hanafi, 2008: 317). Hasil penelitian ini bertentangan dengan penelitian yang dilakukan Prasetio (2015) yang menyatakan bahwa *free cash flow* berpengaruh signifikan dan positif terhadap kebijakan dividen.

### **Pengaruh Profitabilitas Terhadap Nilai Perusahaan**

Berdasarkan hasil pengujian, dapat disimpulkan bahwa profitabilitas berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan dengan nilai koefisien regresi sebesar 0,347 dan nilai signifikansi 0,031 (lebih kecil dari 0,05). Hal ini menunjukkan bahwa semakin tinggi profitabilitas suatu perusahaan maka semakin tinggi pula nilai perusahaan tersebut.

Hasil penelitian ini mendukung teori signal (*signaling theory*) yang menyatakan bahwa pemberian signal mengenai kinerja keuangan diharapkan dapat menarik para investor untuk berinvestasi pada perusahaan dengan menggunakan laporan keuangan sebagai bahan pertimbangan. Profitabilitas merupakan salah satu rasio keuangan dalam analisis laporan keuangan. Apabila hasil analisis laporan keuangan menunjukkan kinerja perusahaan yang baik, maka investor akan tertarik untuk membeli saham perusahaan di pasar modal. Semakin tinggi nilai saham maka semakin meningkat di pasar modal karena menunjukkan prospek perusahaan di masa mendatang semakin baik.

Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan Nofrita (2013) yang menyatakan bahwa profitabilitas berpengaruh signifikan positif terhadap nilai perusahaan.

### **Pengaruh Free Cash Flow Terhadap Nilai Perusahaan**

Berdasarkan hasil penelitian, dapat disimpulkan bahwa *free cash flow* berpengaruh positif tetapi tidak signifikan terhadap nilai perusahaan dengan nilai koefisien regresi 0,147 dan nilai signifikansi 0,321 (lebih besar dari 0,05). Menurut Yudianti (dalam Naini, 2014) yang menyatakan bahwa *free cash flow* yang besar dalam perusahaan dapat mendorong penyalahgunaan oleh pihak manajemen (*moral hazard*) dalam bentuk pemanfaatan *free cash flow* untuk memperbesar skala perusahaan melebihi ukuran optimalnya meskipun ekspansi tersebut dilakukan pada proyek yang memiliki *net present value* (NPV) negatif dan memperoleh manfaat berupa tunjangan bagi manajer itu sendiri sehingga tidak sejalan dengan peningkatan nilai perusahaan dan tidak memberikan manfaat bagi pemegang saham.

Hasil penelitian ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh Naini (2014) yang menyatakan bahwa *free cash flow* tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan dengan arah positif.

### **Pengaruh Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan**

Berdasarkan hasil pengujian, dapat diketahui bahwa kebijakan dividen berpengaruh positif tetapi tidak signifikan terhadap nilai perusahaan dengan nilai koefisien regresi sebesar 0,042 dan nilai signifikansi 0,778 (lebih besar dari 0,05). Menurut Sujoko dan Soebiantoro (2007), pemberian dividen memberikan informasi atau isyarat mengenai kinerja finansial perusahaan di pandangan para investor. Jika perusahaan memiliki rasio pembayaran dividen yang stabil, atau bahkan meningkat, maka akan dapat melahirkan sentiment positif pada para investor, yang dapat meningkatkan harga saham perusahaan. Adanya pengaruh positif tetapi tidak signifikan tersebut dimungkinkan karena perusahaan ada yang tidak membagikan dividen selama empat tahun berturut-turut atau perusahaan membagikan dividen setiap tahun tetapi tidak konsisten. Hal tersebut tidak dapat menciptakan sentimen positif yang kuat para investor.

Hasil penelitian ini mendukung penelitian yang dilakukan Ayuningtias (2013) yang menyatakan bahwa kebijakan dividen mempunyai pengaruh positif tetapi tidak signifikan terhadap nilai perusahaan.

### **Pengaruh Profitabilitas Terhadap Nilai Perusahaan dengan Kebijakan Dividen sebagai Variabel Intervening**

Berdasarkan hasil penelitian, dapat diketahui bahwa kebijakan dividen tidak dapat menjadi mediator antara pengaruh profitabilitas terhadap nilai perusahaan. Besar pengaruh

profitabilitas terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan dividen adalah sebesar 0,0226 lebih kecil dari pengaruh langsung profitabilitas terhadap nilai perusahaan sebesar 0,347. Artinya kebijakan dividen tidak dapat memediasi pengaruh profitabilitas terhadap nilai perusahaan.

Dari hasil tersebut dapat disimpulkan bahwa kebijakan dividen tidak dapat menjadi variabel antara yang dapat mendukung pengaruh positif profitabilitas terhadap nilai perusahaan. Hal ini dimungkinkan karena informasi profitabilitas yang disajikan perusahaan dianggap sudah cukup untuk mewakili informasi yang dibutuhkan oleh investor didalam menilai harapan tingkat pengembalian investasi yang mereka tanamkan pada perusahaan.

Hasil penelitian ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh Alamsyah (2017) yang menyatakan bahwa profitabilitas berpengaruh langsung terhadap nilai perusahaan tanpa dimediasi oleh variabel kebijakan dividen sebagai variabel antara. Atau kebijakan dividen tidak dapat memediasi pengaruh antara profitabilitas terhadap nilai perusahaan.

### **Pengaruh *Free Cash Flow* Terhadap Nilai Perusahaan dengan Kebijakan Dividen sebagai Variabel Intervening**

Berdasarkan hasil penelitian, dapat diketahui bahwa kebijakan dividen tidak dapat memediasi pengaruh *free cash flow* terhadap nilai perusahaan. Besar pengaruh tidak langsung *free cash flow* terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan dividen adalah sebesar -0,017 lebih kecil dari pengaruh langsung *free cash flow* terhadap nilai perusahaan sebesar 0,147. Artinya kebijakan dividen tidak dapat memediasi pengaruh *free cash flow* terhadap nilai perusahaan.

Hal ini terjadi karena kecenderungan perusahaan menahan *free cash flow* agar tetap dibawah kendali manager yang digunakan sebagai sumber dana internal untuk melakukan investasi dibandingkan dengan membagikannya kepada investor dalam bentuk dividen sehingga peningkatan kinerja perusahaan yang menghasilkan *free cash flow* tidak menjamin kemakmuran investor sehingga mengurangi nilai perusahaan dimata para investor.

Hasil penelitian ini mendukung penelitian yang dilakukan Pertiwi (2016) yang menyatakan bahwa kebijakan dividen tidak memediasi hubungan antara *free cash flow* terhadap nilai perusahaan.

## **SIMPULAN DAN SARAN**

### **Simpulan**

Berdasarkan hasil penelitian pengaruh profitabilitas dan *free cash flow* terhadap nilai perusahaan dengan kebijakan dividen sebagai variabel intervening pada perusahaan) dengan periode pengamatan 2012-2015 dapat ditarik kesimpulan sebagai berikut: (1) Profitabilitas (ROA) berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen perusahaan, yang manufaktur sektor industri barang konsumsi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI berarti semakin besar laba perusahaan, maka semakin besar pula kebijakan dividen perusahaan; (2) *Free cash flow* (FCF) berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen perusahaan, yang berarti bahwa semakin besar *Free cash flow* perusahaan maka semakin rendah dividen yang dibagikan perusahaan terhadap investor; (3) Profitabilitas (ROA) berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan, dimana semakin tinggi laba yang diperoleh perusahaan, maka akan semakin tinggi pula nilai perusahaan; (4) *Free cash flow* (FCF) tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Hal ini terjadi karena kecenderungan perusahaan menahan *free cash flow* sebagai sumber dana internal dibandingkan dibagikan kepada investor; (5) Kebijakan dividen (DPR) tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Hal ini terjadi karena beberapa perusahaan tidak membagikan dividen secara konsisten; (6) Kebijakan dividen (DPR) tidak dapat memediasi pengaruh profitabilitas terhadap nilai

perusahaan; (7) Kebijakan dividen (DPR) tidak dapat memediasi pengaruh *free cash flow* terhadap nilai perusahaan.

### Saran

Berdasarkan hasil pembahasan dan simpulan diatas, maka saran yang dapat dikemukakan adalah sebagai berikut: (1) Bagi para investor dan calon investor yang hendak berinvestasi dan memiliki preferensi untuk mendapatkan pengembalian investasi yang sudah ditanamkan pada suatu perusahaan, disarankan untuk memperhatikan tingkat keuntungan dan tingkat pertumbuhan perusahaan tersebut dengan memperhitungkan rasio ROA dan *Free Cash Flow (FCF)*; (2) Bagi pihak manajemen perusahaan disarankan untuk mempertahankan atau meningkatkan konsistensi kinerja yang telah ada dalam membentuk nilai perusahaan karena dari hasil penelitian didapatkan hasil bahwa Profitabilitas berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan; (3) Bagi peneliti selanjutnya diharapkan untuk menambahkan variabel independen lain selain Profitabilitas dan *Free Cash Flow* dan menambahkan periode penelitian sehingga dapat menghasilkan informasi yang lebih akurat.

### DAFTAR PUSTAKA

- Alamsyah, S. 2017. Pengaruh Profitabilitas terhadap Nilai Perusahaan, Relevansi Nilai informasi Akuntansi, Keputusan Investasi, Kebijakan Dividen sebagai Variabel Intervening. *Skripsi*. Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Muhammadiyah Tangerang. Tangerang.
- Ayuningtias, D. 2013. Pengaruh Profitabilitas terhadap Nilai Perusahaan dengan Kebijakan Dividen dan Kesempatan Investasi sebagai Variabel Antara. *Jurnal Ilmu dan Riset Akuntansi* 1(1): 37-57
- Brigham, E. F. dan J. F. Houston. 2006. *Dasar-dasar Manajemen Keuangan*. PT. Salemba Empat. Jakarta.
- \_\_\_\_\_. 2009. *Fundamental of Financial Management*. PT. Salemba Empat. Jakarta.
- Clementin, F. S. 2016. Pengaruh Keputusan Investasi, Pendanaan, Kebijakan Dividen, dan Profitabilitas terhadap Nilai Perusahaan. *Skripsi*. Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Indonesia (STIESIA). Surabaya.
- Fakhrudin, M. dan M.S. Hadianto. 2001. *Perangkat dan Model Analisis Investasi di Pasar Modal*. Elex Media Komputindo. Jakarta.
- Ghozali, I. 2016. *Aplikasi Analisis Multivariate Dengan Program SPSS*. Badan Penerbit Universitas Diponegoro. Semarang.
- Hanafi, M. M. 2008. *Manajemen Keuangan*. Edisi pertama. Cetakan Kedua. BPFE. Yogyakarta.
- Hanafi, M. M. dan A. Halim. 2007. *Analisis Laporan Keuangan*. Edisi Kedua. Cetakan Pertama. Penerbit UPP AMP YKPN. Yogyakarta.
- Husnan, S. 2000. *Manajemen Keuangan Teori Dan Penerapan (Keputusan Jangka Panjang)*.BPFE.Yogyakarta.
- Martono, dan Harjito, A. 2005. *Manajemen Keuangan*. 4 ed. Penerbit Jala Sutia. Jakarta.
- Murhadi, W.R. 2013. *Analisis Laporan Keuangan Proyeksi dan Valuta Asing*. Salemba Empat. Jakarta.
- Naini, D.I. 2014. Pengaruh *Free Cash Flow* dan Kepemilikan Institutional Terhadap Kebijakan Hutang dan Nilai Perusahaan. *Skripsi*. Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Indonesia (STIESIA). Surabaya.
- Nofrita, R. 2013. Pengaruh Profitabilitas terhadap Nilai Perusahaan dengan Kebijakan Dividen sebagai Variabel Intervening. *Skripsi*. Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Padang. Padang.
- Pertiwi, N. S. 2016. Pengaruh Profitabilitas, Kepemilikan Manajerial, Kebijakan Hutang, dan *Free Cash Flow* terhadap Nilai Perusahaan dengan Kebijakan Dividen sebagai

- Variabel Intervening. *Skripsi*. Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Indonesia (STIESIA). Surabaya.
- Prasetio, D. A. 2015. Pengaruh Profitabilitas, Free Cash Flow dan Investment Opportunity Set terhadap Dividend Payout Ratio. *Skripsi*. Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Indonesia (STIESIA). Surabaya.
- Prihadi, T. 2008. *Analisis Rasio Keuangan*. PPM Manajemen. Jakarta.
- Riyanto, B. 2001. *Dasar-Dasar Pembelanjaan Perusahaan*. Edisi IV. BPFE. Yogyakarta.
- Ross, S. A., Westerfield, R. W., dan Jordan, B. D. 2000. *Fundamentals of Corporate Finance*. Fifth Edition. Irwin McGraw Hill. Boston.
- 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.
- Sartono, A. 2001. *Manajemen Keuangan Teori dan Aplikasi*. Edisi keempat. BPFE- Yogyakarta. Yogyakarta.
- Sudarsi, S. 2002. Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Dividend Payout Ratio pada Industri Perbankan yang Listed di Bursa Efek Jakarta (BEJ). *Jurnal Bisnis dan Ekonomi*. Maret: 1-17.
- Suharli, M. 2007. Pengaruh Profitability dan Investment Opportunity Set terhadap Kebijakan Dividen Tunai dengan Likuiditas sebagai Variabel Penguat (Studi pada Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta Periode 2002-2003). *Jurnal Akuntansi dan Keuangan* 9(1): 9-17.
- Sujoko dan U. Soebiantoro. 2007. Pengaruh Struktur Kepemilikan Saham, Leverage, Faktor Intern dan Faktor Ekstern terhadap Nilai Perusahaan, *Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan* 9(1): 41-48.
- Tarjo dan Jogiyanto. 2003. Analisa Free Cash Flow dan Kepemilikan Manajerial terhadap Kebijakan Utang pada Perusahaan Publik di Indonesia. *Simposium Nasional Akuntansi VI*. 278-295