PENGARUH PROFITABILITAS, KEBIJAKAN HUTANG, DAN *FREE CASH FLOW (FCF)* TERHADAP NILAI PERUSAHAAN DENGAN KEBIJAKAN DIVIDEN SEBAGAI VARIABEL INTERVENING

(Studi pada Perusahaan Manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2014-2017)

Oleh:

Tuswinda Anggie Diartuti
anggiewinda636@gmail.com
Dosen Pembimbing
Wihandaru SP, Drs. M.Si.
Fakultas Ekonomi dan Bisnis
Universitas Muhammadiyah Yogyakarta
Jl. Lingkar Selatan, Tamantirto, Kasihan, Bantul, Yogyakarta 55183
Phone: +62 274 387656 ext.117 fax: +62 274 387646
E-.mail: info.feb@umy.ac.id
Web: www.umy.ac.id

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh profitabilitas, kebijakan hutang, dan *free cash flow (FCF)* terhadap nilai perusahaan dengan kebijakan dividen sebagai variabel intervening pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI periode 2014-2017. Penelitian ini menggunakan data panel. Jumlah sampel yang digunakan yaitu 200 sampel dari 70 perusahaan yang diperoleh melalui metode *purposive sampling.* Teknis analisis data yang digunakan adalah regresi linier berganda dengan menggunakan olah data Eviews 9.0.

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa profitabilitas berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap kebijakan dividen. Profitabilitas berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Kebijakan hutang berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen. Kebijakan hutang berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. *Free cash flow* berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap kebijakan dividen. *Free cash flow* berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. Kebijakan dividen berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Profitabilitas tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan dengan kebijakan dividen sebagai variabel intervening. Kebijakan hutang berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan dengan kebijakan dividen sebagai variabel intervening. *Free cash flow* tidak berpengaruh secara langsung terhadap nilai perusahaan dan melalui kebijakan dividen sebagai variabel intervening.

Kata kunci: nilai perusahaan, profitabilitas, kebijakan hutang, *free cash flow,* kebijakan dividen

ABSTRACT

This study was aimed to analyze effect of profitability, leverage policy, and free cash flow (FCF) of firm value with dividend policy as intervening variable on manufacturing companies listed in indonesian stock exchange period 2014-2017. This research used panel data. Samples used amounts to 200 samples from 70 company with purposive sampling method. Technical data analysis used multiple linear regression using Eviews 9.0 data processing.

The result of this study indicate that profitability has a negative and not significant effect on dividend policy. Profitability has a positive and significant effect on firm value. Debt policy has a positive and significant on dividend policy. Debt policy has a positive and significant on firm value. Free cash flow has a negative and not significant effect on dividend policy. Free cash flow has a positive and not significant effect on firm value. Dividend policy has a positive significant effect on firm value. Profitability does not affect the value of the company with dividend policy as an intervening variable. Debt policy has a positive and significan effect on firm value with dividend policy as an intervening variable. Free cash flow has no effect directly on firm value and through the dividend policy as an intervening variable.

Keywords: firm value, profitability, debt policy, free cash flow, dividend policy

PENDAHULUAN

Latar Belakang Masalah

Perusahaan harus mempunyai tujuan yang jelas. Tujuan tersebut dapat dibagi menjadi tujuan jangka pendek dan jangka panjang. Mendapatkan keuntungan yang maksimal dengan mengelola sumber daya yang dimiliki merupakan tujuan jangka pendek perusahaan dan memaksimalkan nilai perusahaan adalah tujuan jangka pajangnya (Hamidah dan Umdiana, 2017).

Semakin banyak perusahaan dalam industri, serta perekonomian dunia yang kian hari kian berkembang menimbulkan persaingan yang ketat. Persaingan usaha menuntut perusahaan untuk melakukan berbagai usaha untuk mencapai tujuan yang diinginkan, termasuk perusahaan manufaktur di Indonesia.

Pemerintah saat ini sedang berupaya untuk mentransformasi ekonomi agar fokus pada insdustri pengolahan non-migas. Perusahaan manufaktur di Indonesia kini telah menempati posisi tertinggi di antara negara-negara ASEAN yang dilihat dari sisi pertumbuhan *Manufacturing Value Added (MVA)*. MVA Indonesia mampu mencapai

4,84%, sedangkan di ASEAN berkisar 4,5%. Di tingkat global, saat ini Indonesia berada pada peringkat ke-9 (sumber: sindonews.com).

Manajemen perusahaan perlu mempertimbangkan faktor-faktor yang mempengaruhi nilai perusahaan untuk memaksimalkannya. Menurut Mayogi dan Fidiana (2016), nilai perusahaan dipengaruhi oleh profitabilitas dan kebijakan dividen. Menurut Hariyanto dan Lestari (2015), nilai perusahaan dipengaruhi oleh struktur kepemilikan dan *investment opportunity set (IOS)*. Menurut Khuzaini, *et al.* (2017), nilai perusahaan dipengaruhi oleh *profitability* dan IOS. Menurut Hamidah dan Umdiana (2017), nilai perusahaan dipengaruhi oleh profitabilitas dan IOS. Menurut Dewi dan Wirajaya (2013), nilai perusahaan dipengaruhi oleh struktur modal dan profitabilitas. Menurut Rizqia, *et al.* (2013), nilai perusahaan dipengaruhi oleh *managerial ownership*, *financial leverage*, *profitability, firm size, investment opportunity* dan *dividend policy*. Menurut Mayarina dan Mildawati (2017), nilai perusahaan dipengaruhi oleh profitabilitas. Menurut Harijanto dan Mildawati (2017), nilai perusahaan dipengaruhi oleh *free cash flow (FCF)* dan manajemen laba.

Profitabilitas adalah kemampuan perusahaan untuk menghasilkan keuntungan pada tingkat penjualan, aset dan modal tertentu (Hanafi, 2014). Semakin tinggi profitabilitas berarti semakin baik prospek perusahaan di masa depan yang dapat ditandai dengan meningkatnya harga saham. Harga saham yang semakin tinggi dapat mencerminkan meningkatnya nilai perusahaan. Hal ini sesuai dengan *signaling theory* yang menyatakan bahwa meningkatnya harga saham dapat memberikan sinyal positif yaitu nilai perusahaan akan semakin baik.

Kebijakan utang merupakan langkah yang diambil manajemen perusahaan untuk mendapatkan sumber pembiayaan eksternal dalam membiayai operasi perusahaan (Mayogi dan Fidiana, 2016). Menurut teori *signaling* yang dikemukakan oleh Ross (1977) dalam Hanafi (2014), manajer ingin meningkatkan harga saham dengan cara menyampaikan kepada investor bahwa prospek perusahaan baik. Manajer meningkatkan hutang sebagai sinyal jika perusahaan yakin dengan prospek

perusahaan di masa mendatang. Dengan demikian, kebijakan hutang merupakan sinyal yang positif.

Aliran kas bebas atau lebih sering dikenal dengan *Free Cash Flow (FCF)* adalah kas yang tersedia di atas kebutuhan investasi yang menguntungkan (Sartono, 2010). Harijanto dan Mildawati (2017) menyatakan bahwa *return* perusahaan yang memiliki FCF tinggi akan lebih besar daripada perusahaan yang memiliki FCF lebih rendah. Adanya FCF berarti menunjukkan bahwa terdapat sisa laba setelah investasi yang menguntungkan dibiayai. Sinyal tersebut kemudian ditangkap oleh investor sebagai sinyal positif bahwa nilai perusahaan akan meningkat.

Kebijakan dividen pada dasarnya adalah penentuan besarnya porsi keuntungan yang akan diberikan kepada pemegang saham. Nilai perusahaan dapat tercermin dari kemampuan perusahaan dalam membayarkan dividen. *Bird in the hand theory* menyatakan bahwa pembayaran dividen akan mengurangi ketidakpastian, artinya dapat mengurangi risiko (Hanafi, 2014).

TINJAUAN PUSTAKA

Nilai Perusahaan

Nilai perusahaan diartikan sebagai harga yang bersedia dibayar oleh investor seandainya suatu perusahaan tersebut akan dijual (Sartono, 2010). Manajer keuangan perlu menentukan tujuan yang hendak dicapai sebelum membuat keputusan keuangan. Memaksimumkan nilai perusahaan berarti memaksimumkan kemakmuran para pemegang saham (Dewi dan Wirajaya, 2013). Semakin tinggi nilai perusahaan maka semakin makmur para pemegang saham.

Profitabilitas

Profitabilitas adalah kemampuan perusahaan memperoleh laba dalam hubungannya dengan penjualan, total aktiva maupun modal sendiri (Sartono, 2010). Profitabilitas sangat diperhatikan oleh pemegang saham maupun calon investor karena berkaitan dengan harga saham dan tingkat pengembalian yang akan diterima (Mayogi dan Fidiana, 2016). Pengembalian yang akan diterima investor berupa dividen dan *capital gain*. Menurut *bird in the hand theory*, investor memandang pembayaran dividen

lebih pasti daripada *capital gain*. Pembayaran dividen akan mengurangi ketidakpastian. Investor lebih menyukai pendapatan saat ini karena diterima saat ini daripada *capital gain* yang belum pasti dan akan diterima di masa mendatang. Perusahaan dengan laba yang tinggi mampu membayar dividen yang lebih tinggi (Brigham dan Houston, 2001). Investor lebih menyukai laba yang tinggi karena perusahaan dengan laba yang tinggi berarti perusahaan tersebut mempunyai prospek yang baik. Menurut *signaling theory,* investor menyukai perusahaan dengan prospek yang baik sehingga perusahaan dengan laba yang tinggi dapat meningkatkan nilai perusahaan.

Kebijakan Hutang

Kemajuan dan pertumbuhan suatu perusahaan adalah sesuatu yang diinginkan. Perusahaan akan melakukan banyak cara untuk mewujudkannya, salah satu cara tersebut yaitu melakukan ekspansi. Akan tetapi, untuk melakukan ekspansi perusahaan pasti akan membutuhkan modal dana yang besar. Perusahaan memerlukan tambahan dana guna memperlancar kinerja dan operasional perusahaan. Kebijakan utang merupakan langkah yang diambil manajemen perusahaan untuk mendapatkan sumber pembiayaan eksternal dalam membiayai operasi perusahaan (Mayogi dan Fidiana, 2016). Menurut *trade-off theory* yang diungkapkan oleh Myers (2001), perusahaan akan berhutang sampai pada tingkat utang tertentu, dimana penghematan pajak dari tambahan hutang sama dengan biaya kesulitan keuangan *(financial distress)*. Biaya kesulitan keuangan *(financial distress)* adalah biaya kebangkrutan yang meningkat akibat dari turunnya kredibilitas suatu perusahaan. Menurut teori *signaling* yang dikemukakan oleh Ross (1977) dalam Hanafi (2014), manajer ingin meningkatkan harga saham dengan cara menyampaikan kepada investor bahwa prospek perusahaan baik. Manajer melakukan peningkatan hutang sebagai sinyal jika perusahaan yakin dengan prospek perusahaan di masa mendatang. Dengan demikian, kebijakan hutang merupakan sinyal yang positif.

Free Cash Flow (FCF)

Free Cash Flow adalah kas dari aktivitas operasi dikurangi perubahan modal bersih dan perubahan modal kerja yang menunjukkan kas yang bebas untuk digunakan

sebagai pelunasan utang atau imbal hasil ke pemegang saham (Subramanyam dan Wild, 2010). Sementara itu, menurut Brigham dan Houston (2006), *Free Cash Flow* berarti 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. *Free cash flow* diperoleh dari arus kas bebas operasi yang dikurangi arus kas bebas investasi kemudian ditambah dengan arus kas bebas pendanaan. Perusahaan dengan *free cash flow* yang besar dapat meningkatkan pembayaran dividen. Nilai perusahaan dapat dilihat dari tingkat *free cash flow*. Perusahaan dengan *free cash flow* yang besar lebih disukai investor karena perusahaan dengan *free cash flow* yang tinggi mempunyai prospek yang baik sehingga dapat meningkatkan harga saham. Perubahan harga saham tersebut diartikan oleh investor sebagai sinyal positif meningkatnya nilai perusahaan.

Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen merupakan keputusan yang diambil oleh perusahaan tentang besarnya laba yang akan ditahan dan yang dibagikan sebagai dividen (Mayogi dan Fidiana, 2016). Menurut Hanafi (2014), terdapat *bird in the hand theory* yang mengemukakan tentang kebijakan dividen. Menurut *bird in the hand theory*, investor memandang pembayaran dividen lebih pasti daripada *capital gain*. Pembayaran dividen akan mengurangi ketidakpastian. Investor lebih menyukai pendapatan saat ini karena diterima saat ini daripada *capital gain* yang belum pasti dan akan diterima di masa mendatang. Di samping itu, menurut Mayarina dan Mildawati (2017), jika perusahaan melakukan pembayaran dividen maka investor akan menganggap kondisi perusahaan saat ini dan yang akan datang relatif lebih baik. Oleh karena itu, perusahaan yang membayar dividen menunjukkan bahwa perusahaan tersebut memiliki prospek yang baik sehingga kebijakan membayar dividen akan dianggap oleh investor sebagai sinyal positif. Kebijakan dividen perusahaan dapat dilihat dari *Dividend Payout Ratio (DPR)*. DPR menunjukkan rasio dividen dengan laba bersih yang diperoleh perusahaan (Brigham dan Houston, 2004).

PENURUNAN HIPOTESIS

H1: Profitabilitas berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen perusahaan

H2: Profitabilitas berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan

H3: Kebijakan hutang berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen

H4: Kebijakan hutang berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan

H5: FCF berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen

H6: FCF berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan

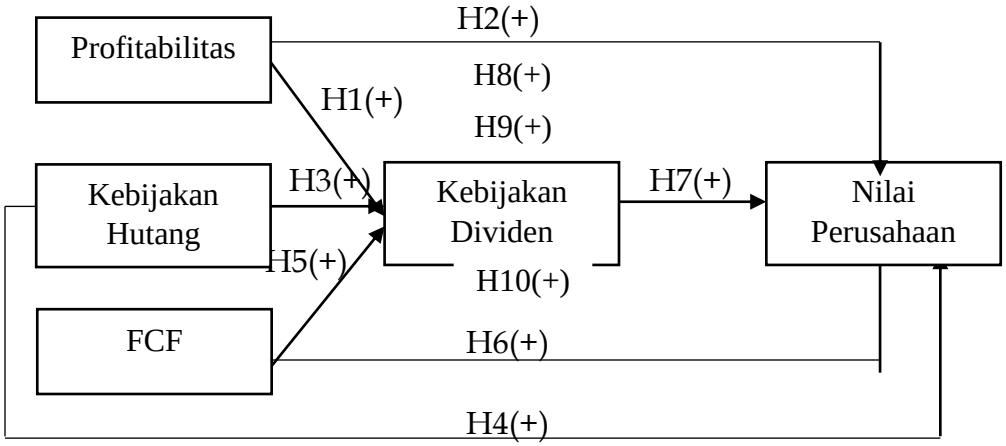
H7: Kebijakan dividen berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan

H8: Profitabilitas berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan dividen sebagai variabel intervening

H9: Kebijakan hutang berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan dividen sebagai variabel intervening

H10: FCF berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan dividen sebagai variabel intervening

MODEL PENELITIAN



Gambar 1

Model Penelitian

METODOLOGI PENELITIAN

Obyek Penelitian

Obyek dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). Periode dalam penelitian ini yaitu periode 2014-2017.

Jenis Data Penelitian

Penelitian ini menggunakan jenis data kuantitatif dan panel. Data kuantitatif adalah data yang berbentuk angka dan berupa variabel-variabel hipotesis (Mayogi dan Fidiana, 2016). Data panel adalah data gabungan antara runtut waktu (*time series*) dan data silang (*cross-section*) (Basuki, 2017). Data yang digunakan merupakan data sekunder. Data sekunder yaitu data yang telah ada dan tidak perlu dikumpulkan kembali oleh peneliti (Sekaran dan Bougie, 2017).

Teknik Pengambilan Sampel

Pengambilan sampel dalam penelitian ini menggunakan teknik *purposive sampling* dengan tujuan agar sampel yang diperoleh dapat mewakili sesuai dengan kriteria yang penulis tentukan. *Purposive sampling* adalah teknik pengambilan sampel sumber data dengan pertimbangan tertentu (Sugiyono, 2010).

Teknik Pengumpulan Data

Teknik pengumpulan data yang digunakan dalam penelitian ini adalah teknik dokumentasi. Teknik dokumentasi adalah teknik pengumpulan data dengan mengambil data sekunder (Mayogi dan Fidiana, 2016). Penelitian ini menggunakan teknik dokumentasi dengan mengambil data sekunder berupa laporan keuangan dan tahunan yang diperoleh dari Bursa Efek Indonesia (BEI) melalui situs resminya, yaitu www.idx.co.id untuk periode tahun 2014-2017 pada perusahaan industri manufaktur.

Definisi Operasional Variabel Penelitian

Variabel Independen

1. Profitabilitas

   $$\text{ROE} = \frac{\textit{Laba Bersih}}{\textit{Ekuitas}}$$

2. Kebijakan Hutang

   $$\text{DER} = \frac{\textit{Total Hutang}}{\textit{Total Ekuitas}}$$

3. *Free Cash Flow (FCF)*

$$FCF = \frac{(Arus\ Kas\ Bebas\ Operasi - Arus\ Kas\ Bebas\ Investasi) + Arus\ Kas\ Pendanaan}{Total\ Aset}$$

Variabel Dependen

1. Nilai Perusahaan

$$PBV = \frac{\text{Harga Saham per Lembar}}{\text{Nilai Buku Saham per Lembar}}$$

2. Kebijakan Dividen

$$DPR = \frac{Dividend\ Per\ Share}{Earning\ Per\ Share}$$

Metode Analisa Data

Uji Statistik Deskriptif

Uji statistik deskriptif merupakan gambaran atau deskriptif suatu data dengan menunjukkan *mean*, standar deviasi, varian, maksimum, minimum, *sum*, *range*, *kurtois,* dan *skewness* (Ghozali, 2018).

Analisis Regresi Linear Berganda

Analisis regresi linier berganda digunakan untuk mengetahui hubungan antara variabel independen dalam mempengaruhi variabel dependen secara bersamaan maupun secara parsial (Dewi dan Wirajaya, 2013). Dalam penelitian ini analisis regresi linier berganda digunakan untuk melihat bagaimana hubungan antara profitabilitas, kebijakan hutang, *free cash flow (FCF)*, kebijakan dividen, dan nilai perusahaan. Analisis data dilakukan dengan menggunakan program *software* EVIEWS.

Uji Asumsi Klasik

Tujuan dari uji asumsi klasik ini adalah untuk mendeteksi adanya penyimpangan asumsi klasik pada persamaan regresi. Uji asumsi klasik terdiri dari: Uji Multikoliniearitas, Uji Autokorelasi, dan Uji Heteroskedastisitas.

Uji Hipotesis

Uji hipotesis pada penelitian ini menggunakan koefisien determinasi (*Adjusted* R^2), uji F, dan uji t.

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Hasil Analisis Statistik Deskriptif

Tabel 1

Hasil Uji Statistik Deskriptif

	PBV	DPR	ROE	DER	FCF
Mean	2,510141	0,481463	0,158043	0,821496	0,129740
Maximum	45,46549	6,293849	1,435333	5,152418	0,605350
Minimum	0,210052	0,011505	0,003040	0,070878	-0,235137
Std. Dev	4,625165	0,588299	0,174434	0,825284	0,114098
Observations	200	200	200	200	200

Sumber: Hasil olah data eviews 9.0

Uji Asumsi Klasik

Uji asumsi klasik bertujuan untuk mendeteksi adanya penyimpangan asumsi klasik pada persamaan regresi. Pengujian asumsi klasik pada penelitian ini hanya untuk regresi persamaan 2 yaitu nilai perusahaan sebagai variabel dependen. Menurut Gujarati dan Porter (2009), persamaan yang menggunakan metode *Generalized Least Square (GLS)* tidak memerlukan uji asumsi klasik. Regresi persamaan 1 pada penelitian ini menggunakan metode estimasi *random effect* yaitu metode GLS sehingga tidak memerlukan uji asumsi klasik.

Uji Multikolinearitas

Uji multikoliniearitas dilakukan untuk mengetahui ada tidaknya korelasi antar variabel independen. Menguji gangguan multikolinearitas dapat menggunakan nilai *variance inflation factor (VIF)*.

Tabel 2

Hasil Uji Multikolinearitas Variabel Dependen PBV

Variabel	Centered VIF	Keterangan
C	NA	Tidak terjadi multikolineraitas

ROE	1,043010	Tidak terjadi multikolineraitas
DER	1,050840	Tidak terjadi multikolineraitas
FCF	1,034264	Tidak terjadi multikolineraitas
DPR	1,057234	Tidak terjadi multikolineraitas

Sumber: Hasil olah data eviews 9.0

Berdasarkan hasil uji multikolinearitas di atas, diketahui semua variabel bebas yaitu ROE, DER, FCF, dan DPR mempunyai nilai *centered* VIF < 10 sehingga dapat disimpulkan bahwa model regresi pada penelitian ini tidak terjadi multikolinearitas.

Uji Autokorelasi

Uji autokorelasi bertujuan untuk menguji apakah ada korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode t dengan periode t-1 sebelumnya dalam regresi linier. Pada penelitian ini menggunakan uji *Durbin–Watson (DW)* dengan hasil sebagai berikut:

Tabel 3

Hasil Uji *Durbin-Watson* Variabel Dependen PBV

Durbin-Watson stat	1,971403

Sumber: Hasil olah data eviews 9.0

Berdasarkan hasil uji autokorelasi di atas, nilai DW menunjukkan angka 1,971403 dengan jumlah k = 4, n = 200. Tingkat signifikansi yang digunakan yaitu 5% sehingga dapat diketahui nilai dL sebesar 1,7279 dan nilai dU sebesar 1,8094. Autokorelasi tidak terjadi jika dU < DW < 4 – dU. Hasil dari pengujian ini menunjukkan bahwa DW memenuhi kriteria yaitu 1,8094 < 1,971403 < 2,1906 sehingga dapat disimpulkan bahwa model regresi persamaan 2 dalam penelitian ini tidak terjadi autokorelasi.

Uji Heteroskedastisitas

Uji heterokedastisitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan variabel dari residual suatu pengamatan ke pengamatan lain.

Dalam penelitian ini menggunakan uji *White* yang telah ditransformasi dan melihat nilai probabilitas *Chi-Square* pada sampel yang akan diuji.

Tabel 4

Hasil Uji Heterokedastisitas Variabel Dependen PBV

F-statistic	0,712054	Prob. F(4, 191)	0,7607
Obs*R-squared	10,22601	Prob. Chi-Square(4)	0,7455
Scaled explained SS	135,3208	Prob. Chi-Square(4)	0,0000

Sumber: Hasil olah data eviews 9.0

Berdasarkan uji *white* setelah ditransformasi dengan *variance* variabel *return on equity (ROE)* pada tabel tersebut menunjukkan nilai *Prob. Chi-Square* sebesar 0,7455 > α (0,05) sehingga dapat disimpulkan bahwa residual pada persamaan 2 terbebas dari heteroskedastisitas.

Uji Hipotesis

Uji Koefisien Determinasi (*Adjusted* R^2)

Tabel 5

Uji R^2 Persamaan 1 (Dependen: DPR)

Adjusted R-squared	0,061292

Sumber: Hasil olah data eviews 9.0

Berdasarkan tabel 4.12, hasil uji koefisien determinasi memiliki nilai *adjusted R-Squared* sebesar 0,061292. Hal ini dapat disimpulkan bahwa kemampuan variabel indpenden dalam menjelaskan variasi variabel dependen adalah sebesar 6,1%, sedangkan sisanya dijelaskan oleh variabel lain di luar model penelitian ini.

Tabel 6

Uji R^2 Persamaan 2 (Dependen: PBV)

Adjusted R-squared	0,883666

Sumber: Hasil olah data eviews 9.0

Berdasarkan tabel 4.13, hasil uji koefisien determinasi memiliki nilai *adjusted R-Squared* sebesar 0,883666. Hal ini dapat disimpulkan bahwa kemampuan variabel

indpenden dalam menjelaskan variasi variabel dependen adalah sebesar 88,4%, sedangkan sisanya dijelaskan oleh variabel lain di luar model penelitian ini.

Uji F

Uji F digunakan untuk mengukur ketepatan fungsi regresi sampel dalam menafsirkan nilai aktual. Uji F menguji H0 bahwa data empiris cocok atau sesuai dengan model. Jika nilai uji F > 0,05 maka H0 ditolak atau model regresi tidak memenuhi ketentuan, sedangkan Jika nilai uji F < 0,05 maka H0 diterima atau model regresi memenuhi ketentuan. Hasil uji F pada penelitian ini sebagai berikut:

Tabel 7

Hasil Uji F Persamaan 1 (Dependen: DPR)

F-statistic	5,331205
Prob(F-statistic)	0,001495

Sumber: Hasil olah data eviews 9.0

Berdasarkan tabel 4.14, hasil pengujian pada persamaan 1 diperoleh hasil nilai F hitung sebesar 5,331205 dengan tingkat signifikansi sebesar 0,001495. Tingkat signifikansi lebih kecil dari 0,05 (0,001495 < 0,05) sehingga dapat disimpulkan bahwa model dapat digunakan untuk memprediksi pengaruh *Return on Equity (ROE)*, *Debt Equity Ratio (DER)*, dan *Free Cash Flow (FCF)* pada *Dividend Payout Ratio (DPR)*.

Tabel 8

Hasil Uji F Persamaan 2 (Dependen: PBV)

F-statistic	21,70678
Prob(F-statistic)	0,000000

Sumber: Hasil olah data eviews 9.0

Berdasarkan tabel 4.15, hasil pengujian pada persamaan 2 diperoleh hasil nilai F hitung sebesar 21,70678 dengan tingkat signifikansi sebesar 0,000000. Tingkat signifikansi lebih kecil dari 0,05 (0,000000 < 0,05) sehingga dapat disimpulkan bahwa model dapat digunakan untuk memprediksi pengaruh *Return on Equity (ROE)*, *Debt*

Equity Ratio (DER), dan *Free Cash Flow (FCF)*, dan *Dividend Payout Ratio (DPR)* pada *Price to Book Value (PBV)*.

Uji t

Uji statistik t pada dasarnya menunjukkan seberapa jauh pengaruh satu variabel independen secara individual dalam menerangkan variabel dependen. Pengujian dilakukan dengan menggunakan signifikan level 0,05 (α=5%). Apabila nilai signifikansi lebih kecil dari 0,05 maka dapat disimpulkan bahwa variabel bebas berpengaruh terhadap variabel terikat.

Tabel 9

Hasil Uji t Persamaan 1 (Dependen: DPR)

Variabel	Koefisien	t-Statistik	Probabilitas	Keterangan
C	0,399207	4,200638	0,0000	
ROE	-0,450645	-1,586233	0,1143	Tidak Signifikan
DER	0,267228	4,194194	0,0000	Signifikan
FCF	-0,393487	-1,372120	0,1716	Tidak Signifikan

Sumber: Hasil olah data eviews 9.0

Berdasarkan hasil uji t di atas dapat dijelaskan untuk masing-masing variabel bebas sebagai berikut: Profitabilitas (ROE) pada tabel di atas dapat diketahui nilai koefisien regresi sebesar -0,450645 dengan nilai signifikan 0,1143. Nilai signifikansi tersebut lebih besar dari toleransi kesalahan 0,05 (0,1143 > 0,05) sehingga dapat disimpulkan bahwa profitabilitas (ROE) berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap kebijakan dividen (DPR). Kebijakan hutang (DER) pada tabel di atas dapat diketahui nilai koefisien regresi sebesar 0,267228 dengan nilai signifikan 0,0000. Nilai signifikansi tersebut lebih kecil dari toleransi kesalahan 0,05 (0,0000 < 0,05) sehingga dapat disimpulkan bahwa kebijakan hutang (DER) berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen (DPR). *Free cash flow (FCF)* pada tabel di atas dapat diketahui nilai koefisien regresi sebesar -0,393487 dengan nilai signifikan 0,1716. Nilai signifikansi

tersebut lebih besar dari toleransi kesalahan 0,05 (0,1716 > 0,05) sehingga dapat disimpulkan bahwa *free cash flow (FCF)* berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap kebijakan dividen (DPR).

Tabel 10

Hasil Uji t Persamaan 2 (Dependen: PBV)

Variabel	Koefisien	t-Statistik	Probabilitas	Keterangan
C	-1,797670	-3,129078	0,0022	
ROE	10,79026	5,644320	0,0000	Signifikan
DER	2,181114	3,537668	0,0006	Signifikan
FCF	2,523376	1,678612	0,0957	Tidak Signifikan
DPR	1,003872	2,440621	0,0161	Signifikan

Sumber: Hasil olah data eviews 9.0

Berdasarkan hasil uji t di atas dapat dijelaskan untuk masing-masing variabel bebas sebagai berikut: Profitabilitas (ROE) pada tabel di atas dapat diketahui nilai koefisien regresi sebesar 10,79026 dengan nilai signifikan 0,0000. Nilai signifikansi tersebut lebih kecil dari toleransi kesalahan 0,05 (0,0000 < 0,05) sehingga dapat disimpulkan bahwa profitabilitas (ROE) berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan (PBV). Kebijakan hutang (DER) pada tabel di atas dapat diketahui nilai koefisien regresi sebesar 2,181114 dengan nilai signifikan 0,0006. Nilai signifikansi tersebut lebih kecil dari toleransi kesalahan 0,05 (0,0006 < 0,05) sehingga dapat disimpulkan bahwa kebijakan hutang (DER) berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan (PBV). *Free cash flow (FCF)* pada tabel di atas dapat diketahui nilai koefisien regresi sebesar 2,523376 dengan nilai signifikan 0,0957. Nilai signifikansi tersebut lebih besar dari toleransi kesalahan 0,05 (0,0957 > 0,05) sehingga dapat disimpulkan bahwa *free cash flow (FCF)* berpengaruh positif tidak signifikan terhadap nilai perusahaan (PBV). Kebijakan dividen (DPR) pada tabel di atas dapat diketahui nilai koefisien regresi sebesar 1,003872 dengan nilai signifikan 0,0161. Nilai signifikansi tersebut lebih kecil dari toleransi kesalahan 0,05 (0,0161 < 0,05) sehingga dapat

disimpulkan bahwa kebijakan dividen (DPR) berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan (PBV).

PEMBAHASAN

Profitabilitas tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen

Profitabilitas yang diproksikan dengan ROE menunjukkan bahwa tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen yang diproksikan dengan DPR. Perusahaan membayar dividen tidak dipengaruhi oleh besarnya laba yang diperoleh. Hal ini disebabkan karena perusahaan mengambil kebijakan membayar dividen. Kebijakan membayar dividen dilakukan untuk menjaga agar nilai perusahaan tidak jatuh. Hasil penelitian ini sejalan dengan penilitian yang dilakukan Rizqia, *et al.* (2013) yang menyatakan bahwa profitabilitas tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen.

Profitabilitas berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan

Profitabilitas sangat diperhatikan oleh pemegang saham maupun calon investor karena berkaitan dengan prospek perusahaan (Mayogi dan Fidiana, 2016). Perusahaan dengan laba yang tinggi berarti mempunyai prospek yang baik. Semakin tinggi laba perusahaan semakin tinggi pula kepercayaan investor atau pemegang saham karena memaksimumkan kekayaannya dan akan mendapat sinyal positif dari investor. Hal ini sesuai dengan *signaling theory.* Hasil penelitian ini didukung oleh penelitian yang dilakukan Hamidah dan Umdiana (2017) dan Dewi dan Wirajaya (2013) yang menyatakan bahwa profitabilitas berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan.

Kebijakan hutang berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen

Perusahaan meningkatkan hutang untuk membiayai investasinya karena kondisi perusahaan saat ini dalam keadaan *under leverage,* yaitu sebesar 45%, masih lebih rendah dibandingkan hasil penelitian yang dilakukan oleh Mayarina dan Mildawati (2017) yaitu 49%. Oleh karena itu, perusahaan masih bisa meningkatkan hutangnya. Perusahaan akan berhutang sampai pada tingkat utang tertentu, dimana penghematan pajak dari tambahan hutang sama dengan biaya kesulitan keuangan *(financial distress).*

Hal ini sesuai dengan *trade-off theory*. Hasil dari peningkatan hutang tersebut sebagian dapat digunakan untuk membayar dividen agar nilai perusahaan tidak mengalami penurunan yang dibuktikan pada hasil penelitian ini yang menyatakan bahwa kebijakan membayar dividen berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian ini didukung oleh penelitian yang dilakukan Hadianto dan Herlina (2010) yang menyatakan bahwa kebijakan hutang berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen.

Kebijakan hutang berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan

Menurut teori *signaling* yang dikemukakan oleh Ross (1977) dalam Hanafi (2014), manajer berani menggunakan hutang yang besar untuk meyakinkan investor apabila perusahaan yakin dengan prospek perusahaan di masa mendatang. Investor akan menangkap sinyal tersebut sebagai sinyal positif bahwa hutang yang besar akan meningkatkan nilai perusahaan apabila dana tersebut digunakan untuk investasi yang dapat meningkatkan laba. Hal ini didukung dengan hasil penelitian ini yang menyatakan bahwa profitabilitas berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan Rizqia, *et al*. (2013) yang menyatakan bahwa kebijakan hutang berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan.

***Free cash flow (FCF)* tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen**

Penelitian ini menunjukkan bahwa *Free cash flow (FCF)* tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen yang diproksikan dengan DPR. Hal ini dapat disebabkan karena tinggi rendahnya *free cash flow* tidak mempengaruhi besarnya pembayaran dividen. Perusahaan tetap mengambil kebijakan membayar dividen meskipun arus kas bebas mengalami kenaikan maupun penurunan. Apabila perusahaan menginginkan untuk memaksimumkan pemagang saham dengan membagikan dividen sedangkan kondisi arus kas bebas tidak memungkinkan, perusahaan dapat menggunakan pendanaan eksternal. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan Hardianto dan Herlina (2010) yang menyatakan bahwa kebijakan *free cash flow (FCF)* tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen.

***Free cash flow* tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan**

Penelitian ini menunjukkan bahwa *free cash flow* tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Hal ini dapat disebabkan karena investor lebih mempertimbangkan perusahaan yang menghasilkan laba dan serta membayar dividen sebagai sinyal kenaikan nilai perusahaan daripada *free cash flow.* Hal tersebut dibuktikan dengan hasil penelitian ini yang menyatakan bahwa profitabilitas dan pembayaran dividen mampu meningkatkan nilai perusahaan. Penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Mayarina dan Mildawati (2017) yang menyatakan bahwa *free cash flow (FCF)* tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

Kebijakan dividen berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan

Pembayaran dividen saat ini lebih pasti daripada *capital gain.* Investor lebih menyukai pendapatan saat ini karena diterima saat ini daripada *capital gain* yang belum pasti dan akan diterima di masa mendatang. Investor menganggap pembayaran dividen akan mengurangi ketidakpastian. Hal ini sesuai dengan *bird in the hand theory.* Di samping itu, perusahaan yang membayar dividen menunjukkan bahwa perusahaan tersebut memiliki prospek yang baik sehingga kebijakan membayar dividen akan dianggap oleh investor sebagai sinyal positif. Hasil peneilitian ini didukung oleh penelitian yang dilakukan Rizqia, *et al.* (2013) dan Mayogi dan Fidiana (2016) yang menyatakan bahwa kebijakan dividen berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan.

Kebijakan dividen bukan variabel intervening antara profitabilitas dengan nilai perusahaan

Berdasarkan tabel 4.17 dan tabel 4.16, dapat disimpulkan bahwa kebijakan dividen bukan variabel intervening antara profitabilitas dengan nilai perusahaan atau hipotesis kedelapan yang menyatakan "profitabilitas berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan dividen sebagai variabel intervening" **ditolak.**

Kebijakan dividen dapat menjadi variabel intervening antara kebijakan hutang dengan nilai perusahaan

Perusahaan meningkatkan hutang untuk membiayai investasinya karena kondisi perusahaan saat ini dalam keadaan *under leverage,* yaitu sebesar 45%, masih lebih rendah dibandingkan hasil penelitian yang dilakukan oleh Mayarina dan Mildawati (2017) yaitu 49%. Oleh karena itu, perusahaan masih bisa meningkatkan hutangnya. Menurut *trade-off theory,* perusahaan akan berhutang sampai pada tingkat hutang tertentu dengan tujuan penghematan pajak. Hasil dari peningkatan hutang tersebut sebagian dapat digunakan untuk membayar dividen Pembayaran dividen dilakukan agar nilai perusahaan tidak mengalami penurunan. Hal ini disebabkan karena pembayaran dividen lebih disukai oleh investor. Investor menganggap pembayaran dividen akan mengurangi ketidakpastian sehingga pembayaran dividen akan meningkatkan nilai perusahaan. Hal ini sesuai dengan *bird in the hand theory.*

***Free cash flow (FCF)* tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan baik secara langsung maupun melalui kebijakan dividen.**

Berdasarkan tabel 4.17 dan tabel 4.16, dapat disimpulkan bahwa *free cash flow (FCF)* tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan baik secara langsung maupun melalui kebijakan dividen atau hipotesis kesepuluh yang menyatakan "*free cash flow (FCF)* berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan dividen sebagai variabel intervening" **ditolak.**

SIMPULAN DAN SARAN

Simpulan

Berdasarkan dari hasil analisis, dapat disimpulkan: 1) Profitabilitas tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen; 2) Profitabilitas berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan; 3) Kebijakan hutang berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen; 4) Kebijakan hutang berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan; 5) *Free cash flow (FCF)* tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen; 6) *Free cash flow* tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan; 7) Kebijakan dividen berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan; 8) Kebijakan dividen bukan variabel intervening antara profitabilitas dengan nilai perusahaan; 9) Kebijakan dividen dapat menjadi variabel intervening antara kebijakan hutang dengan nilai perusahaan;

10) *Free cash flow (FCF)* tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan baik secara langsung maupun melalui kebijakan dividen.

Saran

Berdasarkan hasil penelitian yang telah dipaparkan maka penulis memberikan saran sebagai berikut:

1. Bagi perusahaan, peningkatan utang perusahaan sebagai sumber pendanaannya dapat meningkatkan nilai perusahaan baik secara langsung maupun melalui kebijakan dividen sehingga perusahaan lebih baik mengoptimalkan struktur modalnya dengan menggunakan hutang.
2. Bagi penelitian selanjutnya dapat menambah periode pengamatan dan menambahkan variabel independen seperti *investment opportunity set (IOS)* untuk mengetahui seberapa jauh pengaruh kesempatan investasi terhadap nilai perusahaan baik secara langsung maupun melalui kebijakan dividen.

DAFTAR PUSTAKA

Arfan, Muhammad dan T. Maywindlan. 2013. Pengaruh Arus Kas Bebas, Collateralizable Assets dan Kebijakan Utang terhadap Kebijakan Dividen pada Perusahaan yang Terdaftar di Jakarta Islamic Index. *Jurnal Telaah dan Riset Akuntansi.* Volume 6 No. 2

Basuki. A.T. 2017. *Ekonometrika Dan Aplikasi Dalam Ekonomi.* Mitra Pustaka Nurani.Yogyakarta.

Brigham, E.F. dan J.F. Houston. 2001. *Manajemen Keuangan*. Erlangga. Jakarta.

Brigham, E.F. dan J.F. Houston. 2004. *Fundamental of Financial Management.* Edisi ke-10. South Western. Singapore.

Brigham, E.F. dan J.F. Houston. 2006. *Dasar-dasar Manajemen Keuangan*. Edisi ke-10. Salemba Empat. Jakarta.

Dewi, A.S.M. dan A. Wirajaya. 2013. Pengaruh Struktur Modal, Profitabilitas dan Ukuran Perusahaan pada Nilai Perusahaan. *E-Jurnal Akuntansi Universitas Yudayana.* Volume 4 No. 2

Faizal, M. Home Ekonomi Bisnis Sektor Riil. https://ekbis.sindonews.com/read/1281175/34. Diakses tanggal 4 April 2018 pk 08.22 WIB.

Ghozali, Imam. 2018. *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS.* Universitas Diponegoro.

Gujarati dan Porter. 2009. *Dasar-dasar Ekonometrika*. Salemba Empat. Jakarta.

Hadianto, Bram dan Herlina. 2010. Prediksi Arus Kas Bebas, Kebijakan Utang, dan Profitabilitas terhadap Kemungkinan Dibayarkannya Dividen. *Jurnal Manajemen Bisnis.* Volume 3 No.1

Hamidah, Ghina dan N. Umdiana. 2017. Pengaruh Profitabilitas dan Investment Opportunity Set (IOS) Terhadap Nilai Perusahaan dengan Harga Saham Sebagai Variabel Intervening. *Jurnal Akuntansi.* Volume 3 No. 2

Hanafi, M.M. 2014. *Manajemen Keuangan*. Edisi pertama. Cetakan ke-7. BPFE. Yogyakarta.

Hanafi, M.M. dan A. Halim. 2014. *Analisis Laporan Keuangan.* Edisi ke-4. Cetakan ke-3. UPP STIM YKPN. Yogyakarta.

Harijanto, V.A dan T. Mildawati. 2017. Pengaruh Arus Kas Bebas terhadap Nilai Perusahaan Dimediasi Manajemen Laba. *Jurnal Ilmu dan Riset Akuntansi.* Volume 6 No. 1

Hariyanto, M.S. dan P.V. Lestari. 2015. Pengaruh Struktur Kepemilikan, IOS, dan ROE Terhadap Nilai Perusahaan pada Perusahaan Food And Beverage. *E-Jurnal Manajemen Unud.* Volume 4 No. 4

Jensen, M.C. 1986. Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers. *American Economic Review*. Volume 76 No. 2

Khuzaini, D.W. Artiningsih dan L. Paulina. 2017. Influence of Profitability, Investment Opportunity Set (IOS), Leverage and Dividend Policy on Firm Value in The L Service in Indonesia Stock Exchange. *Jurnal Terapan Manajemen dan Bisnis.* Volume 3 Number 3

Myers, S.C. 2001. Capital Structur. *Journal of Economic Prepective.* Volume 15 Number 2

Mayarina, N.A dan T. Mildawati. 2017. Pengaruh Rasio Keuangan dan FCF Terhadap Nilai Perusahaan: Kebijakan Dividen Sebagai Pemoderasi. *Jurnal Ilmu dan Riset Akuntansi.* Volume 6 No. 2

Mayogi, D.G dan Fidiana. 2016. Pengaruh Profitabilitas, Kebijakan Dividen dan Kebijakan Utang Terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Ilmu dan Riset Akuntansi.* Volume 5 No. 1

Rizqia, D.A., S. Aisjah dan Sumiati. 2013. Effect of Managerial Ownership, Financial Leverage, Profitability, Firm Size, and Investment Opportunity on Dividend Policy and Firm Value. *Journal of Finance and Accounting.* Volume 4 No. 11

Ross, S.A., Westerfield, R.W. dan Jordan, B.D., Lim, J., Tan R. 2015. Pengantar Keuangan Perusahaan. *Fundamentals of Corporate Finance.* Edisi Global Asia. Salemba Empat. Jakarta.

Sartono, Agus. 2010. *Manajemen Keuangan Teori dan Aplikasi*. Edisi ke-4. BPFE. Yogyakarta.

Sekaran, Uma dan R. Bougie. *Metode Penelitian untuk Bisnis.* Edisi ke-6. Salemba Empat. Jakarta.

Subramanyam, K.R. dan J.J. Wild. 2010. *Analisis Laporan Keuangan*. Edisi ke-10. Salemba Empat. Jakarta.

Sugiyono. 2010. *Metode Penelitian Pendidikan: Pendekatan kuantitatif, kualitatif, dan R & D.* Alfabeta. Bandung.

Tandelilin, E. 2010. *Portofolio dan Investasi*. Edisi pertama. Cetakan ke-5. Kanisius. Yogyakarta.

Wangsawinangun, R.Z., Darminto, dan N.F. Nuzula. 2014. Penetapan Struktur Modal yang Optimal dalam Upaya Meningkatkan Nilai Perusahaan. *Jurnal Administrasi Bisinis*. Volume 9 No.2

SKRIPSI

PENGARUH PROFITABILITAS, KEBIJAKAN HUTANG, DAN *FREE CASH FLOW (FCF)* TERHADAP NILAI PERUSAHAAN DENGAN KEBIJAKAN DIVIDEN SEBAGAI VARIABEL INTERVENING

(Studi pada Perusahaan Manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2014-2017)

THE INFLUENCE OF PROFITABILITY, LEVERAGE POLICY, AND FREE CASH FLOW (FCF) ON FIRM VALUE WITH DIVIDEND POLICY AS INTERVENING VARIABLE

(Study on Manufactur Companies Listed in Indonesian Stock Exchange Period 2014-2017)

Diajukan Oleh:

TUSWINDA ANGGIE DIARTUTI
20150410290

Skripsi ini telah Dipertahankan dan Disahkan di Depan Dewan Penguji
Program Studi Manajemen Fakultas Ekonomi dan Bisnis
Universitas Muhammadiyah Yogyakarta
Tanggal 26 Januari 2019
Yang Terdiri dari:

Edi Supriyono, Drs., M.M.
Ketua Tim Penguji

Wihandaru SP, Drs., M.Si.
Anggota Tim Penguji

Lela Hindasah, S.E., M.Si.
Anggota Tim Penguji

Mengetahui,
Dekan Ekonomi dan Bisnis
Universitas Muhammadiyah Yogyakarta

Rizal Yaya, S.E., M.Sc., Ph.D., Ak., CA.
NIK.19731218199904 143 068