

***FREE CASH FLOW DAN PROFITABILITY TERHADAP FIRM VALUE MELALUI
DIVIDEND POLICY PADA PERUSAHAAN MANUFAKTUR TERDAFTAR DI
BURSA EFEK INDONESIA.***

Penulis :

Abdulah Rakhman¹

Liaw Bunfa²

Hafizah Rifiyanti³

INSTITUT BISNIS dan INFORMATIKA KWIK KIAN GIE

Oktober 2020

¹ Dosen Institut Bisnis dan Informatika Kwik Kian Gie, Jl. Yos Sudarso Kav. 87, Sunter, Jakarta

² Dosen Institut Bisnis dan Informatika Kwik Kian Gie, Jl. Yos Sudarso Kav. 87, Sunter, Jakarta

³ Dosen Institut Bisnis dan Informatika (IBI) Kosgoro 1957, Jl. Moh. Kahfi II, Srengseng Sawah, Jakarta Selatan

Abstrak

Firm value berperan penting dalam memaksimalkan keuntungan pemegang saham pada saat mengalami kenaikan harga saham. Meningkatnya harga saham perusahaan akan meningkatkan kesejahteraan para pemegang saham. *Firm value* penting bagi investor karena *firm value* adalah sebuah indikator bagi pasar dalam mengukur perusahaan secara keseluruhan. Tujuan penelitian adalah untuk menganalisis pengaruh *free cash flow* dan *profitabilitas* terhadap *firm value* dengan dimediasi oleh *dividen policy*. Penelitian ini didasari oleh beberapa teori diantaranya adalah *Agency Theory*, *Signalling Theory*, *Agency Cost Theory*, *Firm Value*, *Profitability*, *Free Cash Flow*, dan *Dividend Policy*. Objek penelitian adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada periode 2015-2017 dengan sampel 60 perusahaan. Teknik analisis yang digunakan *Structural Equation Modelling* (SEM). Hasil penelitian meliputi (1), terdapat pengaruh positif dan signifikan *free cash flow* terhadap *firm value* (2) terdapat pengaruh positif dan signifikan *profitabilitas* terhadap *firm value*, (3) terdapat pengaruh positif dan signifikan *free cash flow* terhadap *dividend policy*, (4) tidak terdapat pengaruh *profitability* terhadap *dividend policy*, (5) terdapat pengaruh positif dan signifikan *dividend policy* terhadap *firm value*, (6) *dividen policy* tidak dapat memediasi pengaruh *profitabilitas* terhadap *firm value*, dan (7) *dividen policy* dapat memediasi pengaruh *free cash flow* terhadap *firm value*.

Kata Kunci: *Profitabilitas, arus kas operasi, kebijakan dividen, dan nilai perusahaan.*

Abstract

Firm value plays important role in maximizing shareholder profits at a time of rising share prices. Rising company share price will improve shareholders' welfare. *Firm value* is important to investors because it is an indicator of the market in measuring the company as a whole. The purpose of the research is to analyze the influence of *free cash flow* and *profitability* on firm value by mediated by *dividend policy*. This research is based on several theories including *Agency Theory*, *Signaling Theory*, *Agency Cost Theory*, *Firm Value*, *Profitability*, *Free Cash Flow*, and *Dividend Policy*. The object of research is a manufacturing company listed on the Indonesia Stock Exchange in the period 2015-2017 with 60 companies as the sample. Analysis techniques used by *Structural Equation Modelling* (SEM). The results of the research include (1), there is a positive and significant influence of *free cash flow* on *firm value* (2) there is a positive and significant influence of *profitability* on *firm value*, (3) there is a positive and significant influence of *free cash flow* on *dividend policy*, (4) there is no influence of *profitability* on *dividend policy*, (5) there is a positive and significant influence of *dividend policy* on *firm value*, (6) *dividend policy* can't mediate the effect of *profitability* on *firm value*, and (7) *dividend policy* can mediate the influence of *free cash flow* on *firm value*.

Keywords : *Profitability, Free Cash Flow, Dividend Policy, dan Firm Value.*

PENDAHULUAN

Firm value memiliki peran yang sangat penting dalam memaksimalkan para pemegang saham jika terjadi kenaikan harga saham. Meningkatnya harga saham perusahaan akan meningkatkan kesejahteraan para pemegang saham. Menurut Nurlela dan Islahuddin (2008), *firm value* adalah sebuah konsep penting bagi para investor, karena *firm value* adalah sebuah indikator bagi pasar dalam mengukur perusahaan secara keseluruhan. *Firm value* dapat dipengaruhi oleh beberapa faktor, yaitu: *profitability*, dan *free cash flow*.

Faktor yang pertama adalah *profitability*. Semakin tinggi *profitability* sebuah perusahaan, semakin tinggi *firm value* dan hal ini dapat menjadi sinyal positif bagi investor dalam melakukan investasi untuk memperoleh *return*. *Profitability* dapat diukur menggunakan indikator *return on asset* (ROA). Apabila kemampuan sebuah perusahaan untuk menghasilkan laba meningkat, maka harga saham akan meningkat juga (Husnan, 2001).

Haugen (1996) membuktikan bahwa semakin besar *profitability* perusahaan, semakin besar pendapatan investor yang dibagikan, dan *firm value* akan meningkat. Namun, Indriyani (2017) menemukan hasil yang berbeda yakni *profitability* tidak berpengaruh terhadap *firm value* pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada tahun 2009-2011. Sedangkan pada penelitian baru-baru ini, Handayani *et al* (2018) menyatakan bahwa *profitability* memiliki pengaruh yang positif terhadap *firm value*. (boleh ditambahkan lagi riset nya)

Faktor yang kedua adalah *free cash flow*. White *et al* (2003) menggambarkan *free cash flow* sebagai sebuah kas yang tersedia setelah mempertemukan semua komitmen lancar, yang mana hal ini memerlukan pendanaan operasional terus menerus. Sebagai tambahan konsep akuntansi, Fuller dan Blau (2010) menyatakan bahwa *free cash flow* adalah sebuah kas menganggur yang kegunaannya tergantung oleh keputusan manajemen. *Free cash flow* menggambarkan tingkat fleksibilitas keuangan perusahaan karena merupakan pendanaan internal perusahaan. Perusahaan dengan *free cash flow* lebih mempunyai performa yang lebih baik dibandingkan dengan perusahaan lainnya karena perusahaan tersebut memiliki kemampuan lebih untuk mengambil peluang yang ada dibandingkan oleh perusahaan lainnya. Selanjutnya, perusahaan dengan *free cash flow* yang tinggi memiliki daya tahan yang lebih dibandingkan dengan perusahaan lain yang memiliki *free cash flow* rendah.

Hasil penelitian Wang (2010) menyatakan bahwa tidak cukup bukti yang mendukung hipotesis *free cash flows* oleh Jensen, artinya *free cash flow* akan membuat sebuah perusahaan dengan peluang investasi yang akan meningkatkan *firm value*. Oleh karena itu, *free cash flow* berpengaruh positif terhadap *firm value*. Namun, Rosalina (2014) menemukan hasil yang berbeda dalam penelitiannya, yakni *free cash flow* tidak memiliki pengaruh positif terhadap *firm value*. Hal ini memberitahukan bahwa meski perusahaan memiliki maupun tidak memiliki *free cash flow*, hal ini tidak akan berpengaruh terhadap *firm value*. Hasil penelitian Putri dan Chabachib (2013) menunjukkan bahwa arus kas bebas berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian Arieska dan Gunawan (2011) menunjukkan bahwa arus kas bebas berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.

Penelitian ini bertujuan untuk menentukan pengaruh *profitability* dan *free cash flow* pada *firm value* yang dimoderasi oleh *dividend payout ratio*. Penggunaan *dividend policy* sebagai variabel moderasi bertujuan untuk memperkuat pengaruh *profitability* dan *free cash*

flow pada *firm value* yang dimoderasi oleh *dividend payout ratio*. Easterbrook (1984) menyatakan bahwa *agency cost* menunjukkan bahwa pembagian dividen yang tinggi dapat menjadi alat untuk mengurangi *agency problem* dari sebuah perusahaan. Informasi mengenai dividen merupakan sebuah sinyal untuk menentukan *firm value*.

Sari (2015) dalam penelitiannya menyimpulkan bahwa *profitability* memiliki pengaruh positif signifikan terhadap *dividend payout ratio*. *Dividend payout ratio* memiliki pengaruh positif signifikan terhadap *firm value*. *Profitability* memiliki pengaruh positif signifikan terhadap *firm value*.

Teori yang digunakan untuk menjelaskan pentingnya pengukuran performa adalah *Signaling Theory*. Teori sinyaling menjelaskan kesuksesan maupun kegagalan dari manajemen kepada principal melalui informasi-informasi penting yang memberikan sinyal baik maupun buruk. Teori Sinyaling memainkan peran yang penting dalam mengurangi asimetri informasi yang dibawa oleh manajemen. Teori Sinyal menjelaskan betapa pentingnya perusahaan untuk menyampaikan informasi secara lengkap dan relevan (Karasek dan Bryant, 2012)

Tujuan penelitian adalah untuk menganalisis (1) pengaruh *free cash flow* terhadap *firm value*, (2) pengaruh *profitability* terhadap *firm value*, (3) pengaruh *free cash flow* terhadap *dividen policy*, (4) pengaruh *profitability* terhadap *dividen policy*, (5) pengaruh *dividen policy* terhadap *firm value*, (6) pengaruh *free cash flow* terhadap *firm value* yang dimediasi oleh *dividen policy*, dan (7) pengaruh *profitability* terhadap *firm value* yang dimediasi oleh *dividen policy*.

TINJAUAN PUSTAKA

Teori Keagenan (*Agency Theory*)

Agency Theory melibatkan principal dan agen, dimana principal adalah para pemegang saham dan agen adalah manajemen yang mengelola perusahaan. Pendapat mengenai teori keagenan diawali oleh Jensen & Meckling (1967) yang menyatakan bahwa Hubungan keagenan sebagai suatu kontrak di mana satu atau lebih pihak (principal) memberikan tugas kepada pihak lain (agen) untuk melaksanakan jasa dan pendelegasian wewenang dalam pengambilan keputusan. Dalam studi tentang keuangan perusahaan, penekanan pada kebijakan manajemen yang berkaitan dengan kemakmuran dirinya dan kemakmuran pemilik perusahaan, seperti kebijakan struktur modal, *dividend payout ratio* dan kepemilikan internal, merupakan topik yang diteliti secara luas dan mendalam untuk melihat bagaimana pola konflik kepentingan di antara manajer dan pemilik perusahaan serta bagaimana perilaku manajemen dalam memilih metode-metode akuntansi dalam pelaporan keuangan dan konsekuensi dari pemilihan metode tersebut.

Teori Sinyaling (*Signaling Theory*)

Ross (2003) menunjukkan bagaimana hutang bisa digunakan sebagai sinyal berbiaya untuk memisahkan perusahaan yang baik dan yang buruk. Dibawah asimetri informasi antara manajemen dan investor, sinyal dari perusahaan sangat penting untuk memperoleh sumber pendanaan. Ross berasumsi bahwa manajer tahu mengenai distribusi yang sebenarnya dari *return* perusahaan, tetapi investor tidak tahu. Memberikan sinyal atas hutang yang tinggi oleh manajer lalu menyarankan sebuah masa depan yang optimis dan kualitas tinggi dari perusahaan akan menggunakan hutang yang lebih dimana perusahaan yang berkualitas rendah memiliki

hutang yang rendah juga. Dengan begitu, sebuah perusahaan yang baik dapat memisahkan dirinya dengan cara menarik peneliti sedangkan perusahaan yang berkualitas buruk tidak akan meniru karena perusahaan yang buruk tidak akan mau untuk diketahui kondisinya.

Teori Biaya Keagenan (*Agency Cost Theory*)

Peningkatan hutang akan menurunkan besarnya konflik antara pemegang saham dengan manajemen. Disamping itu hutang juga akan menurunkan arus kas yang diharapkan (*excess cash flow*) yang ada dalam perusahaan, sehingga menurunkan kemungkinan pemborosan yang dilakukan manajemen (Jensen dan Meckling, 1986). Keempat, institusional investor sebagai pengawasan manajemen (*monitoring agents*). Jensen (1998) menyatakan bahwa distribusi antara pemegang saham dari luar, yaitu institusional investor dan *shareholders dispersion* (penyebaran pemilik modal) dapat mengurangi *agency cost*, karena kepemilikan mewakili suatu sumber kekuasaan (*source of power*) yang dapat digunakan untuk mendukung atau sebaliknya terhadap keberadaan manajemen.

Nilai Perusahaan (*Firm Value*)

Mas'ud (2008) menyatakan bahwa tujuan dari manajemen keuangan perusahaan adalah untuk memaksimalkan nilai dari perusahaan. Jika perusahaan dapat berjalan lancar, nilai saham perusahaan akan meningkat, sedangkan nilai dari hutang korporat tidak akan terpengaruh sama sekali. Sebaliknya, jika perusahaan tidak dapat berjalan dengan lancar, hak kreditur akan menjadi lebih tinggi, dan nilai saham perusahaan akan menurun. Jadi dapat disimpulkan bahwa nilai dari saham bisa menjadi indeks yang tepat untuk mengukur nilai perusahaan. Untuk alasan ini, tujuan dari manajemen keuangan biasanya dalam bentuk pemaksimalan nilai saham perusahaan, atau harga saham tersebut (Weston dan Copeland, 1997)

Profitabilitas (*Profitability*)

Profitabilitas atau pendapatan adalah kemampuan perusahaan untuk menghasilkan keuntungan dari pendapatan tersebut yang mencerminkan keuntungan dari investasi keuangan. Myers dan Majluf (1984) menemukan bahwa manajer keuangan menggunakan *packing order theory* dengan laba ditahan sebagai pilihan pertama dalam memenuhi pendanaan dan hutang sebagai pilihan kedua seperti halnya dengan penerbitan saham sebagai pilihan ketiga yang akan selalu meningkatkan profitabilitas untuk meningkatkan keuntungan. Rasio Profitabilitas adalah rasio yang digunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam membuat keuntungan dengan relasi pada penjualan, jumlah aset, dan modal sendiri (Sartono, 2008). Rasio ini dipertimbangkan oleh calon investor dan pemegang saham sebagaimana hal tersebut berhubungan dengan harga saham dan dividen yang akan diterima.

Arus Kas Bebas (*Free Cash Flow*)

White *et al.* (2003) mengartikan *free cash flow* sebagai arus kas yang bebas ditentukan untuk perusahaan. *Free cash flow* adalah kas dari kegiatan operasional dikurang pengeluaran modal yang dikeluarkan perusahaan untuk memenuhi kapasitas produksinya. Disamping itu, *free cash*

flow bisa digunakan secara bebas seperti untuk akuisisi dan pengeluaran modal dengan tujuan untuk pertumbuhan perusahaan, pembayaran hutang, dan pembagian dividen kepada pemegang saham. Semakin besar *free cash flow* yang ada pada sebuah perusahaan, semakin makmur lah perusahaan tersebut, karena perusahaan tersebut memiliki kas tersedia untuk pertumbuhan, pembayaran hutang, dan dividen.

Kebijakan Dividen (*Dividend Policy*)

Dividen merupakan pembayaran kepada para pemegang saham oleh pihak perusahaan atas keuntungan yang diperolehnya. Kebijakan pembayaran dividen menurut Titman (2002) merupakan kebijakan perusahaan yang berkaitan dengan distribusi kas kepada pemegang sahamnya. Manajemen perusahaan memiliki alternative untuk memperlakukan laba bersihnya, apakah diinvestasikan kembali ke perusahaan sebagai laba ditahan, dibagikan kepada pemegang saham dalam bentuk dividen, atau kombinasi keduanya. Pilihan untuk membagi atau tidak dividen merupakan sumber konflik agensi antara manajer dengan pemegang sahamnya (Easterbrook, 1984).

KERANGKA PEMIKIRAN

Pengaruh *Free Cash Flow* terhadap *Firm Value*

Manajer perusahaan dengan *free cash flow* yang relatif besar dapat meningkatkan kesejahteraan pemegang saham melalui peningkatan dividen atau membeli kembali saham (Jensen, 1986). *Free cash flow* tinggi mencerminkan kinerja yang tinggi dari suatu perusahaan, dan menjamin bahwa perusahaan akan membayar dividen kepada para pemegang saham. Jadi, *free cash flow* yang tinggi menyebabkan nilai perusahaan juga menjadi tinggi. Hasil penelitian yang menyatakan bahwa *Free Cash Flow* berpengaruh positif dan signifikan terhadap *Firm Value* adalah Wang (2010), Cohee et. al (2020), Lai et. al (2020), dan Nasution (2020).

H1: *free cash flow* berpengaruh positif terhadap *firm value*.

Pengaruh *Profitabilitas* terhadap *Firm Value*

Tingkat profitabilitas perusahaan yang tinggi akan berdampak pada peningkatan efisiensi dari perusahaan dalam pemanfaatan aset perusahaan untuk mendapatkan keuntungan dan menciptakan nilai perusahaan yang lebih tinggi, juga untuk meningkatkan kemakmuran pemegang saham. Teori sinyaling menyatakan bahwa sebuah perusahaan berkualitas baik akan memberikan sebuah sinyal kepada pasar, dengan demikian pasar diharapkan untuk membedakan perusahaan yang berkualitas baik dan buruk. Penelitian sebelumnya oleh Chen (2011), Nofrida (2013), Lastri (2014), menunjukkan bahwa profitabilitas memiliki relasi yang positif terhadap nilai perusahaan.

H2: *profitability* berpengaruh positif terhadap *firm value*.

Pengaruh *Free Cash Flow* terhadap *Devident Policy*

Menurut *free cash flow hypothesis* oleh Jensen (1988), ketika perusahaan memiliki kelebihan kas, maka yang dibutuhkan adalah mendanai proyek yang memiliki Net Present Value (NPV) positif. Tetapi lebih baik bagi manajer untuk mengembalikan kelebihan kas kepada pemegang saham dalam bentuk dividen guna memaksimalkan kekayaan pemegang saham. Hal tersebut menunjukkan bahwa dividen dapat mengurangi *agency cost* karena mengurangi *free cash flow* yang tersedia bagi manajer. Penelitian mengenai *free cash flow* dengan kebijakan dividen di Indonesia dilakukan oleh Rosdini (2005), Wirakusuma (2014), Noviyanto (2016), dan Purnawati (2016 yang menemukan bahwa *free cash flow* memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen.

H3: *free cash flow* berpengaruh positif terhadap *dividend policy*.

Pengaruh *Profitabilitas* terhadap *Devident Payout Ratio*

Dividend payout ratio adalah kebijakan perusahaan berdasarkan dari jumlah dividen yang seharusnya dibayarkan kepada pemegang saham yang jumlahnya bergantung pada laba yang diperoleh perusahaan (Najjar dan Basil, 2012). Tingkat profitabilitas yang tinggi akan mencerminkan prospek perusahaan yang baik, khususnya dalam hal yang berkaitan dengan kebijakan dividen yang akan diberikan perusahaan, sehingga sinyal positif akan ditanggapi dengan cepat oleh investor dan didukung dengan meningkatnya nilai perusahaan (Sujoko dan Soebiantoro, 2007).

H4: *Profitability* berpengaruh positif terhadap *dividend policy*.

Pengaruh *Devident Policy* terhadap *Firm Value*

Dividend payout ratio adalah sebuah indikator akan banyaknya keuntungan yang akan diterima oleh pemegang saham. Sebuah kebijakan dividen perusahaan adalah sebuah rencana yang dibuat oleh perusahaan untuk meningkatkan kesejahteraan pemegang dimana hal ini merupakan tujuan utama bagi perusahaan yang sudah *go public*. Jumlah dividen yang diberikan oleh perusahaan kepada pemegang saham, performa dari perusahaan dinilai lebih baik dan akhirnya penilaian perusahaan akan menjadi lebih baik juga. Penelitian oleh Tamrin *et al* (2017), Sukini (2012), Mardiyati *et al* (2012) menyatakan bahwa *dividend policy* memiliki sebuah pengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

H5: *Dividend policy* berpengaruh positif terhadap *firm value*.

Pengaruh *Free Cash Flow* terhadap *Firm Value* yang dimediasi oleh *Devident Policy*

Menurut Kereh (2014), “*forget earnings*” jikalau anda ingin melihat bagaimana dividen dari perusahaan itu aman, lalu anda butuh untuk mengevaluasi garis bawah riil dari *free cash flow* perusahaan. Hal ini mengindikasikan walaupun kegiatan perusahaan menghasilkan laba, keberadaan *free cash flow* masih sangat dibutuhkan untuk memastikan bahwa dividen dapat dibagikan. *Dividend policy* memediasi hubungan antara *free cash flow* dan *firm value*, karena keberadaan *free cash flow* akan menimbulkan kondisi dimana dividen akan dibagikan dan

pembagian dividen dapat meningkatkan harga saham yang nantinya akan meningkatkan nilai perusahaan.

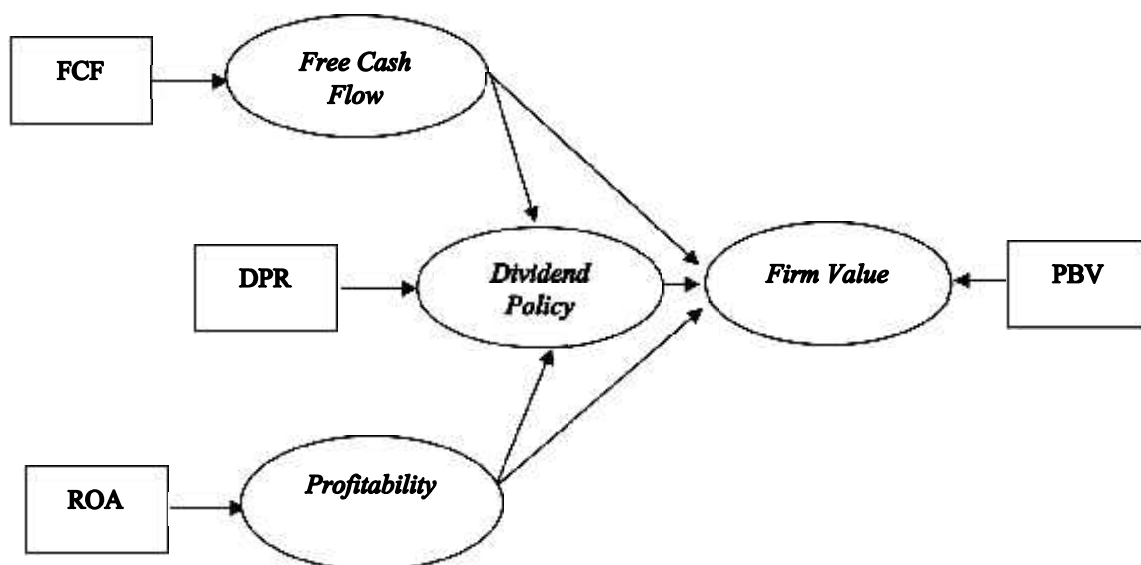
H6: *Dividend policy* dapat memediasi *free cash flow* dan *firm value*.

Pengaruh *Profitabilitas* terhadap *Firm Value* yang dimediasi oleh *Devident Policy*

Kurangnya informasi yang diperoleh investor mengenai perusahaan menyebabkan investor untuk melindungi dirinya dengan memberikan jumlah yang sedikit terhadap perusahaan (Handayani, 2018). Hasil penelitian oleh Sukoco(2013) dan Wahyudi & Pawestri (2006) menyatakan bahwa *dividend payout ratio* memidasi pengaruh dari *profitability* pada *firm value*. Perusahaan-perusahaan yang berhasil mendapatkan laba besar, dimana manajer keuangan bisa mengatur dan mengendalikan laba perusahaan melalui keputusan finansial yang tepat, baik dalam penerapan atas keputusan tersebut dan kebijakan dividen sehingga investor mau untukberinvestasi pada perusahaan.

H7: *Dividend policy* dapat memediasi *profitability* dan *firm value*.

Berikut model konsep penelitian :



METODE PENELITIAN

Objek penelitian adalah perusahaan sektor manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Adapun objek penelitian yang diteliti adalah *Free Cash Flow*, *Profitability*, *Dividend Payout Ratio*, dan *Firm Value* menggunakan laporan keuangan periode 2015 – 2017.

Penelitian ini termasuk dalam penelitian formal karena penelitian ini dimulai dengan batasan masalah dan tujuan akhirnya adalah untuk menjawab batasan masalah tersebut. Penelitian ini dilakukan dengan metode studi pengamatan (observasi), karena peneliti menggunakan data sekunder melalui pengamatan terhadap laporan keuangan perusahaan-perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa

Efek Indonesia. Penelitian ini menggunakan desain *ex post facto*, karena semua variable penelitian dan data perusahaan telah tersedia, telah terjadi, dan tidak dimanipulasi. Sehingga penelitian ini merupakan peristiwa yang sudah terjadi pada tahun 2015 hingga 2017. Penelitian ini termasuk dalam studi deskriptif, karena penelitian dilakukan untuk menganalisis pengaruh *profitability* dan *free cash flow* terhadap *firm value* yang dimoderasi oleh *dividend policy*. Selain itu, penelitian ini juga merupakan studi kasual, peneliti mengamati dan menjelaskan hubungan antar variable penelitian. Penelitian ini menggunakan studi lintas seksi (*cross-sectional*) dan *time series*, yaitu studi yang dilaksanakan dari suatu keadaan pada laporan keuangan perusahaan-perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2015-2017. Penelitian ini menggunakan studi statistic, karena penelitian ini lebih mementingkan untuk mengetahui pengaruh variable *profitability* dan *free cash flow* terhadap *firm value*, serta menguji pada taraf signifikansi berapa variable-variabel tersebut mempengaruhi *firm value*. Penelitian ini menggunakan kondisi aktual dimana peneliti melakukan pengamatan pada alporan keuangan perusahaan yang telah diaudit yang dikeluarkan oleh Bursa Efek Indonesia (BEI). Studi Lapangan dilakukan untuk memperoleh data serta melakukan pengolahan terhadap data-data yang diperoleh.

Berdasarkan judul penelitian ini maka terdapat 5 variabel dalam penelitian ini. Variabel penelitian yang digunakan dalam penelitian ini adalah variabel terikat dan variabel bebas yang dijelaskan sebagai berikut:

1. Variabel Terikat (*Dependent Variable*)

Variabel terikat pada penelitian ini adalah *Firm Value*. *Firm Value* diproksik menggunakan *Price to Book Value ratio* (*PBV*). *PBV* menunjukkan berapa kali investor menilai harga saham perusahaan berdasarkan nilai buku per saham (Sujoko dan Soebiantoro, 2007). Rasio ini merupakan jumlah dari ekuitas investor yang dibayarkan untuk setiap kas pada aset. Singkatnya, *PBV* adalah sebuah rasio pasar yang digunakan untuk mengukur performa dari nilai pasar terhadap nilai buku. Berikut adalah rumus untuk Rasio *PBV*:

$$\frac{P}{B}R = \frac{c}{b} \frac{s}{v} \frac{p}{u} \frac{p}{h} a$$

2. Variabel Bebas (*Independent Variable*)

a. *Profitability*

Profitability merupakan variabel bebas pertama dalam penelitian ini yang diproksi menggunakan *Return on Asset ratio* (*ROA*). *ROA* merupakan pengukuran kemampuan perusahaan secara keseluruhan di dalam menghasilkan keuntungan dengan jumlah keseluruhan aktiva yang tersedia di dalam perusahaan. Variabel itu dikur dengan menggunakan rumus:

$$R = \frac{L}{T} \frac{b}{A} \frac{h s}{A} \frac{h p}{(E)}$$

b. *Free cash flow*

Free Cash Flow merupakan variabel bebas kedua dalam penelitian ini. Mills *et al.* (2002) menyatakan bahwa *free cash flow* adalah kas yang tersedia setelah memenuhi semua komitmen yang dibutuhkan untuk pembayaran demi kelangsungan bisnis. Singkatnya, *free cash flow* adalah sebuah kas menganggur yang merupakan sisa kas dimiliki perusahaan

setelah melinasi semua pengeluaran. White *et al.* (2003) menggunakan rumus standard atas *free cash flow* sebagai berikut:

$$F = \frac{O - D}{T A t}$$

3. Variabel Moderator (*Moderating Variable*)

Variabel moderasi pada penelitian ini adalah *Dividend Payout Ratio*. *Dividend Payout Ratio* (DPR) merupakan rasio yang mengukur perbandingan dividen terhadap laba perusahaan. Variabel ini diukur dengan menggunakan rumus:

$$D = \frac{D}{L E h (E)}$$

Teknik yang digunakan pada penelitian ini adalah teknik observasi. Data yang digunakan dalam penelitian ini merupakan data sekunder, berupa laporan keuangan tahunan perusahaan yang telah diolah. Laporan keuangan perusahaan diperoleh dari publikasi Bursa Efek Indonesia pada website www.idx.co.id dan pada *software* RHB TraderSmart ID. RHB TraderSmart ID adalah sebuah lembaga sekuritas yang berdiri pada tahun 1990, yang dikelola oleh PT. RHB Sekuritas Indonesia. Selain itu sumber data lainnya untuk mendukung penelitian ini adalah dari jurnal-jurnal yang diperoleh dari jurnal online, buku teks, dan internet (dll).

Teknik pengambilan sampel dalam penelitian ini menggunakan *non-probability sampling*. *Non-probability sampling* adalah sebuah teknik dimana sampel dikumpulkan dalam sebuah proses yang tidak memberikan semua individual dalam populasi sebuah kesempatan yang sama untuk terpilih. Metode pendekatan yang digunakan adalah *purposive sampling*, dimana sampel yang dijadikan objek penelitian ditentukan berdasarkan pertimbangan tertentu. Kriteria yang ditetapkan untuk pengambilan sampel dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Perusahaan sampel adalah perusahaan-perusahaan yang bergerak pada sektor industri pertanian dan sektor industri dasar yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.
2. Perusahaan sampel membagikan dividen selama periode 2015-2017
3. Tersedianya kelengkapan data atas variabe-variabel yang diteliti.

Teknik analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah *Structural Equation Model* (SEM) dengan alat bantu *software* WarpPLS Versi 6.0 dan menggunakan metode *Explanatory* untuk menguji hubungan antar variabel dan ekonometrika untuk analisis data panel dengan alat bantu Software SPSS 24. Dengan model penelitian sebagai berikut :

$$DPR = \beta_0 + \beta_1ROA + \beta_2FCF + \varepsilon_{it} \dots\dots\dots(1)$$

$$PBV = \beta_0 + \beta_3ROA + \beta_4FCF + \beta_5DPR + \varepsilon_{it} \dots\dots\dots(2)$$

Keterangan:

PBV = *Price to Book Value*

ROA = *Return on Asset*

FCF = *Free Cash Flow*

DPR = *Dividend Payour Ratio*

β_0 = Konstanta

$\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4$ = Koefisien regresi dari variabel bebas

β_5 = Koefisien regresi dari variabel intervening

ϵ_{it} = Residu

Uji *goodness-fit*, dengan cara melihat bagian *model fit indices* dan *P values* yang menampilkan 2 indikator yaitu *average path coefficient* (APC) dan *average R-squared* (ARS). Nilai p untuk APC dan ARS harus lebih kecil dari 0,05 atau berarti signifikan (Sholihin dan Ratmono, 2013).

HASIL PENELITIAN

Pada penelitian ini menggunakan data sebanyak 60 perusahaan per tahun yang tercatat di Bursa Efek Indonesia periode 2015-2017 yang selanjutnya dilakukan pengujian hipotesis dengan nilai alpha (α) sebesar 5 persen. Data sebanyak 60 perusahaan per tahun akan dilakukan pengujian *pooling* data terlebih dahulu untuk membuktikan apakah data 60 perusahaan selama tiga tahun atau selama periode penelitian 2015-2017 dapat digabung atau tidak. Pengujian *pooling* data menggunakan uji kesamaan koefisien regresi dan uji *Chow Test* dengan alat bantu software SPSS 24 dengan hasil sebagai berikut :

a) Uji Pooling dan Chow Test

Hasil pengolahan uji *pooling* data dengan menggunakan software SPSS 24 dapat dilihat pada Tabel 1 berikut:

Tabel 1. Hasil Nilai Signifkansi atau P-Value koefisien regresi uji *pooling* data Untuk variable dummy dan interaksi dengan variable penelitian

	Sig.
D1	0,954
D2	0,845
D1X1	0,000
D1X2	0,000
D1X3	0,296
D1Y	0,000
D2X1	0,278
D2X2	0,345
D2X3	0,000
D2Y	0,000

Keterangan:

D1 = *Dummy* 1
D2 = *Dummy* 2
X1 = *Return on Asset* (ROA)
X2 = *Free Cash Flow* (FCF)
X3 = *Dividend Payout Ratio* (DPR)
Y = *Price to Book Value* (PBV)

Sumber : Olahan SPSS

Berdasarkan hasil olahan uji *pooling* dengan menggunakan metode pengujian kesamaan koefisien regresi seperti pada table 1 dapat disimpulkan bahwa data penelitian ini tidak dapat *pooling* atau digabung karena nilai sig. dari variabel D1, D2, D1X3, D2X1, D2X2 tidak semuanya lebih besar dari nilai α sebesar 5 persen.

Setelah melakukan uji *pooling* dengan melihat koefisien regresi pada variabel *dummy*, maka dilanjutkan dengan melakukan uji *Chow Test* untuk menguji kesamaan koefisien. Hasil uji *Chow Test* dapat dilihat pada Tabel 2 berikut:

Tabel 2. Hasil Uji Chow Test

Residual	Sum of Squares
Tahun 2015	1953,036
Tahun 2016	1569,333
Tahun 2015 - 2017	8862,633

Sumber : Olahan Warp PLS 6.0

Menurut Ghozali (2013), langkah awal untuk melakukan *Chow Test* adalah dengan mencari Nilai *Restricted Residual Sum of Squares* dan *Unrestricted Residual Sum of Squares*. Berdasarkan Nilai *Restricted Residual Sum of Squares* (RSSr) / (RSS3) pada Tabel 2 adalah periode tahun 2015-2017 yaitu 8862,633. Kemudian untuk RSS1 adalah periode 2015 yaitu 1953,036, dan RSS2 adalah periode 2016 yaitu 1569,333. Kemudian menjumlahkan RSS1 dan RSS2 untuk memperoleh *Unrestricted Residual Sum of Squares* (RSSur) yaitu 3522,369.

Kemudian setelah memperoleh RSSr dan RSSur, perlu mencari F-Test. F-Test dicari menggunakan rumus sebagai berikut:

$$F = \frac{(R - R) / k}{(R) / (n1 + n2 - 2k)}$$

Dari rumus diatas, maka diperoleh F-Test sebesar 42,451. Setelah memperoleh F-Test, F-Test akan dibandingkan dengan F-Tabel, F-Tabel dalam penelitian ini adalah 1,98137 (Df = 60+60-8 =112 dan α =5%). F-Test > F-Tabel maka dapat disimpulkan bahwa model regresi sebelum resesi dan model regresi sesudah resesi memang berbeda.

Hasil *Chow Test* diatas memperjelas hasil uji *pooling* dengan koefisien regresi *dummy*, dimana bahwa penelitian ini tidak dapat dilaksanakan menggunakan data panel, sehingga penelitian yang dilakukan berupa pengujian data terpisah. Pengujian data terpisah dilakukan dengan menganalisa data per tahunnya.

b) Pengujian Hipotesis Penelitian

Nilai koefisien jalur dan P-Value dari pengolahan menggunakan software Warp PLS 6.0 untuk tahun 2015 dapat dilihat pada Tabel 3 berikut:

Tabel 3. Nilai Koefisien Jalur dan P-value untuk data tahun 2015

	<i>Path Coefficients</i>	<i>P-values</i>
ROA → PBV	0,83	P<0,01
FCF → PBV	1,64	P<0,01
DPR → PBV	1,79	P<0,01
ROA → DPR	0,00	P=0,50
FCF → DPR	1,00	P<0,01

Sumber : Olahan Warp PLS

Berdasarkan hasil pada Tabel 3, uji signifikansi yang tercemin dari nilai *P value* pada *output path coefficients* dan *P values* dengan menggunakan nilai α sebesar 5% maka dapat diperoleh kesimpulan bahwa *profitability* berpengaruh langsung terhadap *firm value* (*P value* ROA→PBV: P<0,01). Besar pengaruh langsung *profitability* terhadap *firm value* yang diajukan oleh *path coefficients* adalah 0,83. Dapat disimpulkan juga bahwa *free cash flow* berpengaruh langsung terhadap *firm value* (*P value* FCF→PBV: P<0,01) dengan besar pengaruh yang diajukan oleh *path coefficient* adalah 1,64.

Pada table 3 tersebut, dapat disimpulkan juga mengenai efek mediasi yang ditimbulkan oleh variabel *dividend policy* terhadap hubungan antara *profitability* dan *free cash flow* terhadap *firm value*. Berdasarkan uji *P value* dapat disimpulkan bahwa *dividend policy* dapat menjadi variabel mediasi antara *profitability* dan *free cash flow* (*P value* DPR→PBV: P<0,01) dengan besar pengaruh yang ditunjukkan oleh *path coefficient* sebesar 1,79.

Pada table 3 tersebut, dapat disimpulkan juga ada atau tidaknya pengaruh tidak langsung dari variabel *profitability* dan *free cash flow* terhadap *firm value* dengan melihat *P value profitability* dan *free cash flow* terhadap *dividend policy*. Dari tabel diatas, *profitability* terbukti memiliki pengaruh langsung terhadap *dividend policy* (*P value* ROA→DPR: P=0,50) sehingga dapat disimpulkan bahwa pada tahun 2015, *profitability* terbukti berpengaruh secara tidak langsung terhadap *firm value*. Sedangkan *free cash flow* terbukti memiliki pengaruh langsung terhadap *dividend policy* (*P value* FCF→DPR: P<0,01) sehingga dapat disimpulkan bahwa pada tahun 2015, *free cash flow* terbukti berpengaruh secara tidak langsung terhadap *firm value*.

Nilai koefisien jalur dan P-Value dari pengolahan menggunakan software Warp PLS 6.0 untuk tahun 2016 dapat dilihat pada Tabel 4 berikut:

Tabel 4. Nilai Koefisien Jalur dan P-value untuk data tahun 2016

	<i>Path Coefficients</i>	<i>P-values</i>
ROA → PBV	0,28	P<0,01
FCF → PBV	-0,11	P=0,19
DPR → PBV	0,77	P<0,01
ROA → DPR	0,00	P=0,50
FCF → DPR	-0,97	P<0,01

Sumber : Olahan Warp PLS

Berdasarkan hasil pada Tabel 4, uji signifikansi yang tercemin dari nilai *P value* pada *output path coefficients* dan *P values* dengan menggunakan nilai α sebesar 5% maka

dapat diperoleh kesimpulan bahwa *profitability* berpengaruh langsung terhadap *firm value* (*P value* ROA→PBV: $P<0,01$). Besar pengaruh langsung *profitability* terhadap *firm value* yang diajukan oleh *path coefficients* adalah 0,28. Dapat disimpulkan juga bahwa *free cash flow* tidak terbukti berpengaruh langsung terhadap *firm value* (*P value* FCF→PBV: $P=0,19$).

Pada tabel 4 tersebut, dapat disimpulkan juga mengenai efek mediasi yang ditimbulkan oleh variabel *dividend policy* terhadap hubungan antara *profitability* dan *free cash flow* terhadap *firm value*. Berdasarkan uji *P value* dapat disimpulkan bahwa *dividend policy* dapat menjadi variabel mediasi antara *profitability* dan *free cash flow* (*P value* DPR→PBV: $P<0,01$) dengan besar pengaruh yang ditunjukkan oleh *path coefficient* sebesar 0,77.

Pada tabel 4 tersebut, dapat disimpulkan juga ada atau tidaknya pengaruh tidak langsung dari variabel *profitability* dan *free cash flow* terhadap *firm value* dengan melihat *P value* *profitability* dan *free cash flow* terhadap *dividend policy*. Dari tabel diatas, *profitability* terbukti memiliki pengaruh langsung terhadap *dividend policy* (*P value* ROA→DPR: $P=0,50$) sehingga dapat disimpulkan bahwa pada tahun 2016, *profitability* terbukti berpengaruh secara tidak langsung terhadap *firm value*. Sedangkan *free cash flow* terbukti memiliki pengaruh langsung terhadap *dividend policy* (*P value* ROA→DPR: $P<0,01$) sehingga dapat disimpulkan bahwa pada tahun 2016, *free cash flow* terbukti berpengaruh secara tidak langsung terhadap *firm value*.

Nilai koefisien jalur dan P-Value dari pengolahan menggunakan software Warp PLS 6.0 untuk tahun 2017 dapat dilihat pada Tabel 5 berikut:

Tabel 5. Nilai Koefisien Jalur dan P-value untuk data tahun 2017

	<i>Path Coefficients</i>	<i>P-values</i>
ROA → PBV	0,12	$P=0,17$
FCF → PBV	-3,37	$P<0,01$
DPR → PBV	4,27	$P<0,01$
ROA → DPR	0,00	$P=0,50$
FCF → DPR	-1,00	$P<0,01$

Sumber : Olahan Warp PLS

Berdasarkan hasil pada Tabel 5, uji signifikansi yang tercemin dari nilai *P value* pada *output path coefficients* dan *P values* dengan menggunakan nilai α sebesar 5% maka dapat diperoleh kesimpulan bahwa *profitability* tidak terbukti berpengaruh langsung terhadap *firm value* (*P value* ROA→PBV: $P=0,17$). Dapat disimpulkan juga bahwa *free cash flow* berpengaruh langsung terhadap *firm value* (*P value* FCF→PBV: $P<0,01$) dengan besar pengaruh yang diajukan oleh *path coefficient* sebesar 3,37.

Pada tabel 5 tersebut, dapat disimpulkan juga mengenai efek mediasi yang ditimbulkan oleh variabel *dividend policy* terhadap hubungan antara *profitability* dan *free cash flow* terhadap *firm value*. Berdasarkan uji *P value* dapat disimpulkan bahwa *dividend policy* dapat menjadi variabel mediasi antara *profitability* dan *free cash flow* (*P value* DPR→PBV: $P<0,01$) dengan besar pengaruh yang ditunjukkan oleh *path coefficient* sebesar 4,27.

Pada tabel 5 tersebut, dapat disimpulkan juga ada atau tidaknya pengaruh tidak langsung dari variabel *profitability* dan *free cash flow* terhadap *firm value* dengan melihat *P value profitability* dan *free cash flow* terhadap *dividend policy*. Dari tabel 4.9, *profitability* terbukti memiliki pengaruh langsung terhadap *dividend policy* (*P value* ROA→DPR: $P=0,50$) sehingga dapat disimpulkan bahwa pada tahun 2017, *profitability* terbukti berpengaruh secara tidak langsung terhadap *firm value*. Sedangkan *free cash flow* terbukti memiliki pengaruh langsung terhadap *dividend policy* (*P value* ROA→DPR: $P<0,01$) sehingga dapat disimpulkan bahwa pada tahun 2017, *free cash flow* terbukti berpengaruh secara tidak langsung terhadap *firm value*.

PEMBAHASAN

1. Hipotesis 1: *profitability* berpengaruh positif dan signifikan terhadap *dividend policy*.

Berdasarkan pada hasil pengujian *inner model*, hipotesis ini terbukti bahwa *profitability* berpengaruh positif dan signifikan terhadap *dividend policy*. Dapat dilihat dari hasil penelitian tahun 2015, tahun 2016, dan tahun 2017, memiliki hasil yang sama dimana *P value* dari ROA terhadap DPR lebih kecil atau sama dengan dari 0.05 yakni $P=0,50$. Sehingga dapat disimpulkan bahwa *profitability* berpengaruh positif dan signifikan terhadap *dividend policy*.

Kesimpulan tersebut dapat membuktikan pernyataan Sujoko dan Soebiantoro (2007) terkait teori sinyaling yang menyatakan bahwa tingkat profitabilitas yang tinggi akan mencerminkan prospek perusahaan yang baik, sehingga sinyal positif akan ditanggapi dengan cepat oleh investor dan didukung dengan meningkatnya nilai perusahaan. Hasil ini juga tidak sesuai dengan penelitian Handayani (2018) yang menyatakan bahwa *profitability* berpengaruh terhadap *dividend policy*. Sehingga dapat dijelaskan bahwa apabila terjadi perubahan *profitability* pada sebuah perusahaan, maka hal tersebut tidak akan mempengaruhi *dividend policy* dari perusahaan tersebut.

Perusahaan Manufaktur adalah sebuah perusahaan yang bergerak mengelola bahan mentah atau memproses bahan baku menjadi suatu produk jadi yang bisa dipasarkan. Kegiatan ini memerlukan aset yang berskala besar, terutama aset berupa aset tetap yakni mesin yang berskala besar. Perusahaan memiliki *profitability* yang tinggi namun tidak mempengaruhi keputusannya dalam membagikan dividen, hal ini bisa disebabkan karena perusahaan memutuskan untuk menggunakan *profitability* tersebut untuk melakukan investasi kembali pada aset-aset tetap yang menunjang produksi dan melakukan perluasan perusahaan.

2. Hipotesis 2: *free cash flow* berpengaruh positif terhadap *dividend policy*.

Berdasarkan hasil pengujian *Inner model*, terbukti bahwa *free cash flow* berpengaruh positif terhadap *dividend policy*. Dapat dilihat dari hasil penelitian pada tahun 2015, tahun 2016, dan tahun 2017 yang memiliki hasil yang sama dimana *P value* dari FCF terhadap DPR lebih kecil atau sama dengan dari 0,05 yakni $P<0,01$. Nilai koefisien FCF terhadap DPR pada tahun 2015, tahun 2016, dan tahun 2017 adalah negatif, hal ini menunjukkan bahwa FCF berpengaruh positif terhadap DPR karena kelebihan *free cash flow* yang ada pada perusahaan dibagikan kepada para pemegang saham dalam bentuk dividen, sehingga

dapat disimpulkan apabila FCF sebuah perusahaan berkurang, hal ini akan meningkatkan DPR dari perusahaan tersebut.

Hal ini serupa dengan yang telah dijelaskan pada point sebelumnya, menurut *free cash flow hypothesis* oleh Jensen (1988) yaitu ketika perusahaan memiliki kelebihan kas, maka yang dibutuhkan adalah mendanai proyek yang memiliki *Net Present Value* (NPV) positif. Tetapi lebih baik lagi bagi manajer untuk mengembalikan kelebihan kas kepada pemegang saham dalam bentuk dividen guna memaksimalkan kekayaan pemegang saham. Hal tersebut menunjukkan bahwa dividen dapat mengurangi *agency cost* karena mengurangi *free cash flow* yang tersedia bagi manajer. Hasil penelitian ini juga didukung oleh temuan penelitian yang dilaksanakan oleh Nurdiana pada tahun 2007 yang menyatakan bahwa *free cash flow* memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *dividend policy*.

Temuan dalam penelitian ini menjelaskan pernyataan Jensen mengenai *free cash flow hypothesis*, ketika perusahaan memiliki kelebihan kas, maka perusahaan memutuskan untuk membagikannya dalam bentuk dividend, sehingga sesuai dengan hasil penelitian ini. Temuan penelitian ini juga memperjelas hasil penelitian Nurdiana pada tahun 2007 dengan menunjukan pengaruh yang negatif dari *free cash flow* terhadap *dividend policy* yang terlihat ketika perusahaan memutuskan untuk membagikan dividend, maka arus kas bebas dalam perusahaan akan berkurang.

Perusahaan Manufaktur menggunakan aset tetap yang berskala besar dalam kegiatan operasionalnya, oleh karena itu, perusahaan sering menggunakan keuntungan yang diperoleh untuk melakukan investasi kembali pada aset-aset tetap tersebut. Sehingga, dalam penelitian ini, *free cash flow* berpengaruh positif terhadap *dividend policy* karena perusahaan akan membagikan dividen ketika perusahaan memiliki kelebihan kas.

3. Hipotesis 3: *profitability* berpengaruh positif terhadap *firm value*.

Berdasarkan hasil pengujian *Inner model*, terbukti bahwa *profitability* berpengaruh positif terhadap *firm value*. Namun, hal tersebut hanya terbukti pada tahun 2015 dan tahun 2016 saja, dimana *P value* ROA terhadap PBV pada tahun 2015 adalah $P < 0,01$ dan tahun 2016 adalah $P < 0,01$ dimana *P value* tersebut lebih kecil dari 0,05. Nilai koefisien pada tahun 2015 dan tahun 2016 adalah positif, hal ini menjelaskan bahwa *profitability* berpengaruh positif terhadap *firm value*. Maka dapat diartikan apabila perusahaan mengalami peningkatan *profitability* maka hal ini akan meningkatkan *firm value*.

Temuan penelitian ini membuktikan teori sinyaling, dimana teori sinyaling menyatakan bahwa sebuah perusahaan berkualitas baik akan memberikan sebuah sinyal kepada pasar, dengan demikian pasar diharapkan untuk membedakan perusahaan yang berkualitas baik dan buruk. Tingkat profitabilitas perusahaan yang tinggi akan berdampak pada peningkatan efisiensi dari perusahaan dalam pemanfaatan aset perusahaan untuk mendapatkan keuntungan dan menciptakan nilai perusahaan yang lebih tinggi, juga untuk meningkatkan kemakmuran pemegang saham (Handayani *et al*, 2018). Hasil penelitian ini juga didukung oleh Chen (2011) dan Nofrida (2013) dalam penelitiannya yang menunjukan bahwa *profitability* memiliki relasi positif terhadap *firm value*.

Sedangkan pada tahun 2017, tidak cukup bukti bahwa *profitability* berpengaruh positif terhadap *firm value*. Meskipun nilai koefisien hubungan ROA terhadap PBV di

tahun 2017 adalah positif, namun *P value* ROA terhadap PBV yang diperoleh pada tahun 2017 lebih besar dari 0,05 yaitu $P=0,17$. Sehingga dapat disimpulkan apabila terjadi perubahan *profitability* pada perusahaan, hal ini tidak akan mempengaruhi *firm value* dari perusahaan tersebut.

Seperti yang sudah dijelaskan pada pembahasan hipotesis 1, para investor juga dapat menilai perusahaan dengan melihat keuntungan yang dapat dicapai oleh perusahaan tersebut. Keuntungan tersebut akan menjadi pertimbangan bagi para investor, dikarenakan mereka akan menilai ketika sebuah perusahaan untung, perusahaan tersebut dapat terus berkembang dan melakukan investasi (ekspansi), ketika perusahaan melakukan investasi kembali, aset perusahaan akan bertambah, dan juga perusahaan memiliki potensi yang besar untuk membagikan dividen serta bertahan untuk jangka yang panjang. Hal ini mencerminkan kinerja perusahaan yang baik, dan perusahaan dengan kinerja yang baik akan memiliki nilai perusahaan yang baik. Oleh karena itu, didalam penelitian ini, khususnya pada tahun 2015 dan tahun 2016, *profitability* berpengaruh positif terhadap *firm value*.

Namun pada tahun 2017, *profitability* tidak berpengaruh positif terhadap *firm value*, hal ini dapat disebabkan oleh beberapa faktor. Faktor-faktor tersebut dapat berupa kondisi perekonomian Indonesia di tahun 2017 yang membaik, Inflasi yang terjadi, dan perubahan nilai tukar mata uang, kebijakan yang dibuat oleh perusahaan. Sehingga, *firm value* tidak dapat diukur hanya dari *profitability* yang diperoleh perusahaan, karena banyak hal yang membuat perusahaan tetap dapat mempertahankan *firm value*-nya tanpa menggunakan *profitability* yang mereka peroleh, dan mengalokasikan penggunaan *profitability* perusahaan untuk hal-hal yang tidak mempengaruhi *firm value*, seperti memberikan sumbangan dan lain sebagainya.

4. Hipotesis 4: *free cash flow* berpengaruh positif terhadap *firm value*.

Berdasarkan hasil pengujian *Inner model*, terbukti bahwa *free cash flow* berpengaruh positif terhadap *firm value*. Dapat dilihat pada tahun 2015 dan tahun 2017 *P value* FCF terhadap PBV pada tahun 2015 adalah $P<0,01$ dan tahun 2017 adalah $P<0,01$ dimana *P value* tersebut lebih kecil dari 0,05. Nilai koefisien pada tahun 2015 dan tahun 2017 adalah negatif, hal ini menjelaskan bahwa *free cash flow* perusahaan digunakan untuk pembagian dividen sehingga mencerminkan bahwa kinerja perusahaan baik, dimana hal ini akan meningkatkan *firm value*. Maka dapat diartikan apabila *free cash flow* perusahaan berkurang maka hal ini akan meningkatkan *firm value*. Sedangkan pada tahun 2016, hasil penelitian menyatakan bahwa tidak terbukti bahwa *free cash flow* berpengaruh positif terhadap *firm value*. *P value* FCF terhadap PBV tahun 2016 lebih besar dari 0,05 yaitu $P=0,19$ dengan nilai koefisien yang negatif.

Temuan penelitian ini membuktikan pernyataan mengenai *free cash flow* oleh Jensen (1986) yang menyatakan bahwa manajer perusahaan dengan *free cash flow* yang relatif besar dapat meningkatkan kesejahteraan pemegang saham melalui peningkatan dividend atau membeli kembali saham. *Free cash flow* tinggi mencerminkan kinerja yang tinggi dari suatu perusahaan, dan menjamin bahwa perusahaan akan membayar dividen kepada para pemegang saham.

Perusahaan manufaktur tergolong perusahaan yang memiliki arus kas operasional dan arus kas investasi yang cukup besar, oleh karena itu ketika perusahaan manufaktur dapat memiliki *free cash flow* yang lebih dari aktifitas operasional dan investasinya, maka perusahaan memiliki kinerja yang baik, selain itu juga seperti yang telah disampaikan sebelumnya dimana kelebihan arus kas perusahaan juga digunakan untuk membagikan dividen. Kinerja yang baik dari perusahaan akan mempengaruhi *firm value* dari perusahaan tersebut. Seperti hasil penelitian ini dimana *free cash flow* berpengaruh positif terhadap *firm value* khususnya pada tahun 2015 dan tahun 2017.

Namun pada tahun 2016, hasil penelitian menunjukkan bahwa *free cash flow* tidak berpengaruh positif terhadap *firm value*, hal ini dapat disebabkan oleh faktor internal perusahaan. Faktor tersebut adalah keputusan pendanaan yang dilakukan oleh perusahaan, ketika perusahaan memutuskan untuk menggunakan kelebihan arus kas tersebut untuk memenuhi kebutuhan operasional di tahun 2016, dan mempertahankan nilai perusahaan dengan menggunakan keuntungan yang dapat diperolehnya.

5. Hipotesis 5: *dividend policy* berpengaruh positif terhadap *firm value*.

Berdasarkan hasil pengujian *Inner model*, terbukti bahwa *dividend policy* berpengaruh positif terhadap *firm value*. Dapat dilihat dari hasil penelitian pada tahun 2015, tahun 2016, dan tahun 2017 yang memiliki hasil yang sama dimana *P value* dari DPR terhadap PBV lebih kecil dari 0,05 yakni $P < 0,01$. Nilai koefisien DPR terhadap PBV pada tahun 2015, tahun 2016, dan tahun 2017 adalah positif, hal ini menunjukkan bahwa DPR berpengaruh positif terhadap PBV sehingga dapat disimpulkan apabila DPR sebuah perusahaan meningkat, hal ini akan meningkatkan *firm value*.

Temuan penelitian ini serupa dengan pernyataan Ghosh dan Woolridge (1988) yang mengatakan bahwa perusahaan biasanya tidak suka mengurangi atau menghilangkan pembayaran dividen karena akan memberikan pertanda buruk terhadap kinerja perusahaan. Oleh karena itu perusahaan melakukan pengumuman dividen atau meningkatkan dividen untuk mengindikasikan bahwa kinerjanya baik, ketika perusahaan berkinerja baik, maka nilai perusahaan akan menjadi baik. Hasil penelitian ini juga didukung oleh penelitian Tamrin *et al* (2017) yang menyatakan bahwa *dividend policy* memiliki sebuah pengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Investor melakukan investasi pada perusahaan memiliki tujuan yaitu untuk memperoleh kesejahteraan. Oleh karena itu, perusahaan yang dapat membagikan dividen akan dapat meningkatkan kesejahteraan para pemegang sahamnya. Hal ini akan meningkatkan *firm value* dari perusahaan tersebut, terlebih lagi pada perusahaan manufaktur, disamping kebutuhannya atas aset-aset berskala besar, perusahaan yang mampu dan tetap membagikan dividen akan memiliki nilai yang lebih.

Dalam penelitian ini, *dividend policy* berperan sebagai variabel intervening, dengan ditemukannya hasil pada uji *inner model* yang menyatakan bahwa *dividend policy* berpengaruh langsung terhadap *firm value*, maka *dividend policy* dapat memediasi hubungan variabel bebas dengan variabel terikat dalam penelitian ini.

6. Hipotesis 6: *dividend policy* dapat memediasi *profitability* dan *firm value*.

Berdasarkan hasil uji *inner model* dan uji hipotesis, maka tidak terbukti bahwa *dividend policy* dapat memediasi *profitability* dan *firm value*. Dapat dilihat dari *P value* ROA terhadap DPR yang lebih besar dari 0,05 yaitu $P=0,50$ pada tahun 2015, tahun 2016, dan tahun 2017. Hal ini menjelaskan bahwa *profitability* tidak berpengaruh pada *dividend policy*. Meskipun *dividend policy* dapat memediasi variabel bebas dalam penelitian ini seperti yang telah dibahas sebelumnya, namun ketika *profitability* tidak berpengaruh pada *dividend policy* maka *dividend policy* tidak memediasi *profitability* terhadap *firm value*. Sehingga perubahan yang terjadi pada *profitability* perusahaan tidak akan berpengaruh terhadap *dividend policy* yang ada, dan ketika *dividend policy* tidak mengalami perubahan, maka tidak ada pengaruh yang terjadi terhadap *firm value*.

Temuan penelitian ini tidak sesuai dengan penelitian oleh Sukoco (2013) dan Wahyudi (2006) yang menyatakan bahwa *dividend payout ratio* memediasi pengaruh dari *profitability* pada *firm value*. Perusahaan-perusahaan yang berhasil mendapatkan laba besar, dimana manajer keuangan bisa mengatur dan mengendalikan laba perusahaan melalui keputusan finansial yang tepat, baik dalam penerapan atas keputusan tersebut dan kebijakan dividen sehingga investor mau untuk berinvestasi pada perusahaan.

Seperti yang telah dijelaskan pada pembahasan hipotesis 1, dimana perusahaan manufaktur membutuhkan aset-aset berupa mesin berskala besar untuk menunjang kegiatan operasionalnya, maka perusahaan menggunakan kelebihan *profitability* yang didapatnya untuk investasi kembali dibandingkan membagikan dividen. Sehingga, keputusan perusahaan atas *profitability* tidak dapat mempengaruhi *firm value* secara tidak langsung, karena perusahaan membagikan dividen tidak hanya dari *profitability* yang diperolehnya.

7. Hipotesis 7: *dividend policy* dapat memediasi *free cash flow* dan *firm value*.

Berdasarkan hasil uji *inner model* dan uji hipotesis, maka terbukti bahwa *dividend policy* dapat memediasi *free cash flow* dan *firm value*. Dapat dilihat dari *P value* FCF terhadap DPR yang lebih kecil dari 0,05 yaitu $P<0,01$ pada tahun 2015, tahun 2016, dan tahun 2017. Hal ini menjelaskan bahwa *free cash flow* berpengaruh pada *dividend policy*. Sehingga perubahan yang terjadi pada *free cash flow* perusahaan akan berpengaruh terhadap *dividend policy* yang ada, dan ketika *dividend policy* mengalami perubahan, maka akan ada pengaruh yang terjadi terhadap *firm value*.

Temuan penelitian ini didukung oleh pernyataan Keren (2014) yaitu “*forget earnings*”, dimana pernyataan tersebut menyatakan bahwa kegiatan perusahaan menghasilkan laba, keberadaan *free cash flow* masih sangat dibutuhkan untuk memastikan bahwa dividen dapat dibagikan. Dalam penelitiannya, Keren menemukan bahwa *dividend policy* memediasi hubungan antara *free cash flow* dan *firm value*, karena keberadaan *free cash flow* akan menimbulkan kondisi dimana dividen akan dibagikan dan pembagian dividen dapat meningkatkan harga saham yang nantinya akan meningkatkan nilai perusahaan.

Seperti yang telah disampaikan pada pembahasan hipotesis 1 dan hipotesis 6 bahwa perusahaan manufaktur menggunakan *profitability* yang diperolehnya untuk investasi kembali pada aset-aset berskala besar untuk menunjang operasional perusahaan tersebut.

Maka dari itu, perusahaan menggunakan *free cash flow* untuk membagikan dividen, ketika perusahaan mampu membagikan dividen, hal ini dapat meningkatkan kesejahteraan para pemegang saham, sehingga akan mempengaruhi *firm value* dari perusahaan tersebut.

KESIMPULAN

Berdasarkan pengujian hipotesis dan pembahasan penelitian, maka dapat disimpulkan sebagai berikut:

1. Terbukti bahwa *free cash flow* berpengaruh positif dan signifikan terhadap *firm value* pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI.
2. Terbukti bahwa *profitability* berpengaruh positif dan signifikan terhadap *firm value* pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI.
3. Terbukti bahwa *free cash flow* berpengaruh positif dan signifikan terhadap *dividend policy* pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI.
4. Tidak terbukti bahwa *profitability* berpengaruh positif terhadap *dividend policy* pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI.
5. Terbukti bahwa *dividend policy* berpengaruh positif terhadap *firm value* pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI.
6. Tidak terbukti bahwa *dividend policy* dapat memediasi *profitability* dan *firm value* perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI.
7. Terbukti bahwa *dividend policy* dapat memediasi *free cash flow* dan *firm value* perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI.

SARAN

Dari kesimpulan yang telah dibuat, saran yang dapat diberikan penulis berkaitan dengan penelitian yang telah dilakukan antara lain:

1. Dalam melakukan suatu investasi pada sebuah perusahaan khususnya di sektor manufaktur, sebaiknya para investor memperhatikan faktor-faktor yang dapat mempengaruhi nilai perusahaan tersebut.
2. Hasil ini dapat dijadikan pertimbangan dimana perusahaan sektor manufaktur dapat lebih peka lagi terhadap faktor fundamental dan informasi lain yang dapat mempengaruhi nilai perusahaan tersebut.
3. Dalam penelitian ini, data yang digunakan tidak lolos *Chow Test* yang artinya data yang digunakan tidak saling memiliki kesamaan koefisien yang artinya data tersebut tidak dapat saling berpengaruh. Maka peneliti selanjutnya dapat menambahkan variabel-variabel lain yang berkaitan, mengubah data (*transformasi*), menggunakan indikator pengukuran yang berbeda atau menambah indikator pengukuran atas variabel tersebut.
4. Dalam penelitian ini pengambilan sampel dalam periode 2015-2017 dengan total data untuk dianalisis sebanyak 180 unit adalah perusahaan sektor manufaktur, maka peneliti selanjutnya dapat mengembangkan untuk sektor di luar manufaktur.

DAFTAR PUSTAKA

- Arieska, M., & Gunawan, B. (2011). Pengaruh aliran kas bebas dan keputusan pendanaan terhadap nilai pemegang saham dengan set kesempatan investasi dan dividen sebagai variabel moderasi. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*, 13(1), 13-23.
- Chen, Li-Ju (2011), *The Influence of Profitability on Firm Value with Capital Structure as The Mediator and Firm Size and Industry as Moderators*, Investment Management and Financial Innovations, Vol.8, No.3, pp 121-128.
- Cohee, G. L., Piccolo, R. F., & Kiyamaz, H. (2020). Impacts of Free Cash Flow on Firm Performance during Market Contractions. *International Journal of Business*, 25(3), 230-248.
- Easterbook, F.H. (1984), Two Agency-Cost Explanations of Dividends, *The American Economic Review*, Vol. 74, pp 650-659.
- Fuller, K., & Blau, B. M. (2010). Signaling, free cash flow and “nonmonotonic” dividends. *Financial Review*, 45(1), 21-56.
- Ghosh, C., & Woolridge, J. R. (1988). An analysis of shareholder reaction to dividend cuts and omissions. *Journal of financial research*, 11(4), 281-294.
- Ghozali, I. (2013), *Aplikasi Analisis Multivariete dengan Program Ibm SPSS 21*, Edisi 8, Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Handayani, I. A. R. P., Dodik, A., Rasmini, N. K., & Widanaputra, A. A. G. P. (2018). The Effect of Profitability, Institutional Ownership on The Value of the Company with Dividend Policy as a Mediation. *International of Science: Basic and Applied Research (IJSBAR)* Vol, 41, 234-242.
- Haugen, R. A. (1996). Finance from a new perspective. *Financial management*, 25(1), 86-97.
- Husnan, Suad (2001), *Basics of Portfolio Theory and Securities Analysis*, Yogyakarta: UPP AMP YKPN.
- Indriyani, E. (2017). Pengaruh ukuran perusahaan dan profitabilitas terhadap nilai perusahaan. *Akuntabilitas: Jurnal Ilmu Akuntansi*, 10(2), 333-348.
- Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American economic review*, 76(2), 323-329.
- Jensen, M. dan W. Meckling (1976), *Theory of the Firm Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure*, *Journal of Financial Economics* 3, pp 305-306.
- Jensen, Michael C.(1988), *Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and The Market for Takeovers*, *American Economic Review* 76, pp 323-329.
- Karasek III, R., & Bryant, P. (2012). Signaling theory: Past, present, and future. *Academy of Strategic Management Journal*, 11(1), 91.
- Kereh, S.I. (2014), *The Influence of Free Cash Flow on The Firm Value Using Dividend Policy as A Mediating Variable*, University of Atma Jaya Yogyakarta.
- Lai, E. K. S., Latiff, A. R. A., Keong, O. C., & Qun, T. C. (2020). The Impact of Free Cash Flow on Firm's Performance: Evidence from Malaysia. In *Eurasian Economic Perspectives* (pp. 3-16). Springer, Cham.

- Lastri, A. (2014), Tesis: *Effect of Profitability, Growth Opportunity and Capital Structure Of Company Value (Studies in Banking Companies Listed on the Stock Exchange Period 2011-2013)*, Malang: University of Brawijaya.
- Mardiyati et al (2012), *Effect of Dividend Policy, Debt Policy and Profitability on the Value of Manufacturing Companies Listed on the Indonesia Stock Exchange (IDX) Period 2005-2010*, Indonesian Science Management Research Houral (HRMSI), Vol. 3, No. 1.
- Mas'ud, M. (2008), Disertasi: Faktor-Faktor Penentu Struktur Modal serta Dampaknya terhadap Nilai Perusahaan, Malang: Universitas Brawijaya.
- Mills, J., Bible, L., & Mason, R. (2002). Defining free cash flow. *The CPA Journal*, 72(1), 36.
- Myers, S. dan Majluf N. (1984), *Corporate Financing and Investment Decision when Firms Have Information Investors Do Not Have*, Journal of Financial Economics, Vol. 13, pp 187-221.
- Najjar, Al dan Basil (2012), *Dividens Behavior and Smoothing New Evidence From Jordanian Panel Data*, University of the West of England, Vol.1, page 1-27.
- Nasution, A. Y. (2020). THE INFLUENCE OF FREE CASH FLOW, AUDIT COMMITTEE, MANAGERIAL OWNERSHIP AND FIRM SIZE ON FIRM VALUE WITH CORPORATE SOCIAL RESPONSIBILITY AS MODERATING VARIABLE IN BASIC INDUSTRY AND CHEMISTRY SECTOR COMPANIES LISTED IN INDONESIAN STOCK EXCHANGE. *International Journal of Public Budgeting, Accounting and Finance*, 3(1), 238-250.
- Nofrida, R. (2013), *The Effect of Profitability on Company Values with Dividend Policy as Intervening Variables (Empirical Study on Manufacturing Companies Listed on the IDX)*, FE Journal of Padang State University.
- Noviyanto, A. (2016). Pengaruh Laba Bersih, Arus Kas Operasi, dan Likuiditas Terhadap Kebijakan Dividen. *Jurnal Profita: Kajian Ilmu Akuntansi*, 4(8).
- Nurlela,, R dan Islahuddin (2008), *The Influence of Corporate Social Responsibility on Company Values with Profitability and Percentage of Management Ownership as Moderating Variables*, Pontianak: Accounting National Association XI, pp 23-24.
- Purnawati, N. K. (2016). Pengaruh profitabilitas, struktur kepemilikan, pertumbuhan perusahaan dan efektivitas usaha terhadap kebijakan dividen pada perusahaan manufaktur. *E Jurnal Manajemen Unud*, 5(2).
- Putri, G. A. P., & Chabachib, M. (2013). *Analisis Pengaruh Kepemilikan Institusional, Free Cash Flow, Investment Opportunity Set Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Kebijakan Hutang Sebagai Variabel Intervening (Studi Kasus pada Perusahaan Non Keuangan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2008–2011)* (Doctoral dissertation, Fakultas Ekonomika dan Bisnis).
- Rosalina, R. (2014). Pengaruh free cash flow terhadap nilai perusahaan melalui keputusan pendanaan dan kebijakan dividen pada perusahaan manufaktur yang listing di BEI tahun 2012. *Pengaruh free cash flow terhadap nilai perusahaan melalui keputusan pendanaan dan kebijakan dividen pada perusahaan manufaktur yang listing di BEI tahun 2012/Reni Rosalina*.
- Rosdini, D. (2005). Pengaruh Free Cash Flow Terhadap Deviden Policy. *Retrieved from: <http://pustaka.unpad.ac.id/archives>, 17843*.
- Ross et al (2003), *Fundamentals of Corporate Finance*, Boston: Irwin McGraw-Hill.
- Sari, K. H. W. (2015). *Pengaruh Profitabilitas terhadap Nilai Perusahaan dengan Kebijakan Dividen sebagai Variabel Intervening pada Perusahaan LQ45 di Bursa Efek Indonesia* (Doctoral dissertation, STIE PERBANAS SURABAYA).

- Sartono, A. (2008), *Manajemen Keuangan, Teori dan Aplikasi*, Edisi-4 cetakan kedua, BPFE UGM Yogyakarta.
- Sholihin, M. dan Ratmono D. (2013), *Analisis SEM-PLS dengan WarpPLS 3.0 Untuk Hubungan Nonlinier dalam Penelitian Sosial dan Bisnis*, Yogyakarta: Penerbit ANDI.
- Sujoko dan Ugi Soebiantoro (2007), *Effect of Share Ownership Structure, Leverage, Internal Factors and External Factors on Company Values*, *Journal of Management and Entrepreneurship*, Vol. 9, No 1, pp 41-48.
- Sukini, Dwi (2012), *Managerial Ownership, Institutional Ownership, Dividend Policy, and Debt Policy Analysis of Corporate Values*, *Accounting Analysis Journal*, State University of Malang, Vol. 2, No. 1, pages 1-12.
- Sukoco, Heri (2013), *Analysis of the Effect of Debt to Equity Ratio, Profitability, Firm Size and Liquidity on Company Value Through Mediation of Dividend Payout Ratio (Study on Manufacturing Industry in the Indonesia Stock Exchange Period 2009-2011)*, *Business Journal Strategy*, Vol. 22, No. 2.
- Tamrin et al (2017), *Effect on Profitability and Dividend Policy on Corporate Governance and Firm Value : Evidence from the Indonesian Manufacturing Sectors*, *Journal of Business and Management IOSR-JBM*, Vol. 19, Issue 10. Ver. VIII, PP 66-74.
- Wahyudi, U. dan Pawestri H.P. (2006), *Implications of Ownership Structure Against Company Value: With Financial Decisions as Intervening Variables*, *Accounting Symposium 9 Padang*, pp. 1-25.
- Wang, G. Y. (2010). The impacts of free cash flows and agency costs on firm performance. *Journal of Service Science and Management*, 3(04), 408.
- Weston, J.F. dan T.E. Copeland (1997), *Manajemen Keuangan*, Edisi Kesembilan, Jakarta: Binarupa Kasara.
- White, I Gerald et al (2003), *The Analysis and Use of Financial Management*, John Wiley & Sons, Inc.
- Wirakusuma, M. G. (2014). GOOD CORPORATE GOVERNANCE MEMODERASI PROFITABILITAS LEVERAGE ARUS KAS BEBAS DENGAN KEBIJAKAN DIVIDEN. *E Jurnal Akuntansi Universitas Udayana*, 8(2).