

**PENGARUH KEBIJAKAN DIVIDEN DAN KEPUTUSAN INVESTASI TERHADAP NILAI PERUSAHAAN DENGAN *FREE CASH FLOW* SEBAGAI VARIABEL MODERASI (Studi Empiris pada Perusahaan Manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2015-2016)**

**Tika Karmina Alien**

Program Studi Akuntansi Fakultas Ekonomi dan Bisnis

Universitas Muhammadiyah Yogyakarta

tikakarmina@gmail.com

**ABSTRACT**

*The aims of this research are to know: (1) the influence positive of dividend policy to corporate value, (2) the influence positive of investment decision to corporate value, (3) the influence of free cash flow moderate the relationship of dividend policy to corporate value, and (4) the influence of free cash flow moderate the relationship of investment decision to corporate value. The population in this study are manufacturing companies listed on the Indonesia Stock Exchange (IDX) from 2015 until 2016. The sample was 52 companies by using purposive sampling method. Test performed include: descriptive statistic, classical assumptions, multiple regression, coefficient of determination, F test, t test and moderated regression analysis. The results of this research show that the effect of dividend policy to the corporate value was positive, investment decision to the corporate value was positive, free cash flow can not moderate the relationship of dividend policy with corporate value, and free cash flow can moderate the relationship of investment decision with corporate value.*

*Keyword: Corporate Value, Dividend Policy, Investment Decision, Free Cash Flow*

**PENDAHULUAN**

Tingginya nilai perusahaan merupakan bagian dari tujuan jangka panjang perusahaan karena investor akan lebih tertarik pada perusahaan yang memiliki nilai perusahaan yang tinggi sehingga tertarik untuk menanamkan sahamnya dan berinvestasi pada perusahaan. Nilai perusahaan merupakan persepsi investor terhadap perusahaan, yang

sering dikaitkan dengan harga saham (Hermuningsih dan Wardani, 2009). Dengan tingginya harga saham dapat membuat kepercayaan pemegang saham terhadap prospek perusahaan dimasa depan akan tinggi, sehingga jika harga saham tinggi maka nilai perusahaan akan tinggi.

Pembagian laba yang dimiliki perusahaan dalam bentuk dividen kepada pemegang saham merupakan tujuan

perusahaan menjalankan bisnis. Perusahaan yang secara rutin membagikan dividen kepada pemegang saham menunjukkan keberhasilan manajemen dalam mengelola perusahaan sekaligus dapat menunjukkan stabilnya *cash flow* yang dimiliki perusahaan dan secara tidak langsung pembagian dividen akan meningkatkan kepercayaan pemegang saham terhadap perusahaan. Perusahaan yang membagikan dividen kepada pemegang saham dapat meningkatkan harga saham yang akan berdampak pada tingginya nilai perusahaan karena harga saham merupakan cerminan dari nilai perusahaan (Susanti, 2010).

Pembagian dividen tunai kepada pemegang saham ditentukan dari ketersediaan kas yang dimiliki perusahaan berupa *free cash flow* (Sutrisno 2001). Jika *free cash flow* perusahaan tinggi, maka perusahaan dapat membagikannya sebagai dividen sehingga keputusan membagikan dividen menggunakan *free cash flow* akan lebih baik dari pada membagikan dividen dari hutang yang dilakukan perusahaan. Oleh karena itu, tingginya *free cash flow* dapat mendorong

tingginya pembagian dividen dari dana yang dimiliki oleh perusahaan sehingga akan mempengaruhi nilai perusahaan.

Keputusan lainnya yang dapat mempengaruhi nilai perusahaan adalah keputusan investasi. Tujuan perusahaan dalam keputusan investasi ini untuk meningkatkan keuntungan yang lebih besar bagi perusahaan yang dapat meningkatkan nilai perusahaan. Keputusan investasi merupakan pengeluaran dana saat ini yang dilakukan oleh perusahaan dengan harapan akan mendapatkan arus kas yang lebih besar dari dana yang dikeluarkan saat ini (Pujiati dan Widanar, 2009). Berdasarkan *signalling theory* pengeluaran yang dilakukan perusahaan dalam bentuk investasi merupakan sinyal positif bagi pertumbuhan perusahaan dengan meningkatnya harga saham sebagai indikator nilai perusahaan (Wahyudi dan Pawestri (2006). Pengeluaran investasi dapat memberikan keuntungan yang besar bagi perusahaan sehingga dapat meningkatkan harga saham di pasar modal yang merupakan indikator dari meningkatnya nilai perusahaan. Pengeluaran investasi dapat menggunakan

*free cash flow* yang dimiliki perusahaan untuk meningkatkan investasinya.

*Free cash flow* merupakan kelebihan kas perusahaan yang dapat dibagikan kepada investor atau dapat digunakan untuk investasi yang tidak digunakan untuk modal kerja atau investasi pada aset. Kelebihan kas ini dapat menyebabkan konflik bagi manajemen dan pemegang saham. Manajemen menginginkan bahwa sisa kas dapat digunakan untuk diinvestasikan kembali agar mendapatkan keuntungan yang besar. Namun pemegang saham akan lebih menginginkan sisa kas untuk di distribusikan sebagai dividen sehingga dapat meningkatkan kemakmuran bagi pemegang saham.

Tingginya nilai perusahaan dapat dipengaruhi oleh kebijakan dividen dan keputusan investasi yang pengambilan keputusan dari kedua kebijakan tersebut dapat dipengaruhi oleh ketersediaan *free cash flow* yang dimiliki perusahaan. Pembagian dividen dan investasi yang tinggi dengan dibiayai oleh hutang akan mengakibatkan risiko yang tinggi sehingga mengurangi kepercayaan investor dan dapat menurunkan harga pasar saham

yang mengakibatkan nilai perusahaan menurun. Ketika perusahaan memiliki *free cash flow* maka perusahaan dapat membagikan dividen kepada pemegang saham atau memilih untuk menginvestasikan kembali *free cash flow* yang ada untuk mendapatkan keuntungan yang lebih besar sehingga penggunaan *free cash flow* dapat mengurangi hutang yang dilakukan perusahaan, hal ini dapat meningkatkan nilai perusahaan.

## **TINJAUAN LITERATUR DAN PENURUNAN HIPOTESIS**

### **Landasan Teori**

#### ***1. Signalling Theory***

*Signalling theory* merupakan sinyal yang diberikan oleh pihak internal kepada pemegang saham sebagai pihak eksternal berupa informasi yang lengkap mengenai kondisi perusahaan, sehingga pihak internal harus memberikan informasi laporan keuangan kepada pihak eksternal. Menurut Spence (1973) dapat terjadi asimetri informasi antara kedua pihak jika salah satu pihak tidak memberikan informasi yang tidak relevan

karena pihak internal perusahaan memiliki informasi yang lebih banyak dari pihak eksternal.

*Signalling theory* mendukung tingginya nilai perusahaan karena dengan memberikan sinyal kepada investor berupa informasi yang dapat dipercaya maka dapat menarik perhatian para investor. Investor dapat menilai perusahaan dari informasi laporan keuangan dan aktivitas yang dilakukan perusahaan.

Menurut Wahyudi dan Pawestri (2006), pembagian dividen merupakan sinyal positif dari prospek perusahaan karena tingginya dividen yang dibagikan kepada investor dapat memberikan sinyal positif mengenai kinerja perusahaan sehingga dapat menarik perhatian investor. Menurut Wahyudi dan Pawestri (2006) perusahaan yang mengeluarkan dananya untuk berinvestasi merupakan sinyal positif tentang pertumbuhan perusahaan di masa mendatang. Pengeluaran perusahaan untuk investasi akan meningkatkan keuntungan bagi perusahaan sehingga harga saham juga akan meningkat yang akan diikuti oleh tingginya nilai

perusahaan karena harga saham sebagai indikator dari nilai perusahaan.

## **2. Agency Theory**

Jensen dan Meckling (1976) dalam Kusumaningrum (2013) teori agensi menggambarkan hubungan keagenan pihak agen dengan prinsipal. Manajemen sebagai agen adalah pihak yang diberi kepercayaan oleh pemegang saham sebagai prinsipal untuk mengelola aset atau kekayaan yang dimiliki oleh prinsipal dan mengambil setiap keputusan berdasarkan kepentingan pemegang saham. Manajemen yang diberikan wewenang oleh pemegang saham untuk mengelola usahannya harus menyampaikan laporan keuangan kepada pemegang saham karena manajemen memiliki lebih banyak informasi mengenai perusahaan dibandingkan dengan pemegang saham.

Perusahaan yang memiliki *free cash flow* yang tinggi kemungkinan terjadi perbedaan kepentingan antara agen dan prinsipal akan tinggi. Hal ini dapat terjadi karena kekhawatiran dari pemegang saham bahwa pihak manajemen menggunakan *free cash flow* untuk kepentingan pribadi dengan

berinvestasi yang kurang menguntungkan. Para pemegang saham mengharapkan perusahaan yang memiliki *free cash flow* yang tinggi dibagikan sebagai dividen kepada pemegang saham untuk meningkatkan kesejahteraannya. Namun jika *free cash flow* perusahaan hanya dibagikan sebagai dividen, maka kemampuan manajemen untuk meningkatkan pertumbuhan perusahaan akan terbatas karena dananya akan berkurang.

### **3. Nilai Perusahaan**

Nilai perusahaan merupakan kondisi positif yang dicapai oleh perusahaan setelah melakukan kegiatan mulai didirikan sampai sekarang. Nilai perusahaan merupakan prestasi bagi pemilik perusahaan tersebut, nilai perusahaan yang tinggi akan meningkatkan kemakmuran pemiliknya. Menurut Sujoko dan Soebiantoro (2007) nilai perusahaan merupakan persepsi investor terhadap perusahaan terhadap keberhasilan yang dicapai oleh perusahaan yang dikaitkan dengan harga saham.

### **4. Kebijakan Dividen**

Dividen merupakan pembayaran yang dilakukan perusahaan kepada pemegang

saham atas investasi dalam perusahaan yang telah menjadi hak pemegang saham. Dividen dibagikan berdasarkan keputusan dalam RSUP (Rapat Umum Pemegang Saham). Dividen yang dibagikan sesuai dengan proporsi dan jenis modal tertentu yang dimiliki oleh pemegang saham.

Kebijakan dividen merupakan kebijakan yang diambil perusahaan atas laba yang diperoleh dibagikan sebagai dividen kepada pemegang saham atau ditahan sebagai laba ditahan untuk digunakan dalam bentuk investasi. Pembagian dividen ini dapat mengurangi laba ditahan.

### **5. Keputusan Investasi**

Keputusan investasi merupakan keputusan perusahaan yang berkaitan dengan pengalokasian dana dari dalam maupun luar perusahaan dalam bentuk investasi. Keputusan investasi ini merupakan harapan keuntungan tinggi yang akan diperoleh perusahaan di masa yang akan datang. Fama (1978) dalam Hasnawati (2005) menyatakan bahwa nilai perusahaan semata-mata ditentukan oleh keputusan investasi. Pendapat ini dapat diartikan bahwa untuk meningkatkan

nilai perusahaan diperlukannya keputusan investasi yang tepat. Keputusan investasi yang tepat akan menghasilkan kinerja yang optimal sehingga dapat meningkatkan harga saham serta nilai perusahaan.

#### **6. Free Cash Flow**

*Free cash flow* (aliran kas bebas) merupakan kas yang tersisa setelah seluruh proyek yang menghasilkan *net present value* positif dilakukan (Jensen, 1986). Perusahaan yang memiliki *free cash flow* yang tinggi dianggap memiliki kinerja yang lebih baik karena perusahaan tersebut memiliki keuntungan yang lebih tinggi dari berbagai kegiatan yang dilakukan perusahaan dibandingkan dengan perusahaan lainnya yang memiliki *free cash flow* yang rendah maupun *free cash flow* yang negatif. Perusahaan dengan *free cash flow* yang tinggi akan lebih dapat bertahan dalam situasi yang buruk. Sedangkan aliran kas bebas negatif perusahaan tersebut memiliki sumber dana internal yang tidak mencukupi untuk kegiatan perusahaan sehingga memerlukan dana dari luar, dapat berupa hutang ataupun penerbitan saham baru (Rosdini, 2009).

### **Penurunan Hipotesis**

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

Kebijakan dividen merupakan keputusan mengenai besarnya laba yang diperoleh perusahaan untuk dibagikan kepada pemegang saham sebagai dividen yang menjadi hak bagi pemegang saham yang telah menanamkan sahamnya kepada perusahaan. Perusahaan dapat membagikan laba bersih yang dimilikinya kepada pemegang saham sebagai dividen. Berdasarkan *signalling theory*, pembagian dividen merupakan sinyal bagi penilaian yang dilakukan oleh pemegang saham bahwa perusahaan memiliki kinerja yang baik dan akan semakin berkembang dimasa mendatang dengan membagikan dividen yang tinggi. Sehingga semakin tinggi dividen yang dibayarkan maka dapat meningkatkan kepercayaan investor terhadap perusahaan yang selanjutnya akan meningkatkan harga saham sebagai indikator nilai perusahaan.

Pada penelitian Hasnawati (2005) kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Penelitian yang

sama juga dilakukan oleh Wijaya dan Wibawa (2010) dan Mursalim (2011) menyatakan bahwa kebijakan dividen berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Fajarlan (2015) dan Clementin (2016) menemukan bahwa kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Dalam penelitian tersebut beranggapan bahwa tingginya dividen yang dibagikan akan meningkatnya nilai perusahaan.

Kebijakan dividen memiliki pengaruh yang positif terhadap nilai perusahaan. Semakin besar dividen yang dibagikan kepada pemegang saham, maka investor akan menganggap bahwa perusahaan memiliki kinerja yang baik sehingga akan banyak investor yang tertarik untuk menanamkan sahamnya pada perusahaan tersebut yang berdampak pada harga saham yang tinggi. Hal ini akan meningkatkan nilai perusahaan.

### **H<sub>1</sub>: Kebijakan Dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan**

#### 2. Pengaruh Keputusan Investasi terhadap Nilai Perusahaan

Keputusan investasi merupakan keputusan yang sangat penting untuk

meningkatkan nilai perusahaan. Pengalokasian aktiva yang dimiliki perusahaan untuk pilihan investasi yang menguntungkan dimasa mendatang akan memperbesar keuntungan perusahaan dan memakmurkan para pemegang saham. Berdasarkan *signalling theory*, perusahaan yang melakukan kegiatan investasi memberikan sinyal positif terhadap perusahaan dimasa depan yang dapat meningkatkan harga saham sebagai indikator dari nilai perusahaan Wahyudi dan Pawestri (2006).

Penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Pamungkas dan Puspaningsih (2013) menyatakan bahwa keputusan investasi berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Penelitian lain yang dilakukan oleh Wahyuni, dkk (2013) dan Clementin (2016), menyatakan bahwa keputusan investasi juga berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Penelitian Hasnawati (2005) menemukan bahwa investasi berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian yang sama dapat diketahui pada penelitian Fajarlan

(2015) dan Rakhimsyah dan Gunawan (2011) yang membuktikan bahwa keputusan investasi berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan.

Keputusan investasi memiliki pengaruh yang positif terhadap nilai perusahaan. Apabila suatu perusahaan melakukan keputusan investasi untuk berinvestasi yang dinilai menghasilkan keuntungan yang tinggi, maka dapat meningkatkan laba perusahaan sehingga akan membuat investor tertarik menanamkan sahamnya. Semakin tinggi permintaan saham dari nilai yang tercatat pada neraca perusahaan akan berdampak pada nilai saham yang tinggi dan nilai perusahaan juga akan meningkat.

## **H<sub>2</sub>: Keputusan investasi berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.**

### **3. *Free Cash Flow* sebagai Variabel Moderasi antara Hubungan Kebijakan Dividen terhadap Nilai Perusahaan**

Dalam teori sinyal, perusahaan harus memberikan sinyal kepada pihak luar perusahaan untuk meningkatkan nilai perusahaan. Salah satu sinyal yang dapat

diberikan oleh perusahaan untuk meningkatkan nilai perusahaan adalah informasi pembagian dividen. Perusahaan yang membagikan dividen akan meningkatkan kepercayaan investor terhadap perusahaan. Investor akan memberikan tekanan kepada perusahaan untuk membagikan dividen. Untuk tetap mempertahankan kepercayaan investor terhadap perusahaan, membagikan dividen menggunakan *free cash flow* perusahaan akan lebih baik dari pada menggunakan hutang yang dapat mengurangi kepercayaan investor terhadap perusahaan. Semakin tinggi dividen yang dibayarkan kepada investor dengan menggunakan dana milik perusahaan maka kepercayaan investor kepada perusahaan juga semakin tinggi. Meningkatnya jumlah investor dalam permintaan atau pembelian saham, akan meningkatkan pula harga saham perusahaan. Meningkatnya harga saham tersebut secara tidak langsung juga akan meningkatkan nilai perusahaan.

Pembagian dividen kepada pemegang saham dapat dibagikan berupa dividen tunai yang ditentukan berdasarkan ketersediaan kas



berupa *free cash flow* perusahaan (Sutrisno dalam Rosdini, 2009). Jensen (1986) menyatakan *free cash flow* yang dimiliki perusahaan akan lebih baik jika dibagikan sebagai dividen atau untuk melunasi hutang yang tujuannya agar terhindar dari investasi yang kurang menguntungkan. Tingginya *free cash flow* dapat memberikan tekanan pemegang saham kepada manajer untuk membagikan *free cash flow* tersebut sebagai dividen.

*Free cash flow* dapat memperkuat hubungan antara kebijakan dividen dengan nilai perusahaan karena dengan *free cash flow* yang dimiliki perusahaan dapat mengurangi hutang yang digunakan untuk membagikan dividen kepada pemegang saham yang nantinya dapat mempengaruhi nilai perusahaan. Dengan pembagian dividen yang tinggi kepada investor dapat meningkatkan harga saham yang akan berdampak pada tingginya nilai perusahaan karena harga saham merupakan cerminan dari nilai perusahaan.

### **H<sub>3</sub>: *Free cash flow* mampu memoderasi pengaruh kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan**

#### 4. *Free Cash Flow* sebagai Variabel Moderasi antara Pengaruh Keputusan Investasi terhadap Nilai Perusahaan

Perusahaan yang memiliki *free cash flow* positif memiliki kesempatan untuk mengembangkan usahanya. *Free cash flow* yang dimiliki perusahaan dapat digunakan untuk berinvestasi. Adanya peluang investasi akan memberikan sinyal positif terhadap pertumbuhan perusahaan dimasa yang akan datang sehingga dapat menaikkan harga saham, ketika harga saham naik maka nilai perusahaan juga akan meningkat. Investasi yang tinggi dengan dibiayai oleh hutang akan mengakibatkan risiko yang tinggi sehingga mengurangi kepercayaan investor dan dapat menurunkan harga pasar saham yang mengakibatkan nilai perusahaan menurun. Perusahaan dapat meningkatkan peluang investasi dengan menggunakan ketersediaan *free cash flow* untuk berinvestasi sehingga akan meningkatkan investasi yang dilakukan perusahaan.

Berdasarkan penelitian Richardson (2006) perusahaan yang memiliki *free cash flow* positif terbukti melakukan *overinvestment*, yaitu investasi secara berlebihan. *Free cash flow* dapat memperkuat hubungan antara keputusan investasi terhadap nilai perusahaan karena *free cash flow* yang digunakan perusahaan untuk berinvestasi dapat meningkatkan kesempatan investasi yang lebih besar serta memilih keputusan investasi yang tepat dan kegiatan investasi yang menguntungkan dapat meningkatkan keuntungan perusahaan sehingga dapat memberikan sinyal positif bagi pertumbuhan perusahaan yang akan meningkatkan harga saham serta meningkatkan nilai perusahaan.

**H<sub>4</sub>: *Free cash flow* mampu memoderasi pengaruh keputusan investasi terhadap nilai perusahaan.**

## **METODE PENELITIAN**

Obyek yang digunakan sebagai sampel dalam penelitian ini adalah dengan mengambil data dari perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada periode 2015-2016 dan mempunyai

laporan keuangan yang lengkap. Jenis data dalam penelitian ini adalah data sekunder yang didapatkan dari laporan keuangan perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada periode 2015-2016 yang memenuhi kriteria sampel penelitian. Data laporan tahunan dan laporan keuangan tersebut didapat dari website BEI ([www.idx.co.id](http://www.idx.co.id)). Sedangkan data harga saham dapat diperoleh melalui [www.yahoofinance.com](http://www.yahoofinance.com) dan jumlah saham yang beredar diperoleh dari [www.sahamok.com](http://www.sahamok.com).

## **Definisi Operasional Variabel Penelitian**

Berdasarkan teori dan hipotesis penelitian, maka variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut :

### 1. Variabel Dependen

Variabel dependen atau variabel terikat merupakan variabel yang dipengaruhi atau yang menjadi akibat karena adanya variabel independen atau variabel bebas. Variabel dependen dalam penelitian ini adalah nilai perusahaan yang diukur dengan

menggunakan Tobin's q. Nilai Tobin'q dihasilkan dari penjumlahan nilai pasar saham (*total market value*) dan nilai pasar hutang (*total book value of liabilities*) dibandingkan dengan nilai buku total aset (*total book value of assets*). Rasio Tobin's q yang masuk dalam kategori rendah ialah yang bernilai 0 hingga 1 yang artinya investasi dalam aktiva tersebut tidak menarik, sedangkan jika nilai rasio lebih dari 1 masuk dalam kategori Tobin's q tinggi artinya investasi tersebut menghasilkan laba yang memberikan nilai lebih tinggi dari pada pengeluaran investasi (Herawaty, 2009).

Tobin's q diukur dengan rumus:

$$Q = \frac{(EMV + D)}{(EBV + D)}$$

Keterangan:

- EMV (Nilai Pasar Ekuitas)= P (*Closing Price*) x Q *shares* (Jumlah saham yang beredar)
- D (Debt) = Nilai buku dari total hutang
- EBV= Nilai buku dari total ekuitas

## 2. Variabel Independen

Variabel independen atau variabel bebas merupakan variabel yang mempengaruhi variabel yang lain atau variabel yang diduga sebagai sebab dari

variabel dependen atau variabel terikat. Dalam penelitian ini yang menjadi variabel independen adalah sebagai berikut:

### a. Kebijakan Dividen

Dalam penelitian Wahyudi dan Prawestri (2006) Rasio pembayaran dividen adalah persentase laba yang dibayarkan kepada para pemegang saham dalam bentuk kas. Kebijakan dividen merupakan kebijakan terkait pendistribusian laba kepada pemegang saham berupa dividen yang diprosikan dengan *Dividen Payout Ratio* (Dewi dan Putra, 2014). DPR dihitung dengan rumus:

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

### b. Keputusan Investasi

Keputusan investasi merupakan keputusan perusahaan tentang dana perusahaan yang berasal dari dalam maupun luar perusahaan yang akan dialokasikan dalam bentuk investasi. Berdasarkan penelitian Wijaya dan Wibawa (2010) keputusan investasi dapat diprosikan dengan *Price Earning Ratio* (PER). PER menunjukkan perbandingan antara harga penutupan saham dengan laba per lembar

saham. PER dihitung dengan rumus sebagai berikut :

$$PER = \frac{\text{Harga penutupan saham}}{\text{Laba per lembar saham}}$$

### 3. Variabel Moderasi

Variabel moderasi adalah variabel yang dapat memperkuat atau memperlemah hubungan antara variabel terikat dan variabel bebas (Sekaran, 2006). Variabel moderasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah *free cash flow*. *Free cash flow* merupakan kelebihan arus kas bersih dari aktivitas operasi setelah digunakan untuk mendanai proyek dengan *net present value* yang positif. Berdasarkan penelitian Dewi dan Putra (2017) *free cash flow* diformulasikan sebagai berikut:

$$\text{Free Cash Flow} = \text{Arus Kas Bersih Operasi} - \text{Belanja Modal}$$

$$\text{Free Cash Flow} = \frac{\text{Free Cash Flow}}{\text{Total Aktiva}} \times 100\%$$

### Analisis Data

Analisis data yang digunakan untuk menguji hipotesis dalam penelitian ini adalah regresi berganda dan *moderated regression analysis* (MRA). Pengujian hipotesis dalam

penelitian ini dilakukan dengan menggunakan software komputer yaitu SPSS. Rumus model regresi untuk penelitian ini adalah sebagai berikut :

$$NP = \alpha + \beta_1DPR + \beta_2PER + e \dots \dots \dots (1)$$

$$NP = \alpha + \beta_1DPR + \beta_2PER + \beta_3FCF + \beta_4DPR.FCF + \beta_4DPR.FCF + e \dots \dots \dots (2)$$

Keterangan :

- NP = Nilai perusahaan
- $\alpha$  = Konstanta
- $\beta$  = Koefisien regresi
- DPR = Kebijakan dividen
- PER = Keputusan investasi
- FCF = *Free Cash Flow*

### 1. Uji R<sup>2</sup> atau Koefisien Determinasi

Nilai koefisien determinasi (R<sup>2</sup>) adalah nilai yang dijelaskan dalam bentuk presentase, sisanya (100% - presentasi koefisien determinasi) dijelaskan oleh variabel lain yang tidak termasuk dalam model. Nilai yang mendekati 100% berarti variabel-variabel independen memberikan hampir semua informasi yang dibutuhkan untuk memprediksi variasi variabel dependen. Jika nilai (R<sup>2</sup>) lebih kecil, itu berarti kemampuan variabel independen dalam menjelaskan variabel dependen sangat terbatas. (Ghozali, 2011).

## 2. Uji Signifikansi Simultan ( Uji Statistik F )

Hasil uji F dilihat pada tabel Anova dalam kolom sig. Jika nilai sig.  $< 0,05$  atau 5%, maka dapat dikatakan terdapat pengaruh yang signifikan secara bersama-sama antar variabel bebas terhadap variabel terikat. Namun, jika nilai signifikan  $> 0,05$  atau 5%, maka tidak terdapat pengaruh yang signifikan secara bersama-sama antar variabel bebas terhadap variabel terikat.

## 3. Uji Signifikansi Parameter Individual ( Uji t )

Uji statistik t digunakan untuk melihat pengaruh dari variabel independen secara individu terhadap variabel dependen. Hasil uji t dapat dilihat pada tabel koefisien pada kolom sig. Uji t dilakukan dengan cara menganalisis sebagai berikut:

- a. Jika tingkat signifikansi (Sig  $< 0,05$ ), maka  $H_a$  diterima dan  $H_o$  ditolak, variabel independen berpengaruh terhadap variabel dependen.
- b. Jika tingkat signifikansi (Sig  $> 0,05$ ), maka  $H_a$  ditolak dan  $H_o$  diterima,

variabel independen tidak berpengaruh terhadap variabel dependen.

## 4. Analisis Regresi Moderasi (*Moderated Regression Analysis*)

Analisis regresi moderasi ini digunakan untuk mengetahui hubungan antara variabel independen terhadap variabel dependen apakah memperkuat atau memperlemah hubungan dengan adanya variabel moderasi. Dalam penelitian ini akan digunakan uji MRA, hipotesis moderasi diterima jika nilai signifikansi (sig  $< 0,05$ ) maka variabel moderasi *free cash flow* terhadap *dividen payout ratio* dan *price earning ratio* mempunyai pengaruh signifikan terhadap Tobins'q.

## HASIL PENELITIAN DAN ANALISI

### 1. Uji Koefisien Determinasi (*Adjusted R<sup>2</sup>*)

Uji koefisien determinasi memiliki tujuan untuk menguji kemampuan variabel independen dalam menjelaskan variasi perubahan variabel dependen. Hasil uji koefisien determinasi dalam penelitian ini

ditunjukkan pada Tabel 4.11 dan Tabel 4.12 sebagai berikut :

**Tabel 1**  
**Uji Koefisien Determinasi (*Adjusted R*<sup>2</sup>)**  
**Model 1**

Model	Adjusted R Square	Kesimpulan
1	0,469	46,90%

Sumber : Hasil Olah Data Statistika, 2018

Berdasarkan Tabel 1 menunjukkan hasil bahwa besarnya koefisien determinasi (*Adjusted R*<sup>2</sup>) adalah 0,469 atau 46,90%. Hal ini menunjukkan bahwa nilai perusahaan sebesar 46,90% dapat dijelaskan oleh variabel kebijakan dividen (DPR), keputusan investasi (PER). Sisanya 53,10% (100% - 46,90%) dipengaruhi oleh variabel lain diluar model penelitian.

**Tabel 2**  
**Uji Koefisien Determinasi (*Adjusted R*<sup>2</sup>)**  
**Model 2**

Model	Adjusted R Square	Kesimpulan
2	0,752	75,20%

Sumber : Hasil Olah Data Statistika, 2018

Berdasarkan Tabel 2 menunjukkan hasil bahwa besarnya koefisien determinasi (*Adjusted R*<sup>2</sup>) adalah 0,752 atau 75,20%. Hal ini menunjukkan bahwa nilai perusahaan sebesar 75,20% dapat dijelaskan oleh variabel kebijakan dividen (DPR), keputusan investasi

(PER) dan *free cash flow* (FCF). Sisanya 24,80% (100% - 75,20%) dipengaruhi oleh variabel lain diluar model penelitian.

## 2. Uji Signifikan Simultan ( Uji F)

Uji signifikansi simultan (Uji F) memiliki tujuan untuk mengetahui apakah semua variabel independen memiliki pengaruh secara simultan atau secara bersama-sama terhadap variabel dependen dalam model penelitian. Hasil uji signifikansi simultan (Uji F) ditunjukkan pada Tabel 4.13 dan Tabel 4.14 sebagai berikut:

**Tabel 3**  
**Uji Signifikansi Simultan F**  
**Model 1**

Model	F	Kesimpulan
1	23,510	Berpengaruh Secara Simultan

Sumber : Hasil Olah Data Statistika, 2018

Berdasarkan Tabel 3 menunjukkan hasil bahwa nilai F sebesar 23,510 dengan nilai signifikan sebesar  $0,000 < \alpha (0,05)$ . Dengan demikian, variabel independen yaitu kebijakan dividen dan keputusan investasi berpengaruh secara simultan atau bersama-sama terhadap variabel dependen yaitu pengungkapan nilai perusahaan.

Adapun hasil uji parsial (Uji *t*) dalam penelitian ini ditunjukkan pada Tabel 4.15 sebagai berikut :

**Tabel 4**  
**Uji Signifikansi Simultan F**  
**Model 2**

Model	F	Kesimpulan
2	31,885	Berpengaruh Secara Simultan

Sumber : Hasil Olah Data Statistika, 2018

Berdasarkan Tabel 4 menunjukkan hasil bahwa nilai F sebesar 31,885 dengan nilai signifikan sebesar  $0,000 < \alpha (0,05)$ . Dengan demikian, variabel independen yaitu kebijakan dividen, keputusan investasi dan *free cash flow* berpengaruh secara simultan atau bersama-sama terhadap variabel dependen yaitu nilai perusahaan.

### 3. Hasil Pengujian Hipotesis

#### a. Hasil Pengujian Model 1

Uji parsial (Uji *t*) memiliki tujuan untuk menguji apakah variabel independen memiliki pengaruh secara parsial terhadap variabel dependen pada model penelitian. Pengujian model 1 digunakan untuk mengetahui pengaruh kebijakan dividen dan keputusan investasi terhadap nilai perusahaan. Persamaan regresi yang digunakan dalam model 1 sebagai berikut:

$$NP = \alpha + \beta_1 DPR + \beta_2 PER + e$$

**Tabel 5**  
**Hasil pengujian Hipotesis**  
**Model 1**

Model 1	B	Sig.	Kesimpulan
Constant	-2,755	0,005	
DPR	5,301	0,001	Berpengaruh Positif
PER	0,155	0,000	Berpengaruh Positif

Sumber : Hasil Olah Data Statistika, 2018

Hasil analisis regresi berganda yang ditunjukkan pada tabel 5 diperoleh persamaan regresi sebagai berikut :

$$NP = -2,755 + 5,301(DPR) + 0,155(PER) + e$$

#### b. Hasil Pengujian Model 2

Pengujian model 2 digunakan untuk mengetahui pengaruh *free cash flow* pada hubungan kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan dan keputusan investasi terhadap nilai perusahaan. Persamaan regresi yang digunakan dalam model 2 sebagai berikut:

$$NP = \alpha + \beta_1 DPR + \beta_2 PER + \beta_3 FCF + \beta_4 DPR.FCF + \beta_5 PER.FCF + e$$

Adapun hasil pengujian model 2 dalam penelitian ini ditunjukkan pada Tabel 4.16 sebagai berikut :

**Tabel 6**  
**Hasil pengujian hipotesis**  
**Model 2**

Model 1	B	Sig.	Kesimpulan
Constant	0,524	0,628	
DPR	2,862	0,104	
PER	-0.006	0,872	
FCF	-13.470	0,075	
DPR*FCF	-6,496	0,323	Tidak Berpengaruh
PER*FCF	1,294	0,000	Berengaruh Positif

Sumber : Hasil Olah Data Statistika, 2018

Hasil analisis regresi berganda yang ditunjukkan pada tabel 6 diperoleh persamaan regresi sebagai berikut :

$$NP = 0,524 + 2,862 (DPR) - 0,006 (PER) - 13,470 (FCF) - 6,496 (DPR.FCF) + 1,294 (PER.FCF) + e$$

### Pembahasan ( Intrepretasi)

#### 1. Pengaruh kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan

Kebijakan dividen diproksikan dengan *Dividen Payout Ratio* (DPR) dengan hasil uji hipotesis menunjukan bahawa kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Berdasarkan Tabel 5 menunjukkan kebijakan dividen memiliki nilai koefisien regresi dengan arah positif sebesar 5,301, dengan signifikansi sebesar  $0,001 < \alpha (0,05)$  sehingga kebijakan

dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Dengan demikian, menunjukkan bahwa hipotesis pertama diterima.

Berdasarkan penelitian ini pembagian dividen yang dilakukan perusahaan dapat meningkatkan nilai perusahaan. Kondisi ini berkaitan dengan seberapa besar keuntungan yang dapat dibagikan perusahaan kepada investor untuk meningkatkan kesejahteraannya. Pembagian dividen yang tinggi kepada investor dapat meningkatkan harga saham yang akan berdampak pada tingginya nilai perusahaan karena harga saham yang tinggi dapat mencerminkan nilai perusahaan yang tinggi.

Dalam *bird in the hand theory* investor lebih menyukai pembagian dividen saat ini dibandingkan *capital gain* dimasa depan karena pembayaran dividen saat ini dapat mengurangi ketidakpastian yang berarti mengurangi resiko yang selanjutnya dapat mengurangi tingkat keuntungan yang disyaratkan oleh pemegang saham. Berdasarkan *signalling theory*, pembagian dividen yang tinggi merupakan isyarat atau sinyal positif bagi prospek perusahaan dimasa



depan, hal ini dapat terjadi ketika investor akan lebih tertarik untuk menginvestasikan dananya, dengan demikian permintaan saham perusahaan akan meningkat, hal tersebut akan berdampak pada nilai perusahaan yang tinggi.

Hasil penelitian ini sesuai dengan hasil penelitian Wijaya dan Wibawa (2010) yang menyatakan kebijakan dividen mempengaruhi nilai perusahaan secara positif. Hasil serupa juga dilakukan penelitian oleh Fajarlan (2015) dan Mursalim (2011) menyatakan bahwa kebijakan dividen berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.

## **2. Pengaruh keputusan investasi terhadap nilai perusahaan**

Keputusan investasi diproksikan dengan *Piece Earning Ratio* (PER) dengan hasil uji hipotesis menunjukkan bahwa keputusan investasi berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Berdasarkan Tabel 5 menunjukkan keputusan investasi memiliki nilai koefisien regresi dengan arah positif sebesar 0,155, dengan signifikansi sebesar  $0,000 < \alpha (0,05)$  sehingga keputusan investasi berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Dengan demikian, hipotesis

kedua terdukung yang menunjukkan bahwa keputusan investasi berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

Perusahaan yang melakukan investasi yang tepat akan meningkatkan keuntungan yang tinggi bagi perusahaan. Adanya pengaruh keputusan investasi terhadap nilai perusahaan menunjukkan bahwa kemampuan perusahaan memaksimalkan investasi dalam upaya menghasilkan laba sesuai dengan jumlah dana yang terikat. Berdasarkan *signalling theory*, pengeluaran investasi merupakan sinyal positif terhadap pertumbuhan perusahaan dimasa depan. Pengeluaran investasi yang menguntungkan dapat meningkatkan kepercayaan investor terhadap perusahaan sehingga akan membuat permintaan saham tinggi. Semakin tinggi permintaan saham dari nilai yang tercatat pada neraca perusahaan akan berdampak pada nilai saham yang lebih besar sehingga membuat nilai perusahaan tinggi.

Hasil penelitian ini sesuai dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Pamungkas dan Puspaningsih (2013) menyatakan bahwa keputusan investasi berpengaruh positif dan

signifikan terhadap nilai perusahaan. Penelitian lain yang dilakukan oleh Wahyuni, dkk (2013), menyatakan bahwa keputusan investasi juga berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.

### **3. *Free cash flow* sebagai variabel moderasi pengaruh kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan**

Berdasarkan pada Tabel 6 yang menunjukkan bahwa kebijakan dividen memiliki nilai koefisien regresi dengan arah negatif sebesar -6,496, dengan signifikansi sebesar  $0,323 > \alpha (0,05)$  sehingga *free cash flow* tidak mampu memoderasi pengaruh kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan, sehingga hipotesis ketiga dalam penelitian ini ditolak.

Peningkatan *free cash flow* yang dimiliki perusahaan dapat menunjukkan sehatnya perusahaan. Perusahaan akan lebih mempertimbangkan menggunakan *free cash flow* untuk meningkatkan keuntungan dengan berinvestasi dibandingkan dengan membagikannya sebagai dividen. Pembagian dividen yang tinggi dari *free cash flow* yang dimiliki perusahaan akan mengurangi

kesempatan perusahaan untuk berinvestasi sehingga akan mengurangi kesempatan untuk mendapatkan keuntungan yang lebih besar. Oleh karena itu perusahaan akan lebih memilih menggunakan *free cash flow* untuk berinvestasi demi mendapatkan keuntungan yang lebih besar dimasa yang akan datang.

### **4. *Free cash flow* sebagai variabel moderasi pengaruh kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan**

Berdasarkan pada Tabel 6 yang menunjukkan bahwa kebijakan dividen memiliki nilai koefisien regresi dengan arah positif sebesar 1,294, dengan signifikansi sebesar  $0,00 < \alpha (0,05)$  sehingga *free cash flow* mampu memoderasi pengaruh keputusan investasi terhadap nilai perusahaan, sehingga hipotesis keempat dalam penelitian ini diterima.

*Free cash flow* yang dimiliki perusahaan bernilai positif menunjukkan bahwa perusahaan memiliki kelebihan dana yang dapat digunakan untuk meningkatkan keuntungan dengan cara berinvestasi sehingga perusahaan tidak perlu menggunakan dana dari hutang untuk melakukan investasi.

Ketika perusahaan melakukan investasi yang menguntungkan dengan menggunakan dananya sendiri maka investor akan memberikan respon positif terhadap perusahaan. Investasi yang menguntungkan dapat dilakukan ketika terdapat kesempatan untuk investasi yang menguntungkan. Ketika keuntungan yang akan diperoleh atas investasi yang dilakukan tinggi, maka investor akan tertarik untuk menanamkan sahamnya pada perusahaan yang berdampak pada peningkatan harga pasar perusahaan. Ketika harga pasar saham meningkat melebihi nilai bukunya, maka nilai perusahaan meningkat.

## **KESIMULAN DAN SARAN**

### **Kesimpulan**

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui hubungan antara kebijakan dividen dan keputusan investasi terhadap nilai perusahaan dengan *free cash flow* sebagai variabel moderasi pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2015-2016. Berdasarkan analisis dan pengujian data

dalam penelitian ini maka dapat ditarik kesimpulan sebagai berikut:

1. Secara simultan atau bersama-sama kebijakan dividen dan keputusan investasi berpengaruh secara signifikan terhadap nilai perusahaan.
2. Kebijakan dividen berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan.
3. Keputusan investasi berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan.
4. *Free cash flow* tidak dapat memperkuat hubungan antara pengaruh kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan.
5. *Free cash flow* dapat memperkuat hubungan antara pengaruh keputusan investasi terhadap nilai perusahaan.

## Saran

Berdasarkan hasil penelitian yang telah dilakukan, terdapat beberapa saran untuk penelitian selanjutnya untuk mendapatkan hasil yang lebih baik lagi diantaranya sebagai berikut :

1. Penelitian yang akan datang bisa memperluas sampel penelitian, tidak hanya pada sektor manufaktur saja namun seluruh sektor perusahaan yang terdaftar di BEI. Hal ini dimungkinkan akan memberikan hasil perbandingan pengaruh dari penelitian yang sebelumnya.
2. Penelitian selanjutnya diharapkan dapat menambah variabel lain yang dapat mempengaruhi nilai perusahaan untuk mendapatkan hasil yang menyeluruh.

## DAFTAR PUSTAKA

- Clementin, F. S. (2016). Pengaruh Keputusan Investasi, Pendanaan, Kebijakan Dividen dan *Profitabilitas* terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Ilmu dan Riset Akuntansi, Vol.5, No. 4*.
- Dewi, I. A., & Putra, I. W. (2017). *Free Cash Flow* sebagai Pemoderasi Pengaruh *Earnings Management* dan Kebijakan Dividen pada Nilai Perusahaan. *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana Vol. 18 No. 2, 1259-1285*.
- Fajarian, A. Z. (2015). Pengaruh Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan dan Kebijakan Dividen terhadap Nilai Perusahaan. *Doctoral Dissertation STIE Perbanas Surabaya*.
- Ghozali, I. (2011). *Aplikasi Analisis Multivariate Dengan Program IBM SPSS 19*. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Hasnawati, S. (2005). Implikasi Keputusan Investasi, Pendanaan, dan Dividen terhadap Nilai Perusahaan Publik di Bursa Efek Jakarta. *Jurnal Usahawan No. 9, 33-41*.
- Herawaty, V. (2009). Peran Praktek *Corporate Governance* sebagai Moderating Variabel dari Pengaruh *Earnings Management* terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan, Vol. 10 No. 2, PP-97*.
- Hermuningsih, S., & Wardani, D. K. (2009). Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Nilai Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Malaysia dan Bursa Efek Jakarta. *Jurnal Siasat Bisnis*.
- Jensen, M. (1986). *Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers*. *Journal American Economic Review*.
- Kusumaningrum, D. A. (2013). Pengaruh Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan, Kebijakan Dividen, Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Institusional terhadap Nilai Perusahaan. *Skripsi. Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro Semarang*.

- Mursalim. (2011). Likuiditas Saham, Kebijakan Dividen dan Nilai Perusahaan. *Jurnal Akuntansi dan Auditing Indonesia*.
- Pamungkas, H. S., & Puspaningsih, A. (2013). Pengaruh Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan, Kebijakan Dividen dan Ukuran Perusahaan terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Akuntansi dan Auditing Indonesia*.
- Pujiati, D., & Widanar, E. (2009). Pengaruh Struktur Kepemilikan terhadap Nilai Perusahaan: Keputusan Keuangan sebagai Variabel Intervening. *Jurnal Ekonomi dan Akuntansi Ventura STIE Perbanas Surabaya*.
- Rakhimsyah, L. A., & Gunawan, B. (2011). Pengaruh Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan, Kebijakan Dividen dan Tingkat Suku Bunga terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Investasi, Vol. 7 No. 1, 31-45*.
- Richardson, S. (2006). *Over-Investment of Dree Cash Flow. Review Accounting Studies, 11, 159-189*.
- Rosdini, D. (2009). Pengaruh *Free Cash Flow* terhadap *Dividend Payout Ratio*. *Working Paper In Accounting and Finance. Departement of Accounting Padjajaran University*.
- Sekaran, U. (2006). *Metodologi Penelitian Untuk Bisnis, Edisi 4*. Jakarta: Salemba Empat.
- Spence, M. (1973). *Job Market Signaling. The Quarterly Journal of Economics*.
- Sukojo, & Soebiantoro. (2007). Pengaruh Struktur Kepemilikan Saham, *Leverage*, Faktor Intern dan Faktor Ekstern Terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan*.
- Susanti, R. (2010). Analisis Faktor-Faktor yang Berpengaruh terhadap Nilai Perusahaan. *Skripsi Fakultas Ekonomi UNDIP*.
- Sutrisno. (2001). *Manajemen Keuangan*. Yogyakarta: Ekonesia.
- Wahyudi, U., & Pawestri, H. P. (2006). Implikasi Struktur Kepemilikan terhadap Nilai Perusahaan dengan Keputusan Keuangan sebagai Variabel Intervening. *Simposium Nasional Akuntansi 9 Padang*.
- Wahyuni, T., Ernawati, E., & Murhadi, W. R. (2013). Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Nilai Perusahaan di Sektor *Property, Real Estate & Building Construction* yang Terdaftar di BEI periode 2008-2010. *Jurnal Ilmiah Mahasiswa Universitas Surabaya. Vol. 2 No.1, 1-18*.
- Wijaya, L. R., & Wibawa, A. (2010). Pengaruh Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan dan Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan. *Simposium Nasional Akuntansi XIII Purwokerto*.