



Jurnal Politeknik Caltex Riau

<https://jurnal.pcr.ac.id/index.php/jakb/>

| e- ISSN : 2476-9460 (Online) | p- ISSN : 2085-0751 (Print)

Pengaruh Profitabilitas Dan *Free Cash Flow* Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Kebijakan Dividen Sebagai Variabel Intervening Pada Perusahaan Yang Terdaftar Di Indeks *High Dividend 20*

Nuryanti^{1*}, Rosnelly Roesdy² dan Kurniawaty Fitri³¹Universitas Riau, Jurusan Manajemen, email: yantichalid@gmail.com² Universitas Riau, Jurusan Manajemen, email: rosnellyroesdy23@gmail.com³ Universitas Riau, Jurusan Manajemen, email: kurniawaty.fitri@lecturer.unri.ac.id

Abstrak

Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh profitabilitas dan *free cash flow* terhadap nilai perusahaan dengan kebijakan dividen sebagai variabel intervening. Sampel penelitian yaitu 40 tahun-perusahaan yang terdaftar di Indeks *High Dividend 20* tahun 2018-2019. Variabel independen yaitu profitabilitas dan *free cash flow*. Variabel dependen yaitu nilai perusahaan. Variabel intervening yaitu kebijakan dividen. Uji hipotesis menggunakan uji regresi dan uji Sobel. Hasil analisis menunjukkan (1) profitabilitas dan *free cash flow* berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen, (2) kebijakan dividen, profitabilitas, dan *free cash flow* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan, (3) profitabilitas dan *free cash flow* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan dividen.

Kata kunci: kebijakan dividen, nilai perusahaan, profitabilitas, *free cash flow*, indeks *high dividend 20*

Abstract

This research aims to examine the effect of profitability and *free cash flow* on firm value with dividend policy as intervening variable. Research sample includes 40 firm-years listed on the *High Dividend 20 Index* 2018-2019. Independent variable is profitability and *free cash flow*. Dependent variable is firm value. Intervening variable is dividend policy. Hypothesis test uses regression and Sobel analysis. The result shows that (1) profitability and *free cash flow* have positive effect on dividend policy, (2) dividend policy, profitability, and *free cash flow* have positive effect on firm value, (3) profitability and *free cash flow* have positive effect on firm value through dividend policy.

Keywords: dividend policy, firm value, profitability, *free cash flow*, high dividend 20 index

1. Pendahuluan

Besarnya dividen ditentukan berdasarkan rapat umum pemegang saham dengan mempertimbangkan ketersediaan laba dan kas. Penelitian terdahulu menemukan profitabilitas [1]–[3] dan *free cash flow* [4], [5] berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Profitabilitas dan *free cash flow* juga berpengaruh secara langsung terhadap nilai perusahaan. Nilai perusahaan merupakan mencapai tujuan jangka panjang perusahaan. Tujuan jangka panjang tersebut dapat dipenuhi dengan mencapai tujuan jangka pendek yaitu memaksimalkan laba, yaitu

*Penulis Korespondensi

Dokumen diterima pada Hari Senin 11 Oktober, 2021

Dipublikasikan pada Hari Selasa 30 November, 2021

dengan meningkatkan profitabilitas, dan menjaga fleksibilitas keuangan, yaitu dengan meningkatkan *free cash flow*. Sari dan Sedana [6] menemukan bahwa profitabilitas berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Dewi et al. [7] menemukan bahwa *free cash flow* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Berdasarkan penjelasan pengaruh profitabilitas dan *free cash flow* terhadap kebijakan dividen dan nilai perusahaan, serta pengaruh kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan, maka profitabilitas dan arus kas mempengaruhi nilai perusahaan melalui kebijakan dividen. Kebijakan dividen merupakan hal yang penting dalam memediasi pengaruh profitabilitas dan *free cash flow* terhadap nilai perusahaan. Kristianti dan Foeh [8] menemukan bahwa kebijakan dividen berhasil memediasi pengaruh profitabilitas terhadap nilai perusahaan sedangkan Dewi et al. [7] menemukan bahwa kebijakan dividen berhasil memediasi pengaruh *free cash flow* terhadap nilai perusahaan. Di sisi lain, Tamrin et al. [9] tidak menemukan peran kebijakan dividen sebagai variabel intervening antara profitabilitas terhadap nilai perusahaan sedangkan Suartawan dan Yasa [10] tidak menemukan peran kebijakan dividen sebagai variabel intervening antara *free cash flow* terhadap nilai perusahaan. Hasil yang tidak konsisten mengenai pengaruh kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan [11]–[13] dan peran intervening kebijakan dividen antara pengaruh profitabilitas dan *free cash flow* terhadap nilai perusahaan [7]–[10] karena penelitian terdahulu hanya mempertimbangkan kebijakan dividen dari sisi rasio pembagian dividen saja dan tidak mempertimbangkan sisi kontinuitas pembagian dividen. Faktor kontinuitas penting untuk investor dan pemegang saham menilai prospek perusahaan di masa depan. Selain itu, tidak semua pemegang saham memberikan respon positif terhadap pembagian dividen karena alasan kebutuhan laba dan arus kas untuk re-investasi bagi perusahaan lebih penting dibandingkan pembagian dividen [14]. Kebijakan dividen dapat meningkatkan nilai perusahaan hanya pada konteks pemegang saham yang berorientasi dividen sebagai return saham [15]. Jika perusahaan tidak membagi dividen secara kontinu, maka pemegang saham akan menanggung risiko investasi yang tinggi [16] sedangkan teori *bird in the hand* menjelaskan bahwa kesejahteraan pemegang saham merujuk pada pemegang saham yang menyukai dividen karena pemegang saham tersebut cenderung tidak menyukai risiko tinggi [17]. Penelitian ini mengatasi kelemahan penelitian terdahulu yang tidak mempertimbangkan faktor kontinuitas pembagian dividen [7]–[13] dengan fokus kepada nilai perusahaan yang tercermin pada kesejahteraan pemegang saham yang menyukai dividen yang memilih perusahaan yang memiliki risiko rendah dengan mempertahankan kontinuitas pembagian dividen [16]. Dalam konteks penelitian ini, perusahaan yang terdaftar pada indeks saham *High Dividend 20* yang membagi dividen secara kontinu tiga tahun terakhir dengan *dividend yield* tertinggi dibandingkan seluruh perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia memiliki risiko rendah dengan mempertahankan kontinuitas pembagian dividen.

Di Rumania, Anton [11] meneliti tentang pembagian dividen pada perusahaan non-perbankan dan keuangan. Di India, Hansda et al. [13] meneliti tentang pembagian dividen juga di perusahaan non-perbankan dan keuangan. Di Indonesia, Kristianti dan Foeh [8], Tamrin et al. [9], Suartawan dan Yasa [10], dan Irawati dan Komariyah [12] meneliti pembagian dividen pada perusahaan manufaktur sedangkan Dewi et al. [7] meneliti kebijakan dividen pada perusahaan yang sahamnya tercatat di papan utama Bursa Efek Indonesia. Penelitian terdahulu hanya mengelompokkan perusahaan dari sisi industri non-keuangan dan perbankan [11], [13] dan manufaktur [8]–[10], [12] (hanya berkaitan dengan jenis bisnis perusahaan) dan saham dalam papan utama [7] (hanya berkaitan dengan kinerja operasi, bisnis, dan mekanisme penawaran saham) yang tidak berkaitan dengan kinerja dividen dan tipe pemegang saham yang menyukai dividen seperti yang terdaftar di *High Dividend 20*. Berbeda dengan penelitian sebelumnya [7]–[13] yang tidak secara khusus meneliti pembagian dividen pada perusahaan dengan konteks pemegang saham perusahaan merupakan penyuka dividen, penelitian ini fokus pada pemegang saham yang berinvestasi di indeks saham *High Dividend 20* sebagai gambaran bahwa pemegang saham menyukai dividen dan berorientasi pada risiko investasi yang rendah karena Bursa Efek Indonesia [18] membuat indeks *High Dividend 20* pada tahun 2018 dan

dibuat untuk memfasilitasi investor yang menyukai dividen untuk membeli saham perusahaan dengan kinerja dividen yang baik.

Penelitian ini berimplikasi bagi investor atau calon investor di Bursa Efek Indonesia, khususnya yang menyukai dividen, untuk mengambil keputusan investasi dengan mempertimbangkan apakah perusahaan terdaftar pada indeks saham *High Dividend 20* dan apakah perusahaan tersebut memiliki ketersediaan laba dan *free cash flow* untuk membagi dividen. Dengan mempertimbangkan ketersediaan laba dan *free cash flow*, investor atau calon investor saham *High Dividend 20* dapat memperoleh *return* saham yang optimal. Penelitian ini juga berimplikasi bagi perusahaan untuk menyusun strategi dalam meningkatkan kinerja laba dan *free cash flow* agar perusahaan dapat membagi dividen secara kontinu dan mampu meningkatkan nilai perusahaan. Dengan meningkatkan kinerja laba dan *free cash flow*, perusahaan diharapkan mampu menarik investor untuk menanamkan dananya ke perusahaan.

2. Pengembangan Hipotesis

2.1 Profitabilitas terhadap Kebijakan Dividen

Dividen dibayarkan dari sebagian laba bersih yang diperoleh perusahaan, karena dividen diambil dari laba bersih perusahaan, maka perusahaan yang memperoleh keuntungan besar akan cenderung membayar dividen yang besar pula. Jensen dan Meckling [19] menjelaskan bahwa manajemen dan pemegang saham memiliki konflik kepentingan yang disebut konflik *agency*. Dalam konteks teori *agency*, kebijakan dividen merupakan alat untuk mengurangi konflik kepentingan antara manajemen dan pemegang saham [19] untuk mencegah manajemen melakukan tindakan oportunistik untuk menggunakan laba untuk melakukan re-investasi yang tidak meningkatkan kesejahteraan pemilik dan hanya menguntungkan kepentingan manajemen [20]. Fauzi dan Rukmini [1], Nuriatullah [2], dan Benyadi dan Andrianantenaina [3] menemukan perusahaan dengan profitabilitas tinggi meningkatkan pembayaran dividen.

H1: Profitabilitas berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen

2.2 Free Cash Flow terhadap Kebijakan Dividen

Selain ketersediaan laba, ketersediaan kas juga merupakan faktor penting apakah perusahaan mampu membagi dividen. Salah satu ketersediaan kas perusahaan dapat diukur dari *free cash flow*. *Free cash flow* didefinisikan sebagai arus kas yang tersedia untuk didistribusikan kepada seluruh pemegang saham setelah perusahaan menempatkan seluruh investasinya pada aktiva tetap dan modal kerja yang dibutuhkan untuk mempertahankan operasi yang sedang berjalan [21]. Berdasarkan definisi tersebut, *free cash flow* merupakan kas yang berlebih di perusahaan yang seharusnya dapat dibagikan kepada para pemegang saham dalam bentuk dividen. Dalam konteks teori *agency*, kebijakan dividen merupakan alat untuk mengurangi konflik kepentingan antara manajemen dan pemegang saham untuk mencegah manajemen melakukan tindakan oportunistik untuk menggunakan arus kas perusahaan untuk melakukan re-investasi yang tidak meningkatkan kesejahteraan pemilik dan hanya menguntungkan kepentingan manajemen [20]. Adnan et al. [4] dan Lucyanda dan Lilyana [5] menemukan bahwa semakin besar *free cash flow* maka semakin tinggi pembayaran dividen.

H2: Free cash flow berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen

2.3 Dividen terhadap Nilai Perusahaan

Kebijakan dividen merupakan salah satu keputusan yang diambil perusahaan untuk menentukan apakah dan berapa tingkat laba yang akan ditahan, di re-investasi, dan dibagikan kepada pemegang saham. Keputusan dividen harus dilandasi oleh pertimbangan kesejahteraan pemegang saham agar nilai perusahaan meningkat. Dividen secara langsung meningkatkan kesejahteraan pemegang saham. Selain itu, dividen dapat juga meningkatkan harga saham karena dividen dapat menjadi sinyal positif bagi pemegang saham sehingga meningkatkan harga

saham [22]. Dalam konteks teori *bird in the hand*, dividen lebih berharga dari return yang dihasilkan dari *capital gain* karena komponen bagi hasil dividen lebih kecil risikonya dibandingkan dengan komponen *gain* dalam model return ekspektasian [15]. Dalam konteks teori *signaling*, pembagian dividen memberikan sinyal bahwa perusahaan mampu menghasilkan laba kembali di masa depan dan memiliki arus kas yang lancar [12]. Anton [11] dan Irawati dan Komariyah [12] menemukan bahwa pembagian dividen yang tinggi dapat meningkatkan nilai perusahaan.

H3: Kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan

2.4 Profitabilitas terhadap Nilai Perusahaan

Profitabilitas merupakan indikator penting bagi pemegang saham untuk menilai kinerja dan prospek perusahaan. Semakin tinggi profitabilitas maka semakin baik kinerja perusahaan sehingga calon investor semakin tertarik menanamkan dana mereka ke dalam perusahaan. Dalam konteks teori *signaling*, peningkatan profitabilitas memberikan sinyal positif bagi pemegang saham sehingga meningkatkan harga saham. Peningkatan harga saham akan meningkatkan kesejahteraan pemegang saham sebagai indikator dari peningkatan nilai perusahaan. Sari dan Sedana [6] menemukan bahwa profitabilitas meningkatkan nilai perusahaan.

H4: Profitabilitas berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan

2.5 Free Cash Flow terhadap Nilai Perusahaan

Free cash flow juga merupakan indikator penting bagi pemegang saham untuk menilai fleksibilitas keuangan. *Free cash flow* yang tinggi membuat perusahaan leluasa untuk memilih apakah kas dapat dipakai untuk membayar dividen atau digunakan sebagai sumber dana internal untuk mendanai investasi perusahaan [7]. Dalam konteks teori *signaling*, peningkatan *free cash flow* memberikan sinyal positif bagi pemegang saham sehingga meningkatkan harga saham. Peningkatan harga saham akan meningkatkan kesejahteraan pemegang saham sebagai indikator dari peningkatan nilai perusahaan. Dewi et al. [7] menemukan bahwa *free cash flow* berpengaruh positif meningkatkan nilai perusahaan.

H5: Free cash flow berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan

2.6 Profitabilitas terhadap Nilai Perusahaan melalui Kebijakan Dividen

Profitabilitas dapat meningkatkan kesejahteraan pemegang saham melalui dua sisi, yaitu peningkatan harga saham dan pembagi dividen. Di satu sisi, profitabilitas secara langsung dapat meningkatkan kesejahteraan pemegang saham dari peningkatan harga saham karena profitabilitas merupakan sinyal positif bagi pasar mengenai kinerja dan prospek perusahaan sehingga meningkatkan harga saham. Di sisi lain, profitabilitas secara tidak langsung dapat meningkatkan kesejahteraan pemegang saham dari pembagian dividen. Dividen yang tinggi dapat meningkatkan kesejahteraan pemegang saham apabila perusahaan mampu mencapai laba yang juga tinggi. Kristianti dan Foeh [8] menemukan bahwa kebijakan dividen berhasil memediasi pengaruh profitabilitas terhadap nilai perusahaan.

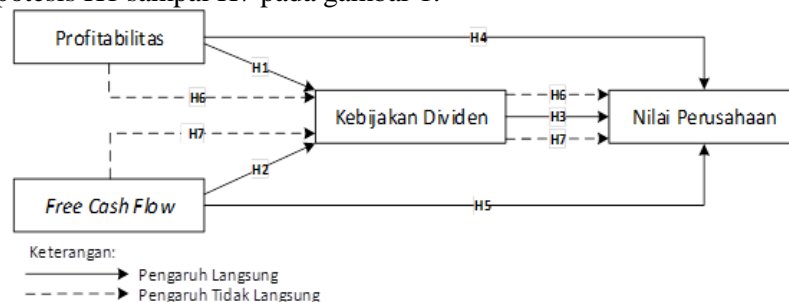
H6: Profitabilitas berpengaruh terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan dividen

2.7 Free Cash Flow terhadap Nilai Perusahaan melalui Kebijakan Dividen

Free cash flow dapat meningkatkan kesejahteraan pemegang saham melalui dua sisi, yaitu peningkatan harga saham dan pembagi dividen. Di satu sisi, *free cash flow* secara langsung dapat meningkatkan kesejahteraan pemegang saham dari peningkatan harga saham karena profitabilitas merupakan sinyal positif bagi pasar mengenai fleksibilitas keuangan perusahaan sehingga meningkatkan harga saham. Di sisi lain, *free cash flow* secara tidak langsung dapat meningkatkan kesejahteraan pemegang saham dari pembagian dividen. Dividen yang tinggi dapat meningkatkan kesejahteraan pemegang saham apabila perusahaan memiliki kecukupan kas yang juga tinggi. Dewi et al. [7] menemukan bahwa kebijakan dividen berhasil memediasi pengaruh *free cash flow* terhadap nilai perusahaan.

H7: *Free cash flow* berpengaruh terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan dividen**2.8 Kerangka Penelitian**

Teori *agency* menjelaskan dividen merupakan alat pengendalian agar manajemen menggunakan laba dan arus kas untuk memenuhi kesejahteraan pemegang saham [19]. Teori *signaling* menjelaskan dividen memberikan sinyal bagi pemegang saham mengenai prospek perusahaan [23]. Teori *bird in the hand* menjelaskan bahwa hanya pemegang saham yang menyukai dividen yang mampu menangkap pembagian dividen sebagai sinyal positif [15], [24]. Dalam penelitian ini, penjelasan ketiga teori utama dijelaskan dengan pengaruh laba dan *free cash flow* terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan dividen yang dikembangkan dalam penjelasan hipotesis H1 sampai H7 pada gambar 1.

**Gambar 1. Kerangka Penelitian****3. Metode Penelitian****3.1 Sampel Penelitian**

Sampel dalam penelitian ini yaitu perusahaan terdaftar di indeks *High Dividen 20* tahun 2018-2019. Indeks *High Dividen 20* terbit tahun 2018 sebagai salah satu indeks saham di BEI yang memfasilitasi investor yang menyukai dividen untuk membeli saham perusahaan dengan kinerja dividen yang baik [18] sehingga kebijakan dividen dapat dijadikan tolak ukur untuk memaksimalkan kesejahteraan pemegang saham. Hasil pemilihan sampel penelitian dapat dilihat pada tabel 1.

Tabel 1. Sampel Penelitian

Kriteria	2018	2019	Total
Perusahaan terdaftar di Bursa Efek Indonesia	600	668	1.268
Perusahaan tidak terdaftar di terdaftar di indeks <i>High Dividen 20</i>	(580)	(648)	(1.228)
Sampel bersih	20	20	40

Secara historis, perusahaan dalam indeks *High Dividen 20* membagi dividen secara berturut-turut dalam 3 tahun sehingga Bursa Efek Indonesia [18] mengevaluasi bahwa pada tahun ke-4 perusahaan akan diminati oleh investor yang menyukai dividen sehingga dibuat indeks khusus. Meskipun ada kemungkinan pada tahun ke-4 perusahaan dalam indeks *High Dividen 20* tidak membagi dividen, namun kinerja historis menunjukkan lebih besar kemungkinan perusahaan dalam indeks *High Dividen 20* membagi kembali dividen dibandingkan perusahaan di luar indeks *High Dividen 20*.

3.2 Variabel Penelitian

Dalam penelitian ini, variabel dependen adalah nilai perusahaan. Nilai perusahaan diukur dengan rasio *price to book value* [7], [8]. Nilai perusahaan merupakan cerminan dari kesejahteraan pemegang saham. Kesejahteraan pemegang saham dapat dinilai dari harga saham yang dimiliki oleh pemegang saham. Rasio *price to book value* menunjukkan seberapa besar kesejahteraan pemegang saham jika dibandingkan nilai buku investasi pemegang saham yang dilaporkan perusahaan dalam laporan keuangan juga menunjukkan seberapa besar perusahaan mampu menciptakan nilai tambah (dalam konteks ini tercermin dari *price value*) dalam

menggunakan dana dari pemegang saham (dalam konteks ini tercermin dari *book value*) [7], [8]. Meskipun harga saham ditentukan oleh mekanisme permintaan dan penawaran saham di pasar modal, mekanisme tersebut muncul dari tuntutan pemegang saham terhadap manajemen untuk melaksanakan strategi yang mampu meningkatkan kesejahteraan pemegang saham.

Variabel independen dalam penelitian ini yaitu profitabilitas dan *free cash flow*. Profitabilitas diukur dengan menggunakan rasio *return on equity* [8]. Penggunaan *return on equity* sebagai ukuran profitabilitas dengan pertimbangan bahwa kesejahteraan pemegang saham berhubungan dengan pengelolaan ekuitas (pendanaan dari pemegang saham) dalam menghasilkan laba. *Free cash flow* diukur dari arus kas operasi setelah dikurang pengeluaran modal, dibagi total aset [4].

Variabel intervening dalam penelitian ini yaitu kebijakan dividen. Kebijakan dividen diukur dengan *dividend payout ratio* yaitu rasio yang mengukur proporsi dividen yang dibagikan terhadap laba bersih perusahaan [4]. Irawati dan Komariyah [12] menjelaskan *dividend payout ratio* sebagai gambaran kebijakan dividen yang menyangkut keputusan mengenai apakah laba yang diperoleh perusahaan akan dibagikan kepada pemegang saham atau akan ditahan untuk re-investasi dalam perusahaan. Pertimbangan penelitian menggunakan *dividend payout ratio* sebagai kebijakan dividen karena salah satu pertimbangan perusahaan membagikan dividen penelitian ini adalah ketersediaan laba.

3.3 Model Empiris

$$DPR = a_0 + a_1ROE + a_2FCF + e \quad (1)$$

$$PBV = b_0 + b_1DPR + b_2ROE + b_3FCF + e \quad (2)$$

PBV adalah *Price to Book Value*. DPR adalah *Dividend Payout Ratio*. ROE adalah *Return on Equity*. FCF adalah *Free Cash Flow*. Model regresi 1 bertujuan untuk menguji H1 dan H2 yaitu pengaruh profitabilitas dan *free cash flow* terhadap kebijakan dividen. Model regresi 2 bertujuan untuk menguji H3, H4, dan H5 yaitu pengaruh profitabilitas, *free cash flow*, dan kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan. Untuk menguji H6 dan H7 yaitu pengaruh tidak langsung profitabilitas dan *free cash flow* terhadap nilai perusahaan, penelitian ini menggunakan analisis *Sobel*. Analisis *Sobel* bertujuan untuk menganalisis peran kebijakan dividen sebagai variabel intervening antara profitabilitas dan *free cash flow* terhadap nilai perusahaan menggunakan nilai z dengan rumus sebagai berikut.

$$z_1 = \frac{a_1 \times b_1}{\sqrt{(b_1^2 \times SE_{a1}^2) + (a_1^2 \times SE_{b1}^2)}} \quad (3)$$

$$z_2 = \frac{a_2 \times b_1}{\sqrt{(b_1^2 \times SE_{a2}^2) + (a_2^2 \times SE_{b1}^2)}} \quad (4)$$

a_1 adalah koefisien regresi a_1 dalam model regresi 1. a_2 adalah koefisien regresi a_2 dalam model regresi 1. b_1 adalah koefisien regresi b_1 dalam model regresi 2. $SEa1$ adalah *standard error* koefisien regresi a_1 dalam model regresi 1. $SEa2$ adalah *standard error* koefisien regresi a_2 dalam model regresi 1. $SEb1$ adalah *standard error* koefisien regresi b_1 dalam model regresi 2.

4. Hasil Analisis Data

4.1 Analisis Regresi

Tabel 2. Analisis Regresi

Tabel 2: Analisis Regresi								
Variabel Dependen	DPR				PBV			
Variabel Independen	Koefisien	Nilai t	Sig.	Standard Error	Koefisien	Nilai t	Sig.	Standard Error
Konstanta	0,408	6,632	0,000		0,981	0.724	0.474	
DPR					12,715	5.161	0.000	2,464
ROE	0,439	2,181	0,036	0,202	39,857	12.576	0.000	3,169
FCF	1,054	2,203	0,034	0,478	21,231	2.819	0.008	7,530

R^2	0,417	0,886
Nilai F	12,878	91,038

Berdasarkan tabel 2, profitabilitas berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Hal tersebut dibuktikan dengan koefisien regresi bernilai positif, nilai signifikansi sebesar $0,036 < 0,05$, serta nilai $t_{hitung} > t_{tabel}$ yaitu $2,181 > 1,686$ yang berarti bahwa H1 diterima. Hasil uji hipotesis pertama konsisten dengan hasil penelitian Fauzi dan Rukmini [1], Nuriatullah [2], dan Benyadi dan Andrianantenaina [3] yang menemukan bukti bahwa perusahaan dengan profitabilitas tinggi meningkatkan pembayaran dividen. Dalam konteks teori *agency* oleh Jensen dan Meckling [19], kebijakan dividen merupakan alat untuk mengurangi konflik kepentingan antara manajemen dan pemegang saham untuk mencegah manajemen melakukan tindakan oportunistik untuk menggunakan laba untuk melakukan re-investasi yang tidak meningkatkan kesejahteraan pemilik dan hanya menguntungkan kepentingan manajemen. Dividen dibayarkan dari sebagian laba bersih yang diperoleh perusahaan, maka perusahaan yang memperoleh keuntungan besar akan cenderung membayar dividen yang besar pula.

Free cash flow berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Hal tersebut dibuktikan dengan koefisien regresi bernilai positif, nilai signifikansi sebesar $0,034 < 0,05$, serta nilai $t_{hitung} > t_{tabel}$ yaitu $2,203 > 1,686$ yang berarti bahwa H2 diterima. Hasil uji hipotesis kedua konsisten dengan hasil penelitian Adnan et al. [4] dan Lucyanda dan Lilyana [5] yang menemukan bukti bahwa semakin besar *free cash flow* maka semakin tinggi pembayaran dividen. Hasil penelitian ini juga mengkonfirmasi bahwa *free cash flow* digunakan mengurangi konflik *agency* antara manajemen dan pemegang saham. Ketersediaan *free cash flow* yang digunakan untuk pembagian dividen menggambarkan bahwa manajemen tidak menggunakan arus kas secara oportunistik melainkan untuk meningkatkan kesejahteraan pemegang saham. Dividen dibayarkan dari sebagian laba bersih yang diperoleh perusahaan, karena dividen diambil dari laba bersih perusahaan, maka perusahaan yang memperoleh keuntungan besar akan cenderung membayar dividen yang besar pula [25]. Selain ketersediaan laba, ketersediaan kas juga merupakan faktor penting apakah perusahaan mampu membagi dividen [26]. Salah satu ketersediaan kas perusahaan dapat diukur dari *free cash flow*. *Free cash flow* merupakan kas yang berlebih di perusahaan yang seharusnya dapat dibagikan kepada para pemegang saham dalam bentuk dividen. Semakin tinggi *free cash flow* suatu perusahaan menandakan bahwa perusahaan tersebut sehat karena memiliki kas yang dapat digunakan untuk pertumbuhan, investasi maupun membagikan dividen [21], sehingga dapat disimpulkan bahwa semakin banyaknya *free cash flow* suatu perusahaan semakin besar kemungkinan perusahaan untuk membayar dividen.

Kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Hal tersebut dibuktikan dengan koefisien regresi bernilai positif, nilai signifikansi sebesar $0,000 < 0,05$, serta nilai $t_{hitung} > t_{tabel}$ yaitu $5,161 > 1,686$ yang berarti bahwa H3 diterima. Hasil uji hipotesis ketiga konsisten dengan hasil penelitian Anton [11] dan Irawati dan Komariyah [12] yang menemukan bukti bahwa pembagian dividen yang tinggi dapat meningkatkan nilai perusahaan. Dalam konteks teori *bird in the hand* yang dikembangkan oleh Gordon [15] dan Lintner [24], dividen lebih berharga dari return yang dihasilkan dari *capital gain* karena komponen bagi hasil dividen lebih kecil risikonya dibandingkan dengan komponen *gain* dalam model return ekspektasian. Dalam konteks teori *signaling* yang ditemukan oleh Spence [27], dan secara khusus dikembangkan oleh Battacharya [23] dalam pensinyalan dividen, pembagian dividen memberikan sinyal bahwa perusahaan mampu menghasilkan laba kembali di masa depan dan memiliki arus kas yang lancar. Tingginya tingkat deviden yang dibagikan perusahaan kepada pemegang saham akan meningkatkan kesejahteraan pemegang saham dan nilai perusahaan.

Profitabilitas berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Hal tersebut dibuktikan dengan koefisien regresi bernilai positif, nilai signifikansi sebesar $0,000 < 0,05$, serta nilai $t_{hitung} > t_{tabel}$ yaitu $12,576 > 1,686$ yang berarti bahwa H4 diterima. Hasil uji hipotesis keempat konsisten dengan hasil penelitian Sari dan Sedana [6] yang menemukan bukti bahwa profitabilitas meningkatkan nilai perusahaan. Dalam konteks teori *signaling*, peningkatan profitabilitas memberikan sinyal positif bagi pemegang saham sehingga meningkatkan harga

saham. Semakin tinggi profitabilitas maka semakin baik kinerja perusahaan sehingga calon investor semakin tertarik menanamkan dana mereka ke dalam perusahaan.

Free cash flow berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Hal tersebut dibuktikan dengan koefisien regresi bernilai positif, nilai signifikansi sebesar $0,008 < 0,05$, serta nilai $t_{hitung} > t_{tabel}$ yaitu $2,819 > 1,686$ yang berarti bahwa H_5 diterima. Hasil uji hipotesis kelima konsisten dengan hasil penelitian Dewi et al. [7] yang menemukan bukti bahwa *free cash flow* berpengaruh positif meningkatkan nilai perusahaan. Dalam konteks teori *signaling*, peningkatan *free cash flow* memberikan sinyal positif bagi pemegang saham sehingga meningkatkan harga saham. *Free cash flow* juga merupakan indikator penting bagi pemegang saham untuk menilai fleksibilitas keuangan. *Free cash flow* yang tinggi membuat perusahaan leluasa untuk memilih apakah kas dapat dipakai untuk membayar dividen atau digunakan sebagai sumber dana internal untuk mendanai investasi perusahaan.

4.2 Analisis Sobel

Analisis *Sobel* yang pertama bertujuan untuk menguji pengaruh tidak langsung *return on equity* (ROE) terhadap *price to book value* (PBV) melalui *dividend payout ratio* (DPR) sebagai variabel intervening. Analisis *Sobel* pertama yaitu sebagai berikut.

$$z_1 = \frac{0,439 \times 12,715}{\sqrt{(12,715^2 \times 0,202^2) + (0,439^2 \times 2,464^2)}} = \frac{5,582}{2,787} = 2,003 \quad (4)$$

Berdasarkan hasil analisis *Sobel* yang pertama, maka penelitian ini mendapatkan besarnya pengaruh tidak langsung logaritma natural *return on equity* (Ln ROE) terhadap *price to book value* (PBV) sebesar 5,582 dengan nilai z sebesar 2,003. Hasil tersebut menunjukkan profitabilitas berpengaruh terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan dividen. Hal tersebut dibuktikan dengan nilai $z > 1,96$ yaitu $2,003 > 1,96$ yang berarti bahwa H_6 diterima. Hasil uji hipotesis keenam konsisten dengan hasil penelitian Kristianti dan Foeh [8] yang menemukan bukti bahwa kebijakan dividen berhasil memediasi pengaruh profitabilitas terhadap nilai perusahaan. Teori *agency* menjelaskan bahwa dividen dapat menjembatani konflik kepentingan antara manajemen dan pemegang saham dengan menggunakan laba untuk dibagikan kepada pemegang saham sebagai dividen sehingga nilai perusahaan meningkat [19], [20]. Profitabilitas dapat meningkatkan kesejahteraan pemegang saham melalui dua sisi, yaitu peningkatan harga saham dan pembagi dividen. Di satu sisi, profitabilitas secara langsung dapat meningkatkan kesejahteraan pemegang saham dari peningkatan harga saham karena profitabilitas merupakan sinyal positif bagi pasar mengenai kinerja dan prospek perusahaan sehingga meningkatkan harga saham. Di sisi lain, profitabilitas secara tidak langsung dapat meningkatkan kesejahteraan pemegang saham dari pembagian dividen.

Analisis *Sobel* yang kedua bertujuan untuk menguji pengaruh tidak langsung *free cash flow* (FCF) terhadap *price to book value* (PBV) melalui *dividend payout ratio* (DPR) sebagai variabel intervening. Analisis *Sobel* kedua yaitu sebagai berikut.

$$z_2 = \frac{1,054 \times 12,715}{\sqrt{(12,715^2 \times 0,478^2) + (1,054^2 \times 2,464^2)}} = \frac{19,123}{7,118} = 2,686 \quad (5)$$

Berdasarkan hasil analisis *Sobel* yang kedua, maka penelitian ini mendapatkan besarnya pengaruh tidak langsung *free cash flow* (FCF) terhadap *price to book value* (PBV) sebesar 19,123 dengan nilai z sebesar 2,686. Hasil tersebut menunjukkan *free cash flow* berpengaruh terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan dividen. Hal tersebut dibuktikan dengan nilai $z > 1,96$ yaitu $2,686 > 1,96$ yang berarti bahwa H_7 diterima. Hasil uji hipotesis ketujuh konsisten dengan hasil penelitian Dewi et al. [7] yang menemukan bukti bahwa kebijakan dividen berhasil memediasi pengaruh *free cash flow* terhadap nilai perusahaan. Teori *agency* menjelaskan bahwa dividen dapat menjembatani konflik kepentingan antara manajemen dan pemegang saham dengan menggunakan *free cash flow* untuk dibagikan kepada pemegang saham sebagai dividen sehingga nilai perusahaan meningkat [19], [20]. *Free cash flow* dapat meningkatkan kesejahteraan pemegang saham melalui dua sisi, yaitu peningkatan harga saham dan pembagi dividen. Di satu sisi, *free cash flow* secara langsung dapat meningkatkan kesejahteraan

pemegang saham dari peningkatan harga saham karena profitabilitas merupakan sinyal positif bagi pasar mengenai fleksibilitas keuangan perusahaan sehingga meningkatkan harga saham. Di sisi lain, *free cash flow* secara tidak langsung dapat meningkatkan kesejahteraan pemegang saham dari pembagian dividen.

5. Kesimpulan

Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh profitabilitas dan *free cash flow* terhadap nilai perusahaan dengan kebijakan dividen sebagai variabel intervening pada perusahaan yang terdaftar di indeks *High Dividend 20*. Berdasarkan hasil pengujian hipotesis yang telah dilakukan menghasilkan beberapa kesimpulan antara lain: (1) profitabilitas dan *free cash flow* berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen, (2) kebijakan dividen, profitabilitas dan, *free cash flow* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan, (3) profitabilitas dan *free cash flow* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan dividen.

Daftar Pustaka

- [1] I. Della Fauzi dan Rukmini, "The Effect of Financial Performance Measured with Rentability Ratio Against Dividend Payout Ratio (Empirical Study on Manufacturing Companies group listed on BEI)," *Int. J. Econ. Bus. Account. Res.*, vol. 2, no. 1, hal. 19–33, 2018.
- [2] Nuriatullah, "Does Financial Ratios and Company Size Affect Dividend Payout Ratio?," *EkBis J. Ekon. dan Bisnis*, vol. 4, no. 1, hal. 393–412, Des. 2020, doi: 10.14421/EkBis.2020.4.1.1246.
- [3] F. C. Benyadi dan H. Andrianantenaina, "Profitability, Liquidity, Leverage and Firm Size on Dividend Payment," *Perspekt. Akunt.*, vol. 3, no. 2, hal. 155–166, 2020, doi: 10.24246/persi.vXiX.p155-166.
- [4] M. A. Adnan, B. Gunawan, dan R. Candrasari, "Pengaruh Profitabilitas, Leverage, Growth, dan Free Cash Flow terhadap Dividend Payout Ratio Perusahaan dengan Mempertimbangkan Corporate Governance sebagai Variabel Intervening," *J. Akunt. Audit. Indones.*, vol. 18, no. 2, hal. 89–100, Des. 2014, doi: 10.20885/jaai.vol18.iss2.art1.
- [5] J. Lucyanda dan Lilyana, "Pengaruh Free Cash Flow dan Struktur Kepemilikan terhadap Dividen Payout Ratio," *J. Din. Akunt.*, vol. 4, no. 2, hal. 129–138, 2012, doi: 10.15294/jda.v4i2.2171.
- [6] I. A. G. D. M. Sari dan I. B. P. Sedana, "Profitability and liquidity on firm value and capital structure as intervening variable," *Int. Res. J. Manag. IT Soc. Sci.*, vol. 7, no. 1, hal. 116–127, 2020, doi: 10.21744/irjmis.v7n1.828.
- [7] I. A. M. C. Dewi, M. M. R. Sari, I. G. A. . Budiasih, dan H. B. Suprasto, "Free cash flow effect towards firm value," *Int. Res. J. Manag. IT Soc. Sci.*, vol. 6, no. 3, hal. 108–116, Mei 2019, doi: 10.21744/irjmis.v6n3.643.
- [8] D. Kristianti dan J. E. H. J. Foeh, "The Impact Of Liquidity And Profitability On Firm Value With Dividend Policy As An Intervening Variable (Empirical Study Of Manufacturing Companies In The Pharmaceutical Sub Sector Listed On The Indonesia Stock Exchange In 2013-2017)," *J. Bisnis dan Kewirausahaan*, vol. 16, no. 1, hal. 65–78, Mar. 2020, doi: 10.31940/jbk.v16i1.1829.
- [9] M. Tamrin, H. R. Mus, Sudirman, dan A. Arfah, "Effect of Profitability and Dividend Policy on Corporate Governance and Firm Value: Evidence from the Indonesian Manufacturing Sectors," *IOSR J. Bus. Manag.*, vol. 19, no. 10, hal. 66–74, 2017.
- [10] I. G. N. P. A. Suartawan dan G. W. Yasa, "Pengaruh Investment Opportunity Set dan Free Cash Flow Pada Kebijakan Dividen dan Nilai Perusahaan," *J. Ilm. Akunt. dan Bisnis*, vol. 11, no. 2, hal. 63–74, Mar. 2016, doi: 10.24843/JIAB.2016.v11.i02.p01.
- [11] S. G. Anton, "The Impact of Dividend Policy on Firm Value. A Panel Data Analysis of

- Romanian Listed Firms,” *J. Public Adm. Financ. Law*, vol. 2016, no. 10, hal. 107–112, 2016.
- [12] A. E. Irawati dan E. F. Komariyah, “The Role of Capital Structure on The Effect of Dividend Policy and Business Risk on Firm Value (Evidence from Indonesian Manufacturing Company),” *Indones. J. Account. Res.*, vol. 22, no. 2, hal. 207–228, Mei 2019, doi: 10.33312/ijar.463.
- [13] S. Hansda, A. Sinha, dan K. Bandopadhyay, “Impact of Dividend Policy on Firm Value with Special Reference to Financial Crisis,” *SIT J. Manag.*, vol. 10, no. 2, hal. 158–175, 2020.
- [14] H.-J. Yeo, “Role of Free Cash Flows in Making Investment and Dividend Decisions: The Case of the Shipping Industry,” *Asian J. Shipp. Logist.*, vol. 34, no. 2, hal. 113–118, Jun. 2018, doi: 10.1016/j.ajsl.2018.06.007.
- [15] M. J. Gordon, “Optimal Investment and Financing Policy,” *J. Finance*, vol. 18, no. 2, hal. 264, Mei 1963, doi: 10.2307/2977907.
- [16] Y. S. Agbetonyo, E. Fromont, dan J.-L. Viviani, “Asymmetric Responses to Dividend Announcements,” *Rev. l’OFCE*, vol. 160, no. 6, hal. 77–104, 2018, doi: 10.3917/reof.160.0077.
- [17] F. Modigliani dan M. H. Miller, “Corporate Income Taxes And The Cost Of Capital: A Correction,” *Am. Econ. Rev.*, vol. 53, no. 3, hal. 433–443, 1963.
- [18] Bursa Efek Indonesia, “Indeks Harga Saham,” 2019. <https://www.idx.co.id/produk/indeks/> (diakses Feb. 20, 2021).
- [19] M. C. Jensen dan W. H. Meckling, “Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure,” *J. financ. econ.*, vol. 3, no. 4, hal. 305–360, Okt. 1976, doi: 10.1016/0304-405X(76)90026-X.
- [20] R. Manos, “Dividend Policy and Agency Theory: Evidence from Indian Firms,” *South Asia Econ. J.*, vol. 4, no. 2, hal. 275–300, Sep. 2003, doi: 10.1177/139156140300400206.
- [21] R. A. K. Wardani dan B. Siregar, “Pengaruh Aliran Kas Bebas terhadap Nilai Pemegang Saham dengan Set Kesempatan Investasi dan Dividen sebagai Variabel Moderator,” *J. Akunt. Dan Manaj.*, vol. 20, no. 3, hal. 157–174, 2009.
- [22] A. Garba, “Impact of Dividend-Per-Share on Common Stock Returns: A Case Study of Some Selected Manufacturing Firms Listed on the Nigerian Stock Exchange,” *Eur. J. Bus. Manag.*, vol. 6, no. 30, hal. 36–42, 2014.
- [23] S. Battacharya, “An Exploration of Nondissipative Dividend-Signaling Structures,” *J. Financ. Quant. Anal.*, vol. 14, hal. 667–668, 1979.
- [24] J. Lintner, “Dividends, Earnings, Leverage, Stock Prices and the Supply of Capital to Corporations,” *Rev. Econ. Stat.*, vol. 44, no. 3, hal. 243, Agus. 1962, doi: 10.2307/1926397.
- [25] V. R. Putri dan M. C. Kurniawan, “Pengaruh Laba Akuntansi, Tingkat Hutang, dan Arus Kas Operasi Terhadap Dividen Tunai (Studi Empiris Pada Perusahaan Jasa Keuangan Yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2012-2015),” *J. Akunt. Keuang. dan Bisnis*, vol. 10, no. 2, hal. 89–96, 2017.
- [26] M. I. Dharma, B. Hermanto, dan D. Fordiani, “Rasio Pembayaran Dividen pada Subsektor Industri Pariwisata, Hotel, dan Restoran Tahun 2013-2017,” *J. Akunt. Keuang. dan Bisnis*, vol. 13, no. 2, hal. 70–77, 2020.
- [27] M. Spence, “Job Market Signaling,” *Q. J. Econ.*, vol. 87, no. 3, hal. 355, Agus. 1973, doi: 10.2307/1882010.