

PENGARUH *FREE CASH FLOW*, *OPERATING CASH FLOW*, DAN *DIVIDEND PAYOUT RATIO* TERHADAP NILAI PERUSAHAAN

Suwaldiman

Universitas Islam Indonesia
suwaldiman@uii.ac.id

Pramita Diwasasri

Universitas Islam Indonesia
pramitadiwa@yahoo.com

Diterima 26 April 2018

Disetujui 06 Desember 2018

Abstract-This research examines the impact of free cash flow, operating cash flow, and dividend payout ratio on the firm value which is represented by stock return. These research employees a multiple linear regression analysis to test the hypothesis. Samples used in this research are 159 manufacturing companies registered in Indonesia Stock Exchange for the period of 2013, 2014, and 2015. This research reveals that free cash flow and operating cash flow have no significant impact on the firm value. Those variables seem having no important contents in the point of view of investors. Therefore, they do not response to the information. However, this research proves that dividend payout ratio have significant impact on the firm value. It can be concluded that dividend payout ratio is more important than those of free cash flow and operating cash flow. Investors will positively response to the dividend information and it will significantly increase the firm value.

Keywords: *dividend payout ratio, firm value, free cash flow, operating cash flow, stock return*

I. Pendahuluan

Kas, atau dana tunai, merupakan salah satu masalah dasar perusahaan. Bentuk bisnis perusahaan, adalah mengorganisir perusahaan sebagai suatu korporasi, merupakan metode standar untuk memecahkan masalah yang berhubungan dengan peningkatan jumlah dana tunai yang besar (Sjahrial, 2007). Dengan bentuk perusahaan sebagai korporasi atau perseroan terbatas, memungkinkan perusahaan untuk menghimpun dana dengan cakupan lebih besar selain dari investor maupun kreditor, yaitu dengan menerbitkan surat-surat berharga atas kepemilikan perusahaan. Perusahaan menghimpun dana dari penjualan surat berharga dan menginvestasikannya ke dalam proyek-proyek perusahaan. Kas yang dihasilkan dapat digunakan untuk mengembalikan dana investor dan kreditor serta memberi dividen bagi pemegang saham.

Keputusan untuk mempercayakan dana pada perusahaan salah satunya dengan melihat nilai perusahaan. Nilai perusahaan sangat penting karena dengan nilai perusahaan yang tinggi akan diikuti oleh tingginya kemakmuran pemegang saham (Hardiyanti, 2012). Banyak hal yang dapat dijadikan indikator nilai suatu perusahaan, salah satunya adalah *return* saham atau hasil pengembalian saham. *Return* saham melihat selisih dari harga saham. Dengan angka yang didapatkan dari perhitungan *return* saham, dapat terlihat secara jelas margin yang diperoleh oleh pemegang saham di luar dividen. Jika dihubungkan dengan tujuan perusahaan, yaitu memperkaya pemegang saham, artinya penggunaan *return* saham sebagai tolak ukur nilai perusahaan dapat diterima.

Salah satu hal yang dapat mempengaruhi fluktuasi harga saham adalah kondisi keuangan. Kinerja perusahaan merupakan suatu hal yang sangat penting, karena kinerja perusahaan berpengaruh dan dapat digunakan sebagai alat untuk mengetahui apakah perusahaan mengalami perkembangan atau sebaliknya (Zuliarni, 2012). Media yang dapat digunakan oleh pengguna informasi untuk melihat kinerja perusahaan adalah laporan keuangan. Dalam PSAK, disebutkan bahwa laporan keuangan adalah suatu penyajian terstruktur dari posisi keuangan dan kinerja keuangan suatu entitas (Ikatan Akuntan Indonesia, 2009). Informasi yang terkandung dalam laporan keuangan dapat digunakan untuk dasar analisis pengambilan keputusan.

Kas memiliki peran penting dalam keberlangsungan perusahaan. *Operating cash flow* menggambarkan kemampuan perusahaan untuk beroperasi tanpa mengandalkan dana di luar kegiatan operasi. Performa arus kas perusahaan akan mempengaruhi pengambilan keputusan investor dan berdampak pada *return* saham. Sehingga dapat dipahami bila ukuran kegiatan operasi perusahaan semakin tinggi, maka akan berdampak pada peningkatan *return* perusahaan (Mardani, 2012). *Free cash flow* menggambarkan besarnya uang tunai yang dapat didistribusikan kepada investor setelah dikurangi investasi modal kerja dan aktiva tetap. Semakin besar *free cash flow* perusahaan artinya mengindikasikan pertumbuhan perusahaan yang baik. Performa perusahaan yang tinggi mengindikasikan nilai perusahaan yang tinggi yang digambarkan dalam *return* untuk pemegang saham melalui harga saham atau laba ditahan dalam perusahaan untuk diinvestasikan pada masa mendatang (Yudianti, 2005). Semakin baik performa perusahaan, *return* yang diterima pemegang saham juga akan meningkat dan otomatis nilai perusahaan dimata pemegang saham meningkat karena mampu mencapai tujuannya untuk memperkaya pemegang saham.

Dari penelitian sebelumnya, terdapat ketidakcocokan hasil antara satu dengan yang lainnya. Pada penelitian Nym & Yuliantari (2014) diperoleh hasil bahwa *operating cash flow* tidak berpengaruh signifikan terhadap *return* saham, sementara Mardani (2015) menyatakan bahwa *operating cash flow* berpengaruh signifikan terhadap *return* saham. Ketidakcocokan lain dapat terlihat dari perbandingan antara hasil penelitian Putriani & Sukartha (2014) dan Embara, Wiagustini, & Badjara (2012). Penelitian Embara, Wiagustini, & Badjara (2012) menunjukkan bahwa *free cash flow* berpengaruh positif terhadap harga saham. Hasil penelitian Putriani & Sukartha (2014), sebaliknya, menyatakan bahwa *free cash flow* tidak berpengaruh pada *return* saham. Perbandingan lain dapat dilihat dari penelitian Carlo (2014) dan Pakpahan (2010). Pada penelitian Pakpahan (2010) diperoleh hasil bahwa *dividend payout ratio* tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan, tetapi Carlo (2014) menyatakan bahwa *dividend payout ratio* berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Ketidakcocokan ini diduga peneliti terjadi karena perbedaan metode dan obyek penelitian. Penelitian ini ditujukan untuk menjawab pertanyaan berikut:

- a. apakah *free cash flow* berpengaruh terhadap nilai perusahaan?
- b. apakah *operating cash flow* berpengaruh terhadap nilai perusahaan?
- c. apakah *dividend payout ratio* berpengaruh terhadap nilai perusahaan?

II. Tinjauan Literatur dan Hipotesis

Signaling Theory

Asimetri informasi terjadi ketika salah satu pihak, dalam hal ini manajemen, memiliki informasi lebih terkait perusahaan yang tidak diketahui oleh pihak lain yaitu pihak eksternal. Hal ini dapat menyebabkan masalah seperti manajemen laba dan pengambilan keputusan yang tidak tepat oleh pihak eksternal. Penerbitan laporan keuangan yang telah diaudit merupakan cara perusahaan untuk mengatasi masalah asimetri informasi. *Signaling theory* atau teori sinyal mengungkapkan tentang fungsi informasi keuangan sebagai sinyal, isyarat, ataupun

tanda atas prospek perusahaan pada pihak eksternal sebagai dasar pertimbangan pihak eksternal untuk menilai perusahaan dan mengambil keputusan yang tepat (Brigham & Ehrhardt, 2007, hal. 579-580).

Informasi terkait *free cash flow*, *operating cash flow*, dan kebijakan dividen dilihat sebagai sinyal untuk menentukan prospek perusahaan. *Operating cash flow* dapat dijadikan indikator untuk melihat kemampuan perusahaan terkait pelunasan hutang, operasi perusahaan, serta penentuan laba bersih perusahaan. Besarnya *operating cash flow* akan mempengaruhi jumlah kas pada *free cash flow* perusahaan. Dalam penelitiannya, Abdullah (2002) menyatakan bahwa *free cash flow* dapat digunakan sebagai sinyal melalui pendistribusian kas sebagai dividen. Semakin besar keuntungan yang didapat, secara tidak langsung juga akan meningkatkan besarnya *cash dividend* yang diterima para pemegang saham. Pihak eksternal akan menilai bahwa kinerja perusahaan cukup baik karena mampu memberikan timbal balik, dalam penelitian ini disimbolkan dengan *dividend payout ratio*, bagi pemegang saham. Dapat dikatakan *cash dividend* cenderung mengindikasikan sinyal positif terkait kemampuan perusahaan untuk menghasilkan kas (Horne & Wachowicz, 2008, hal. 494-495).

Free Cash Flow

Free cash flow atau arus kas bebas adalah jumlah uang tunai yang tersedia dari operasi setelah investasi pada modal kerja operasional bersih dan aktiva tetap. Arus kas bebas bisa bersifat positif dan negatif. Positif artinya ada kelebihan kas masuk, yang dapat didistribusikan baik pada investor maupun kreditur. Sedangkan negatif artinya ada kelebihan kas keluar, yang menyebabkan munculnya kewajiban bagi investor dan kreditur untuk menutupinya (Arthur J. Keown, 2011). Pramono (2007) juga menyatakan bahwa arus kas bebas adalah uang tunai yang memang bisa disediakan oleh perusahaan untuk para investornya setelah perusahaan memiliki aktiva tetap dan cukup modal kerja untuk mendukung kegiatan bisnisnya termasuk memelihara aktiva tetapnya. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa *free cash flow* adalah uang tunai yang tersedia bagi investor setelah dikurangi untuk investasi modal kerja dan aktiva tetap.

Operating Cash Flow

Bergenvin (2002) mendefinisikan *operating cash flow* atau arus kas dari kegiatan operasi sebagai kas, baik yang tersedia atau digunakan, untuk kegiatan utama perusahaan. Dilihat dari pengertiannya, dapat disimpulkan *operating cash flow* menggambarkan sumber kas secara internal. *Operating cash flow* penting untuk melihat keberlangsungan suatu usaha. Walaupun perusahaan memiliki laba yang besar, tetapi tanpa kas perusahaan dapat terancam gagal untuk membayar kewajibannya, baik membayar hutang maupun dividen. Maka dari itu, penting untuk menganalisis *operating cash flow* perusahaan dengan tepat agar mampu melihat kemampuan perusahaan untuk menghasilkan kas, membayar kewajiban, mendanai aktivitas perusahaan, mengelola kas yang ada, dan mengimplementasikan strategi perusahaan.

Dividend Payout Ratio

Dividend payout ratio merupakan suatu persentase, menurut Gitman (2003), yang menunjukkan perolehan perusahaan yang didistribusikan kepada pemilik dalam bentuk uang tunai. Sedangkan Agus Sartono (2001) menyatakan bahwa rasio pembayaran dividen adalah persentase laba yang dibayarkan dalam bentuk dividen, atau rasio antara laba yang dibayarkan dalam bentuk dividen dengan total laba yang tersedia bagi pemegang saham. Dapat disimpulkan bahwa persentase *dividend payout ratio* didapatkan dengan hasil perbandingan antara dividen dengan laba yang tersedia bagi para pemegang saham biasa.

Nilai Perusahaan

Nilai perusahaan merupakan persepsi investor terhadap tingkat keberhasilan perusahaan yang sering dikaitkan dengan harga saham (Sujoko & Soebiantoro, 2007). Nilai perusahaan yang tinggi akan membuat pasar percaya tidak hanya pada kinerja perusahaan saat ini namun juga pada prospek perusahaan di masa depan (Soliha, 2002). Maka dari itu, perusahaan terus berupaya meningkatkan nilai di mata masyarakat, karena begitu pasar percaya dengan perusahaan maka dana yang terhimpun untuk kelangsungan perusahaan akan semakin besar. Dengan dana yang cukup, perusahaan akan mampu terus beroperasi, berkembang dan meningkatkan kekayaan pemilik perusahaan.

Dalam penelitian ini, peneliti menggunakan *return* saham sebagai tolak ukur nilai perusahaan. *Return* saham adalah sejumlah tingkat keuntungan yang diharapkan oleh investor melalui harga yang telah diinvestasikan melalui saham. Jika harga saham investasi sekarang lebih tinggi dari harga saham investasi periode lalu ini berarti terjadi keuntungan modal (*capital gain*), sebaliknya terjadi kerugian modal (*capital loss*) (Hartono, 2009).

Pengaruh *Free Cash Flow* terhadap Nilai Perusahaan

Semakin besar *free cash flow* perusahaan mengindikasikan pertumbuhan perusahaan yang baik pula. Performa perusahaan yang tinggi mengindikasikan nilai pemegang saham (*shareholder value*) yang tinggi yang digambarkan dalam *return* yang tinggi untuk pemegang saham melalui dividen, harga saham atau laba ditahan dalam perusahaan untuk diinvestasikan pada masa mendatang (Yudianti, 2005).

Hasil penelitian Putriani dan Sukartha (2014), sebaliknya, menunjukkan bahwa *free cash flow* tidak berpengaruh signifikan pada *return* saham. Maka dari itu, perlu dilakukan pengujian terkait hubungan *free cash flow* dengan *return* saham.

H1: Free cash flow berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.

Pengaruh *Operating Cash Flow* terhadap Nilai Perusahaan

Kas sangat penting guna kelangsungan kegiatan perusahaan, sehingga arus kas atau *cash flow* merupakan salah satu aspek yang diperhatikan oleh investor sebagai dasar pengambilan keputusan. Hal ini mengakibatkan setiap publikasi informasi arus kas akan menimbulkan reaksi investor yang berdampak pula pada volume perdagangan saham serta fluktuasi harga saham (Octaria, Salim, & Anastasia, 2003).

Terdapat ketidakcocokan pada penelitian terdahulu yang dijadikan sebagai acuan. Hasil penelitian Mardani (2005) dan Putriani & Sukartha (2014) menyatakan bahwa *operating cash flow* berpengaruh signifikan terhadap *return* saham, sementara hasil penelitian Nym & Yuliantari (2014) menyatakan bahwa *operating cash flow* tidak berpengaruh signifikan terhadap *return* saham. Maka dari itu, perlu dilakukan pengujian terkait hubungan *operating cash flow* dengan *return* saham.

H2: Operating cash flow berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.

Pengaruh *Dividend Payout Ratio* terhadap Nilai Perusahaan

Dividend payout ratio menggambarkan persentase distribusi perolehan perusahaan kepada pemilik. Perusahaan yang memiliki DPR yang tinggi tentu saja menyebabkan nilai harga sahamnya meningkat karena investor memiliki kepastian pembagian dividen yang lebih baik atas investasinya (Kurniati, 2003). Peningkatan ini ikut mendorong jumlah permintaan atas saham tersebut, yang ikut meningkatkan harga saham dan berimbas pada *return* yang positif (Amarjit, Biger, & Tibrewa, 2010).

Terdapat ketidakcocokan pada penelitian terdahulu yang dijadikan sebagai acuan. Hasil penelitian Carlo (2014) menyatakan bahwa *dividend payout ratio* berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan, sementara hasil penelitian Pakpahan (2010) menyatakan bahwa *dividend payout ratio* tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Maka dari itu, perlu dilakukan pengujian terkait hubungan *dividend payout ratio* dengan nilai perusahaan.

H3: Dividend payout ratio berpengaruh signifikan terhadap return saham.

III. Metode Penelitian

Populasi dan Sampel

Populasi dari penelitian ini adalah seluruh perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode tahun 2013 sampai 2016. Alasan pemilihan populasi pada penelitian ini dikarenakan perusahaan manufaktur membutuhkan aktiva lancar dalam frekuensi yang tinggi, salah satunya kas, untuk terus melakukan operasinya dan terdaptarnya perusahaan tersebut di Bursa Efek Indonesia menandakan perusahaan juga berupaya menghimpun dana melalui jual-beli saham. Pengambilan sampel penelitian menggunakan metode *Non Probability Sampling*, yaitu teknik pengambilan sampel yang tidak memberi peluang atau kesempatan sama bagi setiap populasi untuk dipilih menjadi sampel. Teknik yang digunakan adalah metode *purposive sampling* yaitu teknik pengambilan sampel yang tidak acak atau dengan kriteria tertentu sebagai berikut:

- Perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.
- Perusahaan manufaktur yang mempublikasikan laporan keuangannya di Bursa Efek Indonesia dalam periode tahun 2013 sampai dengan tahun 2016.
- Perusahaan yang membagikan dividen pada tahun 2013, 2014, 2015, atau 2016.

Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini berupa data sekunder yaitu laporan keuangan yang sudah diterbitkan oleh perusahaan-perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). Laporan keuangan tersebut diperoleh dengan cara mengunduh dari website Bursa Efek Indonesia (www.idx.co.id). Metode pengumpulan data yang digunakan adalah metode dokumentasi yang bersumber dari data sekunder. Metode ini dilakukan dengan mengumpulkan, mencatat, dan mengolah data yang berkaitan dengan penelitian.

Variabel *Free Cash Flow*

Free cash flow atau arus kas bebas adalah jumlah uang tunai yang tersedia dari operasi setelah investasi pada modal kerja operasional bersih dan aktiva tetap. Variabel ini dihitung menggunakan rumus Brigham dan Houston (2010), yaitu:

$$\begin{aligned} \text{Free cash flow} &= \text{NOPAT} - \text{investasi bersih pada modal operasi} \\ \text{NOPAT (net operating profit after tax)} &= \text{EBIT} \times (1 - \text{tarif pajak}) \\ \text{Investasi bersih modal operasi} &= \text{Total modal operasi}_t - \text{total modal operasi}_{t-1} \\ \text{Total modal operasi} &= \text{Modal kerja operasi bersih} + \text{aset tetap bersih} \\ \text{Modal kerja operasi bersih} &= \text{Aset lancar} - \text{kewajiban lancar tanpa bunga} \end{aligned}$$

Variabel *Operating Cash Flow*

Operating cash flow adalah arus kas yang berasal dari kegiatan utama operasional perusahaan. *Operating cash flow* diukur dengan rumus:

$$\text{OCF} = \text{Kas bersih dari kegiatan operasi perusahaan}$$

Variabel *Dividend Payout Ratio*

Dividend payout ratio adalah persentase laba yang dibayarkan pada pemegang saham dalam bentuk dividen. *Dividend payout ratio* dapat ditentukan dengan rumus sebagai berikut (Ang, 1997)

$$DPR = \text{dividend per share} / \text{earning per share.}$$

Variabel Nilai Perusahaan

Tolak ukur yang digunakan untuk menggambarkan nilai perusahaan dalam penelitian ini adalah return saham. *Return* saham adalah sejumlah tingkat keuntungan yang diharapkan oleh investor melalui harga yang telah diinvestasikan melalui saham. Dalam penelitian ini *return* saham diukur dengan cara:

$$\text{Return Saham} = (P_{ta+5} - P_{ta}) / P_{ta}$$

P_{ta} = harga saham pada tanggal laporan keuangan auditan

P_{ta+5} = harga saham pada hari kelima setelah tanggal laporan keuangan auditan

Uji Normalitas

Uji normalitas digunakan untuk mengetahui apakah data berdistribusi normal atau tidak. Pengujian ini menggunakan metode *Kolmogorov Smirnov* dengan kriteria pengujian $\alpha = 0,05$ (Santoso, 2000), dengan kesimpulan data sampel berdistribusi normal apabila nilai $\alpha \text{ sig} \geq 0,05$

Uji Autokorelasi

Uji autokorelasi bertujuan untuk menguji apakah sebuah model regresi linear ada korelasi dengan antara kesalahan pengganggu periode t dengan kesalahan pada periode $t-1$ (sebelumnya). Model yang baik harus bebas dari autokorelasi. Pengujian autokorelasi yang banyak digunakan adalah dengan metode *Durbin-Watson* yang kriteria kesimpulannya sebagai berikut:

Tabel 1.
Kriteria Autokorelasi Durbin-Watson (DW)

KRITERIA AUTOKORELASI <i>DURBIN-WATSON</i> (DW)	Keputusan	Syarat
Tidak ada autokorelasi positif	Tolak	$0 < DW < dL$
Tidak ada autokorelasi negatif	Tolak	$4 - dL < DW < 4$
Tidak ada autokorelasi, positif atau negatif	Tdk ditolak	$dU < DW < 4 - dU$

Uji Multikolinearitas

Uji multikolinieritas dilakukan dengan tujuan untuk menguji model regresi ditemukan adanya korelasi antara variabel independen. Model regresi yang baik seharusnya bebas dari masalah multikolenieritas. Uji ini menggunakan *Variance Inflation Factor* (VIF) dengan kesimpulan jika nilai *centered VIF* < 10 maka data tidak memiliki masalah multikolinieritas.

Uji Heterokedastisitas

Menurut Ghozali (2001), uji heterokedastisitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan varian dari residual satu pengamatan ke pengamatan lain.

Untuk mendeteksi adanya gejala heterokedastisitas dapat dilakukan dengan uji *Glejser*. Jika jika nilai *Prob. sig* > 0,05 maka tidak terdapat masalah heteroskedastisitas.

Regresi Linear Berganda

Alat uji hipotesis yang digunakan dalam penelitian ini adalah analisis regresi linier berganda. Persamaan umum regresi berganda yang digunakan dalam penelitian ini adalah:

$$Y = \alpha + \beta_1 FCF + \beta_2 OCF + \beta_3 DPR + e$$

Y : nilai perusahaan

FCF : free cash flow

OCF : operating cash flow

DPR : dividend payout ratio

Uji Koefisien Determinasi (R^2)

Koefisien Determinasi (R^2) pada intinya mengukur seberapa jauh kemampuan model dalam menerangkan variasi variabel dependen (Ghozali, 2007). Nilai koefisien determinasi adalah antara nol dan satu. Nilai R^2 yang kecil berarti kemampuan variabel-variabel independen dalam menjelaskan variasi variabel dependen amat terbatas. Nilai yang mendekati satu berarti variabel-variabel independen memberikan hampir semua informasi yang dibutuhkan untuk memprediksi variasi variabel dependen.

Uji Hipotesis

Pengujian hipotesis digunakan untuk mengetahui pengaruh variabel yang diteliti, dalam penelitian ini dengan melihat *P-Value* dari hasil uji regresi berganda dengan menggunakan alat statistik *Statistical Program for Social Science* (SPSS). Pengujian dilakukan dengan uji regresi berganda dengan menggunakan derajat kepercayaan sebesar 95% dan tingkat kesalahan (α) sebesar 5%. Apabila *P-value* < 0,05 dengan $\alpha=5\%$ maka dapat dikatakan variabel independen berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen.

IV. Hasil dan Pembahasan

Analisis Statistik Deskriptif

Hasil analisis deskriptif dapat dilihat pada tabel-1. Berdasarkan tabel tersebut dapat dideskripsikan beberapa hal berikut:

1. Rata-rata *Free Cash Flow* (FCF) adalah sebesar 537.281,3906, nilai minimum sebesar 527,11, nilai maksimum sebesar 3.366.452,14, dan standar deviasi sebesar 689.469,15259 dengan jumlah observasi (N) sebesar 159.
2. Rata-rata *Operating Cash Flow* (OCF) adalah sebesar 720.876,3321, nilai minimum sebesar 340,88, nilai maksimum sebesar 5.127.377,50 dan standar deviasi sebesar 15,11066 dengan jumlah observasi (N) sebesar 159.
3. Rata-rata *Dividend Payout Ratio* (DPR) adalah sebesar 0,6610, nilai minimum sebesar 0,02, nilai maksimum sebesar 1,91 dan standar deviasi sebesar 0,32355 dengan jumlah observasi (N) sebesar 159.
4. Rata-rata Nilai Perusahaan yang disimbolkan dengan *return* saham adalah sebesar 0,0982, nilai minimum sebesar 0,00, nilai maksimum sebesar 0,33 dan standar deviasi sebesar 0,09377 dengan jumlah observasi (N) sebesar 159.

Hasil Uji Normalitas

Uji normalitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi variabel dependen dan variabel independen berdistribusi normal. Model regresi yang baik adalah

memiliki distribusi data normal atau mendekati normal. Penelitian ini menggunakan uji *Kolmogorov Smirnov*, dengan hasil uji sebagai dalam tabel-2. Berdasarkan hasil uji normalitas dengan *Kolmogorov Smirnov Test* tersebut dapat dilihat bahwa nilai probabilitas = 0.994, nilai ini lebih besar dari 0.05 maka data dinyatakan memenuhi asumsi normalitas.

Hasil Uji Autokorelasi

Uji autokorelasi bertujuan untuk menguji apakah sebuah model regresi linear ada korelasi dengan antara kesalahan pengganggu periode t dengan kesalahan $t-1$. Penelitian ini menggunakan uji *Durbin Watson* dengan hasil uji seperti dalam tabel-3. Suatu model dinyatakan bebas autokorelasi apabila nilai hitung *Durbin Watson* memenuhi kriteria $dU < DW < 4 - dU$. Berdasarkan hasil uji autokorelasi dalam tabel-3 nilai *DW* sebesar 2,008 di mana; $1,7792 < 2,008 < 2,2208$, maka model bebas dari masalah autokorelasi.

Hasil Uji Multikolinearitas

Hasil uji multikolinearitas dengan menggunakan *Variance Inflation Factor* (VIF) dapat dilihat pada tabel-4. Uji multikolinieritas digunakan untuk melihat apakah ada hubungan antar variabel independen. Berdasarkan tabel-4 nilai *Variance Inflation Factor* (VIF) untuk variabel FCF = 2,3; variabel OCF = 2,27; dan variabel DPO = 1,089. Nilai VIF untuk semua variabel independen tersebut kurang daripada 10. Hasil pengujian ini mengindikasikan bahwa model regresi yang digunakan dalam penelitian ini tidak terjadi multikolinearitas.

Hasil Uji Heterokedastisitas

Uji heteroskedastisitas dilakukan untuk melihat apakah ada ketidaksamaan varian dari residual satu pengamatan. Untuk mendeteksi adanya gejala heterokedastisitas dapat dilakukan dengan uji Gletser. Jika jika nilai *Prob. Sig* $> 0,05$ maka tidak terdapat masalah heteroskedastisitas. Hasil uji heteroskedastisitas dapat dilihat pada tabel-5. Berdasarkan tabel-5 nilai *sig.* untuk variabel FCF = 0,789; variabel OCF = 0,279; dan variabel DPO = 0.179. Nilai *sig.* untuk semua variabel independen tersebut > 0.05 . Hasil pengujian ini mengindikasikan bahwa model regresi yang digunakan dalam penelitian ini tidak terjadi heteroskedastisitas.

Hasil Uji Koefisien Determinasi

Koefisien Determinasi (R^2) pada intinya mengukur seberapa jauh kemampuan model dalam menerangkan variasi variabel dependen (Ghozali, 2007). Semakin tinggi R^2 suatu regresi atau semakin mendekati 1, maka hasil regresi tersebut semakin baik ($0 < R^2 < 1$). Nilai determinasi ditentukan dengan nilai *adjusted R square*. Hasil uji koefisien determinasi dalam tabel-6 menunjukkan nilai *adjusted R²* sebesar 0,560 yang dapat disimpulkan bahwa variabel dependen yaitu Nilai Perusahaan dijelaskan oleh variabel independen yaitu *Free Cash Flow*, *Operating Cash Flow*, dan *Dividend Payout Rati* sebesar 56%, sedangkan sisanya 44% dijelaskan oleh faktor lain diluar model.

Hasil Regresi Linear Berganda

Penelitian ini menggunakan uji regresi linier berganda untuk melihat apakah ada pengaruh antara *free cash flow*, *operating cash flow*, dan *dividend payout ratio* terhadap nilai perusahaan. Hasil uji regresi linier berganda disajikan dalam tabel-6 dapat dirumuskan dalam persamaan regresi berikut:

$$Y = - 4,36 - 0,51FCF + 0,20OCF + 0,89DPO + e$$

Berdasarkan persamaan regresi di atas di atas diperoleh bahwa nilai β_1 variabel FCF adalah -0,51 yang berarti jika terjadi kenaikan *Free Cash Flow* sebesar 1 satuan maka Nilai Perusahaan akan turun sebesar 0,51 dengan asumsi variabel lain adalah konstan. Tabel-6 juga menunjukkan nilai *p-value* dari *Free Cash Flow* = 0,243; nilai ini lebih besar daripada 0,05. Dari angka tersebut, dapat disimpulkan bahwa *free cash flow* tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.

Nilai β_2 untuk variabel OCF adalah 0,20 yang berarti jika terjadi kenaikan *Operating Cash Flow* sebesar 1 satuan maka nilai perusahaan (Y) akan naik 0,20 dengan asumsi variabel lain adalah konstan. Tabel-6 juga menunjukkan nilai *p-value* dari *Operating Cash Flow* menunjukkan nilai Sig. = 0,135; nilai ini lebih besar daripada 0,05. Dari angka tersebut, dapat disimpulkan bahwa *operating cash flow* tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.

Nilai β_3 untuk variabel DPO adalah 0,89 yang berarti jika terjadi kenaikan *Dividend Payout Ratio* sebesar 1 satuan maka nilai perusahaan (Y) akan naik sebesar 0,89 dengan asumsi variabel lain adalah konstan. Tabel-6 juga menunjukkan nilai *p-value* dari *Dividend Payout Ratio* menunjukkan nilai Sig. = 0,029; nilai ini lebih kecil daripada 0,05. Dari angka tersebut, dapat disimpulkan bahwa *dividend payout ratio* berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.

Tabel-6 juga menunjukkan nilai signifikansi F sebesar 0,020 lebih rendah daripada 0,05; sehingga model regresi yang dipakai dalam penelitian ini cukup layak untuk menjelaskan pengaruh *variabel free cash flow, operating cash flow, dan dividend payout ratio* terhadap nilai perusahaan.

Pengaruh Free Cash Flow terhadap Nilai Perusahaan

Besarnya *free cash flow* perusahaan dapat dijadikan sebagai acuan untuk menilai kinerja perusahaan. Semakin baik performa perusahaan untuk memperoleh keuntungan, akan menaikkan jumlah *free cash flow* perusahaan secara tidak langsung. Pendistribusian *free cash flow* untuk pemegang saham dalam bentuk dividen dipandang akan menaikkan nilai perusahaan, karena perusahaan berhasil mensejahterakan pemegang sahamnya.

Hasil penelitian ini sebagaimana dalam tabel-6 menunjukkan nilai *p-value* dari *free cash flow* = 0,243; nilai ini lebih besar daripada 0,05. Dari angka tersebut, dapat disimpulkan bahwa *free cash flow* tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Hal ini sejalan dengan penelitian Putriani dan Sukartha (2014), yang menyatakan bahwa *free cash flow* tidak berpengaruh signifikan dengan *return* saham. Hal ini sangat mungkin disebabkan karena perusahaan tidak mencantumkan informasi *free cash flow* dalam laporan keuangannya, sehingga pengguna informasi harus menganalisis lebih lanjut laporan keuangan untuk mengetahui besaran arus kas bebas atau *free cash flow* sebuah. Pergerakan harga saham yang terus berfluktuasi membutuhkan keputusan yang tepat dan cepat, sehingga pelaku pasar saham cenderung untuk mengambil keputusan berdasarkan informasi yang sudah tercantum di laporan keuangan.

Pengaruh Operating Cash Flow terhadap Nilai Perusahaan

Tabel-6 menunjukkan nilai *p-value* dari *operating cash flow* menunjukkan nilai Sig. = 0,135; nilai ini lebih besar daripada 0,05. Dari angka tersebut, dapat disimpulkan bahwa *operating cash flow* tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Penelitian ini menunjukkan bahwa investor tidak menganggap informasi *operating cash flow* sebagai faktor penting yang harus dipertimbangkan dalam membentuk harga saham; sehingga perubahan informasi *operating cash flow* tidak dirispon positif oleh investor.

Hasil penelitian ini sejalan dengan hasil penelitian Nym & Yuliantari (2014) yang menyatakan bahwa *operating cash flow* tidak berpengaruh signifikan terhadap *return* saham. Sebagian besar investor cenderung memilih untuk trading sehingga analisis teknikal lebih sering digunakan dibandingkan dengan analisis fundamental. Analisis teknikal menggunakan data historis harga saham serta menghubungkannya dengan trading volume yang terjadi dan kondisi ekonomi serta isu lain yang ada tanpa memperhatikan kinerja perusahaan (Sutrisno, 2005). Di sisi lain, *operating cash flow* digunakan untuk mengukur kinerja perusahaan dan dijadikan bahan dalam analisis fundamental. Kecenderungan investor untuk menggunakan analisis teknikal dapat menjelaskan alasan tidak signifikannya hubungan antara *operating cash flow* terhadap nilai perusahaan.

Pengaruh Dividend Payout Ratio terhadap Nilai Perusahaan

Hasil penelitian ini sebagaimana dalam tabel-6 menunjukkan bahwa nilai *p-value* dari *dividend payout ratio* menunjukkan nilai Sig. = 0,029; nilai ini lebih kecil daripada 0,05. Dari angka tersebut, dapat disimpulkan bahwa *dividend payout ratio* berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Penelitian ini menunjukkan bahwa informasi dividend merupakan informasi yang penting bagi investor dalam membentuk nilai perusahaan. Setiap ada kenaikan dividend akan direspon positif oleh investor sehingga akan menaikkan harga saham dan pada akhirnya akan menaikkan return.

Perusahaan dengan nilai DPR yang tinggi menyebabkan nilai harga sahamnya meningkat karena investor memiliki kepastian pembagian dividen yang lebih baik atas investasinya (Kurniati, 2003). Dividen akan menyebabkan investor tertarik untuk menanamkan dana dalam saham perusahaan terkait. Peningkatan jumlah permintaan atas saham tersebut akan meningkatkan harga saham dan berimbas pada *return* saham yang positif (Amarjit, Biger, & Tibrewa, 2010).

V. Simpulan, Keterbatasan dan Saran

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa free cash flow dan operating cash flow tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Naik turunnya variabel free cash flow dan operating cash flow tidak direspon positif oleh investor, sehingga sikap mereka terhadap informasi tersebut tidak akan berpengaruh signifikan terhadap naik turunnya nilai perusahaan. Beberapa kemungkinan yang bisa dijelaskan adalah informasi free cash flow merupakan informasi yang tidak dicantumkan secara eksplisit dalam laporan keuangan, sehingga besarnya harus dianalisis sendiri oleh investor. Dalam penelitian ini free cash flow diukur dengan selisih antara laba bersih dengan kenaikan aset investasi dalam tahun bersangkutan. Ada kemungkinan angka free cash flow menghasilkan angka negatif, sehingga cukup sulit untuk melihat adanya keterkaitan langsung antara free cash flow dengan nilai perusahaan.

Penelitian ini juga menyimpulkan bahwa operating cash flow bukan merupakan informasi penting bagi investor dalam membentuk nilai/harga saham/return perusahaan, sehingga bukan merupakan informasi yang akan berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.

Penelitian ini juga menyimpulkan bahwa dividend payout ratio berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Informasi dividend merupakan informasi yang penting bagi investor dalam membentuk nilai perusahaan. Setiap ada kenaikan dividend akan direspon positif oleh investor sehingga akan menaikkan harga saham dan pada akhirnya akan menaikkan return.

VI. Daftar Pustaka

- Abdullah, S. (2002). Free Cash Flow, Agency Theory dan Signaling Theory: Konsep dan Riset Empiris. *Jurnal Akuntansi dan Investasi*, 3(2), 151-170.
- Agustia, D. (2013). Pengaruh Faktor Good Corporate Governance, Free Cash Flow, dan Leverage Terhadap Manajemen Laba. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*, 15(1).
- Amarjit, G., Biger, N., & Tibrewa, R. (2010). Determinants of Dividend Payout Ratios: Evidence from United States. *The Open Business Journal*, 3, 8-14.
- Arthur J. Keown, D. F. (2011). *Manajemen Keuangan*. Jakarta: Indeks.
- Brigham, E. F., & Ehrhardt, M. C. (2007). *Financial Management*. United States of America: Thomson South Western.
- Carlo, M. A. (2014). Pengaruh Return on Equity, Dividend Payout Ratio, dan Price to Earnings Ratio pada Return Saham. *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana*, 7(1), 150-164.
- Embara, C., Wiagustini, N., & Badjara, I. (2012). Variabel-Variabel Yang Berpengaruh terhadap Kebijakan Dividen serta Harga Saham pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Manajemen, Strategi Bisnis dan Kewirausahaan*, 6(2).
- Fraser, L. M., & Orminston, A. (2001). *Understanding Financial Statement*. New Jersey: Prentice Hall.
- Ghozali, I. (2007). *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS*. Semarang: Universitas Diponegoro.
- Gitman, L. J. (2003). *Principles of Managerial Finance*. Boston: Pearson Addison Wesley.
- Hardiyanti, N. (2012). Analisis Pengaruh Insider Ownership, Leverage, Profitabilitas, Firmsize Dan Dividen Payout Ratio Terhadap Nilai Perusahaan. Semarang: Universitas Diponegoro.
- Hartono, J. (2009). *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Yogyakarta: BPF.
- Hery. (2009). *Teori Akuntansi*. Jakarta: Prenada Media Group.
- Horne, J. C., & Wachowicz, J. M. (2008). *Fundamentals of Financial Management*. England: Pearson Education.
- Ikatan Akuntan Indonesia. (2009). *Standar Akuntansi Keuangan*. Jakarta: Salemba Empat.
- Kurniati, E. (2003). Analisis Pengaruh Dividend Payout Ratio, Current Ratio, Pertumbuhan Asset, dan Leverage terhadap Return Saham.

- Mardani, R. M. (2012). Pengaruh Earnings, Residual Income, Economic Value Added, dan Operation Cash Flow Terhadap Return Saham. *Jurnal Fakultas Ekonomi Universitas Islam Malang*, 1.
- Nym, N., & Yuliantari, A. (2014). Pengaruh Financial Ratio , Firm Size , Dan Cash Flow Operating Terhadap Return Share Perusahaan F & B. *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana*, 7(3), 547-558.
- Octaria, M., Salim, Y., & Anastasia, T. (2003). Analisis Pengaruh Penilaian Kinerja dengan Konsep Konvensional dan Konsep Value Based terhadap Rate Of Return. *Simposium Nasional Akuntansi VI*, 438-449.
- Pakpahan, R. (2010). Pengaruh Faktor-Faktor Fundamental Perusahaan dan Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Ekonomi, Keuangan, Perbankan dan Akuntansi Politeknik Negeri Bandung*, 2, 211-227.
- Parsian, Koloukhi, H., & Shams, A. (2014). A Study on The Effect Of Free Cash Flow and Profitability Current Ratio on Dividend Payout Ratio: Evidence from Tehran Stock Exchange. *Management Science Letters*, 4.
- Pramono, P. R. (2007). *Menilai Kinerja Manajer: Lewat Laporan Keuangan*. Jakarta: PT. Elex Media Komputindo.
- Putriani, N., & Sukartha, I. (2014). Pengaruh Arus Kas Bebas dan Laba Bersih pada Return Saham Perusahaan LQ-45. *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana*, 6(3), 390-401.
- Santoso, S. (2000). *Buku Latihan SPSS Statistik Parametrik*. Jakarta: PT Elex Media Komputindo Gramedia.
- Sartono, A. (2001). *Manajemen Keuangan Teori dan Aplikasi*. Yogyakarta: BPEF-YOGYAKARTA.
- Sjahrial, D. (2007). *Pengantar Manajemen Keuangan*. Jakarta: Mitra Wacana Media.
- Soliha, E. T. (2002). Pengaruh Kebijakan Hutang Terhadap Nilai Perusahaan serta Beberapa Faktor yang Mempengaruhinya. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis STIE Stikubank Semarang*, 1-18.
- Sudarmanto, R. G. (2013). *Statistik Terapan Berbasis Komputer dengan Program IBM SPSS Statistic 19*. Jakarta: Media Wacana Media.
- Sugiyono. (1999). *Statistik untuk Penelitian*. Bandung: Alfabeta.
- Sujoko, & Soebiantoro. (2007). Pengaruh Struktur Kepemilikan Saham, Leverage, Faktor Intern dan Faktor Ekstern terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan*, 9(47).

Yudianti, F. N. (2005). The Effect of Investment Opportunity Set and Earnings Management to the Relationship between Free Cash Flow and Shareholder Value. Yogyakarta: Universitas Gadjah Mada.

Zuliarni, S. (2012). Pengaruh Kinerja Keuangan Terhadap Harga Saham Pada Perusahaan Mining and Mining Service di Bursa Efek Indonesia (BEI). Jurnal Aplikasi Bisnis, 3(1).

VII. Lampiran

Tabel-1: Statistik Deskriptif

	FCF	OCF	PR	turn
N	159	159	59	59
Mean	537.281, 3906	720.876,3 321	6610	0982
Std. Deviasi	689.469, 15259	881.831,1 7804	3235 5	0937 7
Minimum	527,11	340,88	02	00
Maximum	3.366.45 2,14	5.127.377, 50	,91	33

Tabel-2: Hasil Uji Normalitas

Model Regresi	Sig.	Nilai Kritis	Keterangan
1	0,994	0,05	Normal

Tabel-3: Hasil Uji Autokorelasi

Model Regresi	L	dU	DW	4-dU	Keterangan
1 (k=3)	,70 24	1,77 92	2,00 8	2,2208	Bebas autokorelasi

Tabel-4: Uji Multikolinearitas

Variabel	VI F	Nilai Kritis	Keterangan
<i>Free Cash Flow</i>	2,3 02	10	Bebas Multikolinearitas
<i>Operating Cash Flow</i>	2,2 75	10	Bebas Multikolinearitas
<i>Dividend Payout Ratio</i>	1,0 89	10	Bebas Multikolinearitas

Tabel-5: Uji Heterokedastisitas

Variabel	sig.	Nilai Kritis	Keterangan
<i>Free Cash Flow</i>	,789	0,05	Bebas Heteroskedastisitas
<i>Operating Cash Flow</i>	,279	0,05	Bebas Heteroskedastisitas
<i>Dividend Payout Ratio</i>	,179	0,05	Bebas Heteroskedastisitas

Tabel-6: Hasil Regresi Linier Berganda

Variabel	Koef. Regresi	Std Error	t-Statistik	Sig.
Konstanta	-4,36	0,61	7,152	0,000
Free Cash Flow	-0,51	0,41	1,249	0,243
Operating Cash Flow	0,20	0,12	1,641	0,135
Dividend Payout Ratio	0,89	0,34	2,599	0,029

$R^2 = 0,695$
 $Adj. R^2 = 0,560$
 F Statistik = 5,134 dan sig. 0,020
 N = 159