

**PENGARUH KEBIJAKAN DIVIDEN DAN KEBIJAKAN UTANG
TERHADAP RETURN SAHAM DENGAN FREE CASH FLOW SEBAGAI
VARIABEL MODERASI PADA PERUSAHAAN MANUFAKTUR YANG
TERDAFTAR DI BURSA EFEK INDONESIA (BEI) PERIODE 2013-2016**

Sri Murni¹, Inge Lengga Sari Munthe², Hj. Asmaul Husna³

Email: murnisrii27@gmail.com

Program Studi Akuntansi, Fakultas Ekonomi, Universitas Maritim Raja Ali Haji

ABSTRAK

Return saham adalah keuntungan yang diperoleh perusahaan dan institusi dari hasil investasi saham yang dibeli investor atau dijual oleh perusahaan. Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui Pengaruh Kebijakan Dividen dan Kebijakan Utang Terhadap *Return* Saham dengan *Free Cash Flow* sebagai Variabel Moderasi pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2013-2016. Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2013-2016. Metode pengambilan sampel pada penelitian ini adalah *purposive sampling* dan didapatkan 35 sampel penelitian. Teknis analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah Analisis Regresi Linear Berganda dan Analisis Regresi Moderasi. Hasil penelitian menunjukkan bahwa secara parsial Kebijakan Dividen dan Kebijakan Utang berpengaruh signifikan terhadap *Return* Saham. Dalam penelitian ini *Free Cash Flow* mampu memoderasi hubungan Kebijakan Dividen terhadap *Return* Saham tetapi sebaliknya *Free Cash Flow* tidak mampu memoderasi hubungan Kebijakan Utang terhadap *Return* Saham. Hasil uji determinasi menunjukkan bahwa variabel independen, variabel moderasi, serta interaksi antara variabel independen dan moderasi yaitu sebesar 18,4%, sedangkan sisanya sebesar 81,6 dijelaskan oleh variabel lain.

Kata Kunci : Kebijakan Dividen, Kebijakan Utang, *Return* Saham, *Free Cash Flow*

ABSTRACT

Stock returns are profits obtained by companies and institutions from the results of investment shares that investors buy or sell by the companies. The purpose of this research was to determine the Influence of Dividend Policy and Debt Policy on Stock Returns with Free Cash Flow as a Variable Moderation in Manufacturing Companies Listed on the Indonesia Stock Exchange in the 2013-2016 Period. The population in this research are companies listed on the Indonesia Stock Exchange for the period 2013-2016. The sampling method in this research was purposive sampling and 35 research samples were obtained. The technical analysis used in this research is Multiple Linear Regression Analysis and Moderation Regression Analysis. The results showed that the Dividend Policy and Debt Policy partially had a significant effect on Stock Returns. In this study, Free Cash Flow is able to moderate the relationship of Dividend Policy to Stock Return, but otherwise, Free Cash Flow is not able to moderate the relationship of Debt Policy to Stock Return. The coefficient of determination (adjusted R square) 18,4% of dependent variable can be explained by dividend policy, debt policy and

free cash flow, while the remaining 81,6% is explained by variable not explained in this researcher.

Key Word : *Dividend Policy, Debt Policy, Stock Return, Free Cash Flow.*

PENDAHULUAN

Suatu perusahaan memiliki tujuan untuk menghasilkan profit yang baik. Tidak hanya tujuan jangka pendek, perusahaan juga mempunyai tujuan jangka panjang. Perusahaan yang sudah tumbuh dan berkembang pesat akan mulai menerbitkan saham sebagai salah satu alternatif mendapatkan modal dimasa mendatang. Investasi dipasar modal juga merupakan salah satu cara untuk menghasilkan laba. Kegiatan investasi merupakan suatu kegiatan menempatkan dana pada satu atau lebih asset selama periode tertentu, dengan harapan memperoleh pendapatan nilai investasi awal (modal) yang bertujuan untuk memaksimalkan *return*.

Return saham suatu perusahaan terbuka dapat meningkat atau menurun tergantung pada kinerja perusahaan yang direspon oleh pasar atau investor, dimana respon pasar tersebut lazim disebut sebagai kinerja pasar. (Wiyono, 2012). Selain melihat kinerja pasar, investor sangat memperhatikan *return* saham perusahaan yang akan dibelinya. Hal ini dikarenakan investor mengharapkan keuntungan dari investasi tersebut. *Return* saham yang tinggi akan menarik minat investor untuk melakukan investasi. *Return* yang dihasilkan berupa capital gain dan dividen.

TINJAUAN PUSTAKA DAN HIPOTESIS

Return Saham

Teori yang berhubungan dengan *return* saham ini adalah teori sinyal (*signaling theory*). Purnamasari (2017), peran teori persignalan bagi *return* saham adalah perusahaan dengan memberikan signal tentang rasio keuangan guna untuk memberikan informasi tentang kinerja perusahaan mereka kepada para investor yang membutuhkan informasi. Jadi teori ini berperan untuk memberikan signal informasi rasio keuangan yang dapat mencerminkan *return* yang akan didapatkan investor. Teori signal juga mengumakakan tentang bagaimana seharusnya sebuah perusahaan memberikan signal kepada pengguna laporan keuangan.

Free Cash Flow

Arus kas bebas yaitu arus kas yang benar-benar tersedia untuk didistribusikan kepada seluruh investor (pemegang saham dan pemilik utang) setelah perusahaan menempatkan seluruh investasinya pada aktiva tetap, produk-produk baru dan modal kerja yang dibutuhkan untuk mempertahankan operasi yang sedang berjalan, Brigham dan Houston (2009:65). Jadi arus kas bebas akan mencerminkan kas yang benar-benar tersedia untuk didistribusikan kepada para investor. Karenanya salah satu cara bagi para manajer untuk membuat perusahaan mereka menjadi lebih bernilai adalah dengan meningkatkan arus kas bebas mereka.

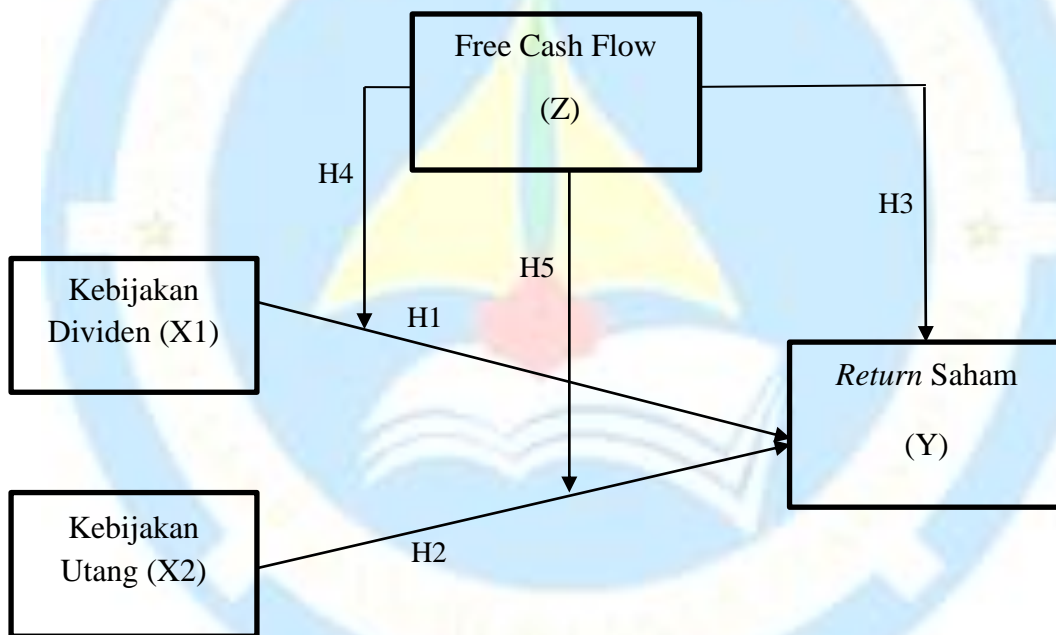
Kebijakan Dividen

Dividen adalah bagian keuntungan yang diterima oleh pemegang saham dari suatu perusahaan. Apabila keuntungan perusahaan tidak dibagikan kepada pemegang saham, dan diinvestasikan kembali dalam perusahaan disebut “laba ditahan”. Kebijakan dividen adalah keputusan apakah yang diperoleh perusahaan dibagikan kepada pemegang saham sebagai dividen atau ditahan dalam bentuk laba ditahan guna investasi di masa mendatang, (Musthafa, 2017:141). Kebijakan dividen ini diukur menggunakan *dividend payout ratio* (DPR). *Dividen payout ratio* merupakan perbandingan antara dividen yang dibayarkan dengan laba bersih.

Kebijakan Utang

Kebijakan utang merupakan kebijakan perusahaan tentang seberapa jauh sebuah perusahaan menggunakan pendanaan utang. Dalam mendanai kegiatan operasionalnya, perusahaan memiliki dua alternatif pendanaan yaitu pendanaan internal dan pendanaan eksternal yang dalam hal ini kebijakan utang termasuk sebagai kebijakan pendanaan perusahaan yang bersumber dari eksternal. (Mardiyani et al, 2012).

Kerangka Pemikiran



Kebijakan Dividen Dan Return Saham

Perusahaan yang memiliki DPR (*Dividend payout ratio*) yang tinggi akan menyebabkan nilai sahamnya meningkat karena investor memiliki kepastian pembagian dividen yang lebih baik atas investasinya. Semakin stabil suatu perusahaan menetapkan pembayaran dividen semakin positif pandangan investor terhadap perusahaan tersebut di pasar bursa, sehingga menimbulkan naiknya permintaan saham, dengan naiknya permintaan saham menyebabkan harga saham naik dan diikuti dengan meningkatnya *return* saham. (Silvana, 2017). Berdasarkan penjelasan diatas maka dapat ditarik hipotesis sebagai berikut:

H1 : Diduga kebijakan dividen berpengaruh terhadap *return* saham

Kebijakan Utang Dan Return Saham

Perusahaan yang mempunyai proporsi utang yang optimal dalam struktur modal, dalam arti tidak terlalu besar atau terlalu kecil dibandingkan dengan ekuitas, mengindikasikan perusahaan tersebut mempunyai kinerja yang baik dari sudut pandang kreditur. Hal ini dimungkinkan karena tidak mungkin kreditur bersedia memberi utang dalam jumlah yang memadai kepada perusahaan yang kurang baik kinerjanya. Apabila kreditur telah melayakkan perusahaan terbuka untuk menerima utang dalam jumlah yang memadai (optimal), maka hal itu akan direspon positif oleh para investor di pasar modal, sehingga harga saham di pasar modal akan meningkat. (Solihah dan Taswan, 2002) dalam Wiyono (2012). Berdasarkan penjelasan diatas maka dapat ditarik hipotesis sebagai berikut :

H2 : Diduga kebijakan utang berpengaruh terhadap *return* saham

Free Cash Flow Dan Return Saham

Menurut Montoliang (2018), semakin besar *free cash flow* yang tersedia dalam suatu perusahaan, maka semakin sehat perusahaan tersebut karena memiliki kas yang tersedia untuk pertumbuhan, pembayaran utang, dan dividen. Perusahaan yang memiliki pertumbuhan yang baik akan menarik minat investor untuk melakukan investasi. Jadi semakin tinggi *free cash flow* maka akan meningkatkan *return* saham perusahaan tersebut. Berdasarkan penjelasan diatas maka dapat ditarik hipotesis sebagai berikut :

H3 : Diduga *free cash flow* berpengaruh terhadap *return* saham

Kebijakan Dividen Terhadap Return Saham Dengan Free Cash Flow Sebagai Variabel Moderasi

Perusahaan yang memberikan dividen secara teratur kepada para pemegang saham setiap tahun bahkan jumlah dividen relatif meningkat, maka akan direspon positif oleh para investor dan akan membuat harga saham meningkat yang akan meningkatkan *return* saham pula. Oleh karena itu dalam penelitian Wiyono (2012) menunjukkan bahwa aliran kas bebas terbukti sebagai variabel moderasi. Dimana *free cash flow* mampu memperkuat hubungan antara kebijakan dividen terhadap *return* saham. Berdasarkan penjelasan diatas maka dapat ditarik hipotesis sebagai berikut :

H4 : Diduga *free cash flow* mampu memoderasi hubungan kebijakan dividen terhadap *return* saham

Kebijakan Utang Terhadap Return Saham Dengan Free Cash Flow Sebagai Variabel Moderasi

Perusahaan yang mempunyai proporsi utang yang optimal, mengindikasikan perusahaan tersebut mempunyai kinerja yang sangat baik dari sudut pandang kreditur. Apabila kreditur telah melayakkan perusahaan untuk menerima utang dalam jumlah yang optimal maka hal itu akan di respon positif oleh para investor dipasar modal sehingga *return* saham akan meningkat. Dalam penelitian Wiyono (2012) menunjukkan bahwa *free cash flow* sebagai variabel moderasi mampu memperkuat pengaruh kebijakan utang terhadap *return* saham. Berdasarkan penjelasan diatas maka dapat ditarik hipotesis sebagai berikut :

H5 : Diduga *free cash flow* mampu memoderasi hubungan kebijakan utang terhadap *return* saham.

METODOLOGI PENELITIAN

Populasi, Sampel, Dan Sumber Data

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) tahun 2013-2016 yaitu sebanyak 159 perusahaan. Sampel adalah bagian dari sejumlah karakteristik yang dimiliki oleh populasi yang digunakan untuk penelitian. Metode penelitian sampel dalam penelitian ini menggunakan *sampling purposive* dengan kriteria sebagai berikut: (1) Perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2013-2016; (2) Perusahaan manufaktur yang menerbitkan laporan keuangan berturut-turut selama periode penelitian; (3) Perusahaan yang menerbitkan laporan keuangan dalam satuan mata uang rupiah selama periode penelitian; (4) Perusahaan yang mengalami laba berturut-turut selama periode penelitian; (5) Perusahaan yang membagikan dividen berturut-turut selama periode penelitian. Berdasarkan kriteria yang ditentukan dalam pemilihan sampel, maka ringkasan sampel penelitian dapat dilihat pada Tabel 1 berikut:

Tabel 1 Sampel penelitian

No	Kriteria sampel	Jumlah
1.	Perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI secara berturut-turut selama periode 2013-2016.	159
2.	Perusahaan manufaktur yang tidak menerbitkan laporan keuangan dan laporan tahunan secara lengkap selama tahun 2013-2016.	(32)
3.	Perusahaan yang laporan keuangannya tidak dinyatakan dalam mata uang Rupiah selama periode 2013-2016	(29)
4.	Perusahaan yang mengalami kerugian selama periode 2013-2016.	(39)
5.	Perusahaan yang tidak membagikan dividen selama periode penelitian	(24)
Jumlah sampel perusahaan		35
Periode Pengamatan		4
Jumlah Data		140

Return Saham

Return saham diukur dari *return* saham pada saat penutupan pada akhir tahun. Rumus *return* saham adalah sebagai berikut :

$$\text{return saham} = \frac{Pt - (Pt - 1)}{Pt - 1} \times 100\%$$

Sumber: Purnamasari, (2017)

Keterangan :

P_t = Harga saham tahun ini

P_{t-1} = Harga saham tahun sebelumnya

Kebijakan Dividen

Proksi dari kebijakan dividen yang dipilih untuk penelitian ini adalah *Dividend Payout Ratio* (DPR). Rumus DPR adalah sebagai berikut:

$$\text{Dividend Payout Ratio} = \frac{\text{Dividen}}{\text{Laba Bersih}}$$

Sumber: Widyatama, (2017)

Kebijakan Utang

Proksi dari kebijakan utang dalam penelitian ini adalah *Debt Equity Ratio* (DER).

$$\text{Debt Equity Ratio} = \frac{\text{Total Liabilitas}}{\text{Total Ekuitas}}$$

Sumber: Widawati (2017)

Free Cash Flow

$$\text{Free Cash Flow} = \frac{\text{AKO} - \text{PM} - \text{MKB}}{\text{Total Asset}}$$

Sumber: Saputra (2018)

Keterangan :

AKO= Aliran kas operasi pada tahun t

PM= Pengeluaran modal = asset tetap tahun ini – asset tetap tahun sebelumnya

MKB= Modal kerja bersih = asset lancar – utang lancar

Metode Analisis Data

Alat analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah *moderated regression analysis*. Alasan penggunaan analisis ini adalah karena penelitian ini meneliti hubungan pengaruh antara variabel independen dan variabel moderasi dengan variabel dependen. Untuk mengetahui factor-faktor yang berpengaruh terhadap *return* saham digunakan model analisis regresi moderasi, dengan bentuk persamaan sebagai berikut:

$$Y = \alpha + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 Z + \beta_4 X_1 * Z + \beta_5 X_2 * Z + e$$

Sebelum melakukan uji hipotesis, terlebih dahulu dilakukan pengujian statistic deskriptif, kemudian pengujian asumsi klasik yang terdiri dari uji normalitas, uji multikolinieritas, uji autokorelasi, dan uji heterokedastisitas sebagai salah satu syarat untuk bisa menggunakan persamaan regresi linear berganda. Selanjutnya pengujian signifikansi individual (uji t).

Pengujian normalitas pada penelitian ini menggunakan uji *Kolmogorov-Smirnov* (Uji K-S). Uji ini dapat dilakukan dengan melihat nilai signifikansi atau *Asymp.sig* (2-tailed). Apabila nilai signifikansi lebih dari (>0,05) maka data terdistribusi normal. Jika data tidak terdistribusi normal maka dapat dilakukan outlier yaitu pembuangan data ekstrim yang dianggap sebagai penyebab data tidak normal.

Pengujian multikolinieritas dilihat dari nilai VIF dan *tolerance* nya yaitu $VIF < 10$ dan *tolerance* > 0,10, maka tidak terjadi multikolinieritas. Pengujian autokorelasi dilihat dari nilai *Durbin-Watson* (DW Test). Jika dw lebih kecil dari 4 dan lebih kecil dari (4-du), maka dapat disimpulkan model terbebas dari autokorelasi. Selanjutnya pengujian heterokedastisitas bertujuan untuk mendeteksi

ada tidaknya heterokedastisitas yaitu menggunakan uji *Spearman Rho*. Jika tingkat signifikansi berada diatas 5% (0,05) berarti tidak terjadi heterokedastisitas.

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Hasil Uji Analisis Statistik Deskriptif

Tabel 2. Hasil Uji Analisis Deskriptif

Descriptive Statistics					
	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
DPR	140	.06474	.99894	.3896419	.20634608
DER	140	.05911	5.15242	.8115455	.86274832
RS	140	-.98667	2.16092	.0186020	.43406643
FCF	140	-.68707	.73033	-.2313379	.28367073
Valid N (listwise)	140				

Sumber : data sekunder yang diolah peneliti, 2019

Berdasarkan tabel diatas, kebijakan dividen (DPR) dalam penelitian ini memiliki nilai minimum sebesar 0,06474 dan nilai maksimum 0,99894. Dengan rata-rata 0,3896419 dan standar deviasinya sebesar 0,20634608.

Kebijakan utang (DER) memiliki nilai minimum sebesar 0,05911 dan nilai maksimum 5,15242. Dengan rata-rata 0,8115455 dan standar deviasinya sebesar 0,86274832.

Free cash flow memiliki nilai minimum sebesar -0,68707 dan nilai maksimum 0,73033. Dengan rata-rata -0,2313379 dan standar deviasinya sebesar 0,28367073.

Return saham memiliki nilai minimum sebesar -0,98667 dan nilai maksimum 2,16092. Dengan rata-rata 0,0186020 dan standar deviasinya sebesar 0,43406643.

Hasil Uji Normalitas

Tabel 3. Hasil Uji Normalitas

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

		Unstandardized Residual
N		140
Normal Parameters ^{a,b}	Mean	0E-7
	Std. Deviation	.42925704
Most Extreme Differences	Absolute	.117
	Positive	.076
	Negative	-.117
Kolmogorov-Smirnov Z		1.386
Asymp. Sig. (2-tailed)		.043

a. Test distribution is Normal.

b. Calculated from data.

Sumber : data sekunder yang diolah peneliti, 2019

Tabel 4. Hasil Uji Normalitas Setelah Outlier

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

		Unstandardized Residual
N		83

Normal Parameters ^{a,b}	Mean	0E-7
	Std. Deviation	.32597540
Most Extreme Differences	Absolute	.098
	Positive	.052
	Negative	-.098
Kolmogorov-Smirnov Z		.893
Asymp. Sig. (2-tailed)		.402

a. Test distribution is Normal.

b. Calculated from data.

Sumber : data sekunder yang diolah peneliti, 2019

Berdasarkan pada tabel 3 diatas dapat dilihat bahwa nilai signifikan *Kolmogorov Smirnov* adalah $0,043 < 0,05$, maka dapat disimpulkan bahwa data tidak terdistribusi normal. Maka dalam penelitian ini peneliti melakukan outlier. Setelah dilakukan outlier, pada tabel 4 dilihat nilai signifikan *Kolmogorov-Smirnov* $0,402 > 0,05$, maka dapat disimpulkan data telah terdistribusi normal.

Hasil Uji Multikolinieritas

Tabel 5. Hasil Uji Multikolinieritas

Coefficients ^a					
Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta	Tolerance	VIF
1	(Constant)	.136	.125		
	DPR	-.550	.237	-.243	.939
	DER	.114	.055	.238	.775
	FCF	.305	.152	.238	.733

a. Dependent Variable: RS

Sumber : data sekunder yang diolah peneliti, 2019

Berdasarkan tabel 5 diatas, hasil perhitungan nilai VIF menunjukkan tidak ada satupun variabel yang memiliki nilai VIF yang lebih dari 10 dan nilai *tolerance* lebih besar dari 0,10. Jadi dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi multikolinieritas variabel independen dalam model regresi.

Hasil Uji Autokorelasi

Tabel 6. Hasil Uji Autokorelasi

Model Summary ^b					
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.436 ^a	.190	.160	.33210714	1.391

a. Predictors: (Constant), FCF, DPR, DER

b. Dependent Variable: RS

Sumber : data sekunder yang diolah peneliti, 2019

Nilai Durbin-Watson yang terdapat dalam tabel 6 hasil pengujian di atas menunjukkan angka 1,391, nilai ini menunjukkan bahwa Durbin-Watson berada di antara -2 dan +2, dengan demikian dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi autokorelasi maka dapat dilakukan analisis lebih lanjut dengan menggunakan model regresi linier berganda.

Hasil Uji Heterokedastisitas

Tabel 7. Hasil Uji Heterokedastisitas

Correlations

		DPR	DER	FCF	Unstandardized Residual	
Spearman's rho	DPR	Correlation Coefficient	1.000	.061	.194	.055
		Sig. (2-tailed)	.	.557	.056	.624
		N	109	96	98	83
	DER	Correlation Coefficient	.061	1.000	.566**	.053
		Sig. (2-tailed)	.557	.	.000	.636
		N	96	127	116	83
	FCF	Correlation Coefficient	.194	.566**	1.000	.081
		Sig. (2-tailed)	.056	.000	.	.467
		N	98	116	129	83
	Unstandardized Residual	Correlation Coefficient	.055	.053	.081	1.000
		Sig. (2-tailed)	.624	.636	.467	.
		N	83	83	83	83

** . Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

Sumber : data sekunder yang diolah peneliti, 2019

Dari tabel di atas dapat disimpulkan bahwa nilai signifikansi dari semua variabel independen dan variabel moderasi. Kebijakan dividen (DPR), kebijakan utang (DER) dan *Free Cash Flow* (FCF) berada diatas taraf signifikansi yang digunakan yaitu 0,05. Hal ini ditarik kesimpulan bahwa model penelitian yang digunakan terbebas dari masalah heteroskedastisitas.

Hasil Uji Analisis Regresi Linear Berganda

Tabel 8. Hasil Uji Analisis Regresi Linear Berganda

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients
		B	Std. Error	Beta
1	(Constant)	.136	.125	
	DPR	-.550	.237	-.243
	DER	.114	.055	.238
	FCF	.305	.152	.238

a. Dependent Variable: RS

Sumber : data sekunder yang diolah peneliti, 2019

Berdasarkan tabel 8 diperoleh persamaan regresi berganda sebagai berikut:

$$RS = 0,136 - 0,550 \text{ DPR} + 0,114 \text{ DER} + 0,305 \text{ FCF} + e$$

Hasil Uji Signifikan Parameter Individual (Uji T)

Tabel 9. Hasil Uji Signifikan Parameter Individual (Uji t)

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	.136	.125		1.085	.281

DPR	-.550	.237	-.243	-2.326	.023
DER	.114	.055	.238	2.072	.042
FCF	.305	.152	.238	2.009	.048

a. Dependent Variable: RS

Sumber : data sekunder yang diolah peneliti, 2019

Pada tabel 9. Hipotesis pertama yaitu kebijakan dividen berpengaruh terhadap *return* saham menunjukkan nilai t hitung sebesar -2,326 sedangkan nilai t tabel adalah -1,66691. Sedangkan nilai signifikansi dari hipotesis pertama sebesar 0,023 lebih kecil dari tingkat signifikansi yang digunakan peneliti yaitu 0,05. Dengan demikian hipotesis pertama dapat diterima. Hipotesis kedua yaitu kebijakan utang berpengaruh terhadap *return* saham menunjukkan hasil dari t hitung sebesar 2,072 lebih besar dari t tabel yaitu 1,66691. Sedangkan nilai signifikansi dari hipotesis kedua sebesar 0,042 lebih kecil dari tingkat signifikansi yang digunakan peneliti yaitu sebesar 0,05. Maka hipotesis kedua dalam penelitian ini dapat diterima. hipotesis ketiga *free cash flow* berpengaruh terhadap *return* saham menunjukkan hasil bahwa t hitung yang dimiliki adalah sebesar 2,009 lebih besar dari t tabel dalam penelitian ini yaitu sebesar 1,66691. Sedangkan nilai signifikansi yang dimiliki adalah sebesar 0,048 lebih kecil dari tingkat signifikansi yang digunakan oleh peneliti yaitu 0,05. Maka hipotesis ketiga dalam penelitian ini dapat diterima.

Hasil Uji Analisis Regresi Moderasi

Tabel 10. Hasil Uji Analisis Regresi Moderasi

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients
		B	Std. Error	Beta
1	(Constant)	.126	.157	
	DPR	-.355	.307	-.157
	DER	.085	.056	.177
	FCF	.382	.393	.298
	X1*Z	.678	.781	.252
	X2*Z	-.342	.167	-.352

a. Dependent Variable: RS

Sumber : data sekunder yang diolah peneliti, 2019

Berdasarkan tabel diatas diperoleh persamaan regresi moderasi yaitu:

$$RS = 0.126 - 0,355 (DPR) + 0,085 (DER) + 0,082 (FCF) + 0,678 X1*Z - 0,342 X2*Z + e$$

Hasil Uji Hipotesis Moderasi

Hasil Uji Signifikansi Parameter Individual (Uji-T)

Tabel 11. Hasil Uji Signifikansi Parameter Individual (Uji t)

Menurut Ghazali (2016 : 97), menyatakan bahwa uji statistik t pada dasarnya menunjukkan seberapa jauh pengaruh satu variabel penjelas / independen secara individual dalam menerangkan variasi variabel dependen. Kriteria signifikansi parameter individual (uji statistik t) yaitu jika signifikansi >0,05 maka H0 diterima (tidak ada pengaruh), dan jika signifikansinya <0,05 maka H0 ditolak (ada pengaruh).

Tabel 11. Hasil Uji Parsial Moderasi (Uji T) Tahap 1

Coefficients ^a						
Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	
	B	Std. Error	Beta			
1	(Constant)	.184	.097		1.896	.061
	DPR	-.395	.216	-.185	-1.832	.070
	FCF	.400	.120	.335	3.321	.001

a. Dependent Variable: RS

Sumber: data sekunder yang diolah peneliti, 2019

Tabel 12. Hasil Uji Parsial Moderasi (Uji T) Tahap 1

Coefficients ^a						
Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	
	B	Std. Error	Beta			
1	(Constant)	.149	.131		1.140	.257
	DPR	-.325	.278	-.152	-1.169	.245
	FCF	.263	.359	.220	.734	.465
	X1*Z	.295	.729	.118	.405	.686

a. Dependent Variable: RS

Sumber: data sekunder yang diolah peneliti, 2019

Hasil output regresi tahap 1, menunjukkan bahwa pengaruh interaksi X1*Z (DPR*FCF) terhadap Y adalah positif, dengan nilai 0,405 artinya *Free Cash Flow* memperkuat pengaruh *Dividend Payout Ratio* terhadap *Return Saham* dengan pengaruhnya tidak signifikan yaitu $0,686 > 0,05$. Nilai signifikansi *Free Cash Flow* terhadap *Return Saham* pada output analisis regresi berganda dinyatakan signifikan. Dan pengaruh interaksi X1*Z (DPR*FCF) pada output analisis regresi dinyatakan tidak signifikan. Maka keberadaan *Free Cash Flow* sebagai pemoderasi adalah pure moderator.

Uji Regresi Moderasi Tahap 2

Tabel 13. Hasil Uji Parsial Moderasi (Uji T) Tahap 2

Coefficients ^a						
Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	
	B	Std. Error	Beta			
1	(Constant)	-.050	.092		-.543	.588
	DER	.088	.069	.138	1.281	.203
	FCF	.122	.182	.072	.668	.506

a. Dependent Variable: RS

Sumber: data sekunder yang diolah peneliti, 2019

Tabel 14. Hasil Uji Parsial Moderasi (Uji T) Tahap 2

Coefficients ^a						
Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	
	B	Std. Error	Beta			
1	(Constant)	-.005	.105		-.046	.963
	DER	.070	.071	.110	.975	.332
	FCF	.318	.282	.188	1.125	.263

X2*Z	-183	.201	-135	-908	.366
------	------	------	------	------	------

a. Dependent Variable: RS

Sumber: data sekunder yang diolah peneliti, 2019

Hasil output regresi tahap 2, menunjukkan bahwa pengaruh interaksi X2*Z (DER*FCF) terhadap *Return Saham* adalah positif, dengan nilai -0,908, artinya *Free Cash Flow* (FCF) memperlemah pengaruh *Debt to Equity Ratio* (DER) Terhadap *Return Saham*. Dengan pengaruhnya tidak signifikan yaitu $0,366 > 0,05$. Nilai signifikansi *Free Cash Flow* (FCF) terhadap *Return Saham* pada output analisis regresi berganda dinyatakan tidak signifikan dan pengaruh interaksi X2*Z pada output analisis regresi dinyatakan tidak signifikan. Maka keberadaan *Free Cash Flow* (FCF) sebagai pemoderasi adalah bukan moderator.

Hasil Uji Koefisien Determinasi (R^2)

Tabel 15. Hasil Uji Koefisien Determinasi (R^2)

Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.483 ^a	.234	.184	.32727655

a. Predictors: (Constant), X2*Z, DPR, DER, X1*Z, FCF

b. Dependent Variable: RS

Sumber: data sekunder yang diolah peneliti, 2019

Berdasarkan hasil uji koefisien determinasi pada tabel 15 diatas dapat dilihat bahwa nilai *adjusted R square* 0,184 atau 18,4%. Hal ini dapat disimpulkan bahwa variabel independen, variabel moderasi, serta interaksi antara variabel independen dan moderasi yaitu sebesar 18,4% sedangkan sisanya sebesar 81,6% dijelaskan oleh variabel yang tidak dijelaskan dalam penelitian ini.

Pembahasan Hasil Penelitian

Pengaruh Kebijakan Dividen Terhadap *Return Saham*

Kebijakan dividen berpengaruh negative terhadap *return saham* yang artinya semakin besar jumlah dividen yang dibagikan kepada perusahaan maka dapat menurunkan *return saham*. Karena pembayaran dividen yang semakin besar akan mengurangi kemampuan perusahaan untuk investasi sehingga akan menurunkan tingkat pertumbuhan perusahaan yang selanjutnya akan menurunkan harga saham. Penurunan harga saham akan mengakibatkan *return saham* menurun. Hasil penelitian ini bertentangan dengan penelitian Silvana (2017) yaitu kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap *return saham*.

Pengaruh Kebijakan Utang Terhadap *Return Saham*

Hasil pengujian menunjukkan bahwa kebijakan utang berpengaruh positif terhadap *return saham*. Dalam penelitian ini DER memiliki nilai yang positif terhadap *return saham*. Hasil penelitian ini mengindikasikan adanya pertimbangan yang berbeda dari beberapa investor dalam memandang DER. Perusahaan tersebut memerlukan banyak dana operasional yang tidak dapat dipenuhi oleh modal sendiri. Penelitian ini didukung oleh penelitian Basalama et, al (2017). Penelitian ini bertentangan dengan hasil penelitian Erari (2014).

Pengaruh *Free Cash Flow* Terhadap *Return Saham*

Hasil pengujian menunjukkan bahwa *free cash flow* berpengaruh positif terhadap *return saham*. Artinya semakin besar *free cash flow* maka *return saham*

juga semakin besar. *Free cash flow* mampu menggambarkan pertumbuhan kinerja keuangan dimasa depan yang didapat dari kas yang tersisa dari aktifitas operasional. Apabila kinerja keuangan perusahaan tersebut tinggi atau meningkat akan berdampak positif bagi investor untuk melakukan investasi pada perusahaan tersebut. Hal ini akan membuat *return* saham yang diperoleh perusahaan semakin meningkat. Penelitian ini sejalan dengan hasil penelitian dari Farama dan Pratana (2011) yaitu *free cash flow* berpengaruh terhadap *return* saham.

***Free Cash Flow* Memoderasi Pengaruh Kebijakan Dividen Terhadap *Return* Saham**

Berdasarkan arah koefisien yang menunjukkan arah positif, yang memberikan arti *free cash flow* memperkuat pengaruh kebijakan dividen terhadap *return* saham. Artinya *free cash flow* yang memiliki kas tersedia dari seluruh aktifitas operasional dapat dialihkan pada dividen apabila laba yang dihasilkan perusahaan tidak cukup untuk membayarkan dividen tersebut. Oleh karena itu keberadaan *free cash flow* dapat membantu memperkuat hubungan kebijakan dividen terhadap *return* saham. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian Wiyono (2012), yaitu *free cash flow* memperkuat pengaruh kebijakan dividen terhadap *return* saham.

***Free Cash Flow* Memoderasi Pengaruh Kebijakan Utang Terhadap *Return* Saham**

Dari hasil uji diatas *free cash flow* tidak memoderasi kebijakan utang terhadap *return* saham. Hal ini berarti *free cash flow* tidak mampu menutupi atau membayarkan utang perusahaan yang tinggi dengan kas yang tersedia dari aktifitas operasional perusahaan tersebut, dikarenakan modal perusahaan yang lebih kecil dibanding utang perusahaan yang besar ataupun kegiatan operasional suatu perusahaan yang tidak bisa menghasilkan *free cash flow* yang lebih besar. Jadi keberadaan *free cash flow* ini tidak mendukung kebijakan utang terhadap *return* saham

KESIMPULAN

Berdasarkan hasil analisis dan pengujian hipotesis yang telah dilakukan, maka dapat ditarik kesimpulan penelitian : (1) bahwa variabel kebijakan dividen memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap *return* saham pada Perusahaan Manufaktur yang Tercatat di Bursa efek Indonesia (BEI) tahun 2013-2016. (2) variabel kebijakan utang memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap *return* saham pada Perusahaan Manufaktur yang Tercatat di Bursa efek Indonesia (BEI) tahun 2013-2016. (3) variabel *free cash flow* memiliki pengaruh positif terhadap *return* saham pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2013-2016. (4) variabel *free cash flow* mampu memoderasi hubungan antara kebijakan dividen dengan arah negatif terhadap *return* saham pada Perusahaan Manufaktur yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI) tahun 2013-2016. (5) *Free cash flow* tidak mampu memoderasi hubungan kebijakan utang terhadap *return* saham pada perusahaan Manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2013-2016.

DAFTAR PUSTAKA

- Basalama, I. S. et.al. (2017). *Pengaruh Current Ratio, DER Dan ROA Terhadap Reutrnr Saham Pada Perusahaan Automotif Dan Komponen Periode 2013-2015*. Jurnal EMBA. Vol. 5. No. 2. ISSN 2330-1174.
- Brigham, E. F., & Joel F. H. (2009). *Fundamentals of Financial Management Dasar-Dasar Manajemen Keuanga.*, Buku 1 Edisi 10. Jakarta: Salemba Empat.
- Erari. A. (2014). *Analisis Pengaruh Cyrrrent Ratio, Debt To Equity Ratio, Dan Return On Asset Terhadap Return Saham Pada Perusahaan Pertambangan Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Periode 2010-2013*. Jurnal Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Cendrawasih Vol.5 No. 2.
- Farama, J. & Pratana P. M. (2011). *Pengaruh Free Cash Flow Terhadap Return: Dimoderasi Kesempatan Investasi Dan Siklus Hidup*. Jurnal Akuntansi Vol. 2 No. 1. 78-104.
- Ghozali, I. (2016). *Aplikasi Analisis Multivariate Dengan Program IBM SPSS 2*. Edisi 9. Semarang: Badan Penerbit UNDIP.
- Mardiyanti, U., et.al. (2012). *Pengaruh Kebijakan Dividen, Kebijakan Utang Dan Profitabilitas Terhadap Nilai Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia (BEI) Periode 2005-2010*. Jurnal Riset Manajemen Sains Indonesia (JRSMI). Universitas Negeri Jakarta. Vol 3, No.1.
- Montoliang, F. C. & Lauw, T. T. (2018), *Pengaruh Free Cash Flow Dan Economic Value Added Terhadap Return Saham Pada Perusahaan LQ-45 Yang Terdaftar Di BEI Periode 2015-2017*. Jurnal Akuntansi Maranatha. Universitas Kristen Maranatha. Vol. 10, No. 2, 231-240.
- Musthafa. (2017). *Manajemen Keuangan*. Yogyakarta: CV Andi
- Purnamasari, J. (2017). *Pengaruh Profitabilitas, Likuiditas Dan Kebijakan Dividen Terhadap Return Saham Pada Perusahaan Industri Dasar Dan Kimia Yang Terdaftar Di BEI Periode 2011-2015*. Jurnal Akuntansi Universitas Maritim Raja Ali Haji.
- Saputra. M. A. (2018). *Pengaruh Free Cash Flow, Pertumbuhan Perusahaan, Profitabilits, Ukuran Perusahaan, Kepemilikan Manajerial Dan Struktur Aset Terhadap Kebijakan Utang Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Periode 2013-2016*. Jurnal Fakultas Ekonomi Universitas Maritim Raja Ali Haji.
- Silvana, S. (2017). *Pengaruh Profitabilitas, Volume Perdagangan Saham, Kebijakan Dividen Dan Tingkat Suku Bunga SBI Terhadap Return Saham Pada Perusahaan Property Dan Real EstateYang Terdaftar Di BEI Tahun 2014-2016*. Jurnal Akuntansi Universitas Maritim Raja Ali Haji.
- Widawati, W. (2017). *Pengaruh Debt to Equity Ratio, Debt to Asset Ratio, Current Ratio, Quick Ratio, Return on Asset Dan Return on Equity Terhadap Return Saham Pada Perusahaan Real Estate Yang Terdaftar Di*

Bursa Efek Indonesia (BEI) Periode 2013-2015. Jurnal Akuntansi Fakultas Ekonomi. Universitas Maritim Raja Ali Haji.

Widhianningrum, P. (2013). *Pengaruh Biaya Agensi, Kesempatan Investasi, Hutang, Likuiditas, Profitabilitas, Dan Ukuran Perusahaan Terhadap Dividend Payout Ratio*. Jurnal Akuntansi dan Pendidikan, Vol, 2. No, 1.

Widyatama, D.H. (2017). *Analisis Pengaruh Profitabilitas, Leverage, Dan Kepemilikan Manajerial Terhadap Kebijakan Dividen Dengan Likuiditas Sebagai Variabel Moderasi*. Jurnal Akuntansi Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Perbanas Surabaya.

Wiyono, A. A. (2012). *Pengaruh Profitabilitas, Kebijakan Dividen, Dan Kebijakan Utang Terhadap Kinerja Pasar Dengan Moderasi Aliran Kas Bebas*. Jurnal Ilmiah Mahasiswa Akuntansi. Vol 1, No.1.

www.idx.co.id

