

PENGARUH *INSIDER OWNERSHIP*, KEBIJAKAN HUTANG DAN *FREE CASH FLOW* TERHADAP NILAI PERUSAHAAN MELALUI KEBIJAKAN DIVIDEN

RIZKY BUDI MARDASARI

Jurusan Manajemen, Fakultas Ekonomi, Universitas Negeri Surabaya,
Kampus Ketintang Surabaya 60231

E-mail: rizkybudimardasari27@gmail.com

Abstract : *The purpose of this study was to determine the effect of insider ownership, debt policy and free cash flow are registered in the manufacturing sector in the period 2006-2012. The population used in this study are all publicly traded companies listed on the Indonesia Stock Exchange. This study used purposive sampling method, with a population of 141 companies and a sample of 8 companies. This study uses path analysis with SPSS version 20.00. The analysis technique used in this study is a classic assumption test, t-test statistics for testing the partial regression coefficients and sobel test. The results showed that the debt policy has a positive effect on firm value. Free cash flow has a negative effect on firm value. Insider ownership has a positive effect on dividend policy. Dividend policy is influential in mediating the relationship between the debt policies to the firm value.*

Keyword: *firm value, dividend policy, insider ownership, debt policy, and free cash flow.*

PENDAHULUAN

Suatu perusahaan didirikan dengan memiliki tujuan utama yaitu untuk meningkatkan nilai perusahaan melalui peningkatan kemakmuran pemilik atau pemegang saham (Brigham dan Houston, 2006). Terdapat faktor-faktor yang mempengaruhi nilai perusahaan, salah satunya adalah *insider ownership*. Penelitian yang dilakukan oleh Wardani dan Hermuningsih (2011), Rizqia dkk., (2013), menunjukkan bahwa *insider ownership* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Hubungan positif menjelaskan bahwa pihak *insider* memiliki hak untuk mengambil keputusan yang dapat meningkatkan nilai perusahaan. Berbeda dengan penelitian yang dilakukan Novitasari (2011), Wati dan darmayanti (2012), Septiadi (2010), menunjukkan bahwa *insider ownership* berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan. Hubungan negatif ini menunjukkan

bahwa pihak *insider* lebih mengutamakan pendapatan tinggi dibandingkan dengan pertumbuhan investasi perusahaan.

Penelitian dilakukan Rizqia dkk., (2013), Wati dan darmayanti (2012), Septiadi (2010), mengatakan bahwa kebijakan hutang berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Hubungan positif menjelaskan bahwa perusahaan yang memiliki hutang jangka panjang tinggi akan dipandang positif bagi investor. Hal ini karena investor menganggap bahwa perusahaan memiliki kinerja keuangan yang baik sehingga dapat melunasi hutang jangka panjang terhadap kreditur. Berbeda dengan penelitian yang dilakukan Setiabudi dan Agustia (2012), mengatakan bahwa kebijakan hutang berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan. Hal ini karena kredit yang terlalu besar memiliki resiko kegagalan dalam melunasi bunga dan pokok pinjaman terhadap kreditur, resiko

kebangkrutan dapat menurunkan nilai perusahaan.

Penelitian dilakukan Wardani (2009), Hadi *dkk.*, (2013), mengatakan bahwa *free cash flow* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Hubungan positif menjelaskan bahwa perusahaan yang memiliki *free cash flow* tinggi akan digunakan manajer untuk investasi yang menghasilkan *return* positif, sehingga dapat meningkatkan nilai perusahaan dimasa mendatang. Berbeda dengan penelitian yang dilakukan Arieska dan Gunawan (2011), mengatakan bahwa *free cash flow* berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan. Pengaruh negatif aliran kas bebas terhadap nilai perusahaan disebabkan adanya kekhawatiran dari pemegang saham bahwa aliran kas bebas akan digunakan oleh manajer untuk melakukan tindakan *opportunistic* guna memperkaya diri sendiri.

Penelitian ini kebijakan dividen digunakan sebagai variabel *intervening* yang memediasi hubungan antara *insider ownership*, kebijakan hutang dan *free cash flow* terhadap nilai perusahaan. Kebijakan dividen merupakan salah satu kebijakan yang harus diambil oleh manajer perusahaan. Hal ini karena kebijakan dividen dapat mempengaruhi investor maupun calon investor untuk mengambil keputusan dalam memberikan dananya kepada perusahaan. Apabila investor telah tertarik untuk menginvestasikan dananya kepada perusahaan, ini menjadikan harga saham perusahaan meningkat. Sehingga nilai perusahaan juga akan meningkat.

Hasil penelitian yang dilakukan oleh Rizqia *dkk.*, (2013), Septiadi (2010), mengatakan bahwa kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan adalah berpengaruh positif. Hubungan positif dijelaskan bahwa investor menyukai pembayaran dividen dalam jumlah

besar. Berbeda dengan penelitian yang dilakukan Mardiyati *dkk.*, (2012), Sukirni (2012), Hermuningsih dan Wardani (2009), menyatakan bahwa kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa pemegang saham tidak lagi melihat kebijakan dividen sebagai sinyal positif bahwa perusahaan dalam keadaan baik.

Penelitian dilakukan Mijayanti (2011), Wati dan Darmayanti (2012), Efni (2011), mengatakan bahwa *insider ownership* berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Tinggi *insider ownership* akan mengakibatkan semakin tingginya dividen yang dibagikan karena dengan hal ini manajer memiliki tambahan pendapatan. *Insider* akan bertindak selayaknya pemegang saham sehingga *insider* lebih menyukai dividen yang tinggi. Berbeda dengan penelitian yang dilakukan Ikbal *dkk.*, (2011), Septiadi (2010), menyatakan bahwa *insider ownership* berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen. Hal ini karena pihak *insider* memilih untuk menggunakan laba perusahaan sebagai pertumbuhan investasi perusahaan dibandingkan pembayaran dividen kepada pemegang saham.

Penelitian dilakukan Lopolusi (2013), Hermuningsih dan Wardani (2009), menyatakan bahwa kebijakan hutang berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen. Kebijakan hutang mengalami kenaikan, maka akan menyebabkan penurunan kebijakan dividen. Hal ini karena perusahaan akan lebih mengutamakan membayar bunga dan pokok pinjaman dibandingkan dengan membagikan dividen kepada pemegang saham. Berbeda dengan penelitian Rizqia *dkk.*, (2013), menyatakan bahwa kebijakan hutang tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Hal ini terjadi karena pembagian dividen kepada pemegang saham tidak

berhubungan dengan besarnya hutang yang dimiliki oleh perusahaan. Apabila sifat pembayaran dividen perusahaan tetap, maka besaran hutang tidak akan mempengaruhi.

Penelitian dilakukan Efni (2011), Lucyanda dan Lilyana (2012), mengatakan bahwa *free cash flow* berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Semakin besar *free cash flow* maka semakin besar kebijakan dividen, karena semakin besar *free cash flow* yang dimiliki perusahaan maka manajemen akan mendapat tekanan yang besar dari para pemegang saham untuk membagikan dividen. Berbeda dengan penelitian Lopolusi (2013), Pouraghajan *et al.*, (2013), menyatakan bahwa *Free Cash Flow* tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Hal ini mungkin saja terjadi apabila perusahaan menerapkan pembayaran dividen yang tetap, sehingga walaupun *free cash flow* yang dimiliki perusahaan besar, jumlah dividen yang dibagikan perusahaan nilainya tetap.

Hasil penelitian yang dilakukan Ikbal dkk., (2011) menyatakan bahwa kepemilikan *insider* berpengaruh terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan dividen sebagai variabel *intervening*. Berbeda dengan penelitian Novitasari (2011) menyatakan bahwa kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan dividen sebagai variabel *intervening*.

Hasil penelitian yang dilakukan Ikbal dkk., (2011) menyatakan bahwa kebijakan hutang berpengaruh terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan dividen sebagai variabel *intervening*. Berbeda dengan penelitian Arieska dan Gunawan (2011) menyatakan bahwa kebijakan hutang tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan dividen sebagai variabel *intervening*.

Hasil penelitian yang dilakukan Arieska dan Gunawan (2011) menyatakan bahwa aliran kas bebas berpengaruh terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan dividen sebagai variabel *intervening*. Berbeda dengan penelitian Wardani (2009) menyatakan bahwa aliran kas bebas tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan dividen sebagai variabel *intervening*.

Penelitian ini dilakukan pada perusahaan sektor manufaktur karena terdapat sebuah fenomena mengenai tingginya kontribusi sektor manufaktur terhadap perekonomian Indonesia karena sektor manufaktur memberikan multiefek, mulai dari nilai tambah produk hingga penyerapan tenaga kerja. Selain itu, sektor manufaktur juga menunjukkan regulasi dan iklim investasi di Indonesia sudah cukup baik. Serta tingginya harga saham sektor manufaktur yang dapat diartikan bahwa sektor manufaktur memiliki nilai perusahaan yang tinggi.

Hasil penelitian terdahulu menunjukkan bahwa masih ada perbedaan hasil penelitian (*research gap*) mengenai faktor-faktor yang mempengaruhi nilai perusahaan, sehingga penting dilakukan peneliti lebih lanjut untuk menjelaskan dan menganalisis pengaruh *insider ownership*, kebijakan hutang dan *free cash flow* terhadap nilai perusahaan dengan kebijakan dividen sebagai variabel *intervening* pada perusahaan sektor Manufaktur yang terdaftar di BEI Periode 2006-2012.

KAJIAN PUSTAKA

Agency Theory

Teori keagenan menurut Brigham dan Houston (2006:26) adalah konflik antara manajer memiliki tujuan pribadi yang berbeda dengan tujuan untuk memaksimalkan kekayaan pemegang saham. Para manajer diberikan kepercayaan untuk

membuat keputusan dalam pengelolaan perusahaan oleh pemilik perusahaan atau pemegang saham, dimana hal ini menciptakan potensi terjadinya konflik kepentingan atau sering disebut dengan teori keagenan.

Agency Cost

Agency cost (biaya keagenan) yaitu biaya yang berhubungan dengan manajemen pengawasan untuk memastikan bahwa pihak manajemen berperilaku dalam cara konsisten dengan kesepakatan kontraktual perusahaan dengan para kreditur serta pemegang saham (Horne dan Wochowicz, 2010:243).

Bird in The Hand Theory

Teori ini dikemukakan oleh Myron Gordon dan John Lintner yang menyatakan bahwa kebijakan dividen mempunyai pengaruh positif terhadap harga pasar saham. Artinya, semakin besar dividen yang dibagikan perusahaan, maka semakin tinggi harga pasar saham perusahaan dan sebaliknya semakin sedikit dividen yang dibagikan, maka nilai perusahaan akan menurun. Myron Gordon dan Lintner berpendapat bahwa biaya modal saham akan turun seiring dengan pembayaran dividen dinaikkan karena para investor kurang yakin terhadap penerimaan keuntungan modal (*capital gain*) yang akan dihasilkan dari laba yang ditahan dibandingkan dengan penerimaan dividen (Brigham dan Houston, 2006:71).

Signalling Theory

Teori pensinyalan adalah suatu tindakan yang diambil pihak manajemen perusahaan untuk memberikan petunjuk atau informasi bagi investor tentang bagaimana manajemen memandang prospek perusahaan (Brigham dan Houston,

2006) adalah. Teori ini menyatakan bahwa investor dapat membedakan antara perusahaan yang memiliki nilai tinggi dengan perusahaan yang memiliki nilai rendah. Perusahaan yang selalu menghasilkan profit memberikan signal tentang perusahaannya yang relatif tidak mudah mengalami kebangkrutan dan bentuk lain dari *financial distress*, dibanding perusahaan yang kurang menghasilkan profit.

Pecking Order Theory

Konsep *pecking order theory* merupakan konsep yang pertama kali diuraikan oleh Gordon Donaldson pada tahun 1961. Konsep awalnya, dikemukakan bahwa perusahaan cenderung mengutamakan (mendahulukan) pendanaan dari sumber internal guna membayar dividen dan mendanai investasi, bila kebutuhan dana kurang maka dipergunakan dana dari sumber eksternal sebagai tambahannya. Teori ini dapat disimpulkan bahwa perusahaan lebih menyukai penggunaan dana dari internal dibandingkan dengan pendanaan eksternal. Penggunaan dana internal lebih disukai karena biaya yang dikeluarkan untuk hutang lebih murah dibandingkan dengan biaya penerbitan hutang Brigham dan Houston (2006).

Insider Ownership, Kebijakan Hutang, Free Cash Flow, Kebijakan Dividen dan Nilai Perusahaan

Insider ownership dalam penelitian ini merupakan cerminan dari seberapa besar perusahaan memberikan sahamnya terhadap pihak manajemen. Hasil penelitian yang dilakukan Novitasari (2011), Wati dan darmayanti (2012), Meca dan Ballesta (2008) menunjukkan bahwa *insider ownership* berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan. Hubungan negatif ini menunjukkan bahwa pihak *insider*

lebih mengutamakan pendapatan tinggi dibandingkan dengan pertumbuhan investasi perusahaan.

Keputusan manajemen untuk berusaha menjaga agar kebijakan hutang tidak bertambah tinggi mengacu pada teori *pecking order theory* menyatakan bahwa perusahaan menyukai *internal financing* dan apabila pendanaan dari luar (*eksternal financing*) diperlukan. Penelitian yang dilakukan Setiabudi dan Agustia (2012), mengatakan bahwa kebijakan hutang berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan. Hal ini karena kredit yang terlalu besar memiliki resiko kegagalan dalam melunasi bunga dan pokok pinjaman terhadap kreditur, resiko kebangkrutan dapat menurunkan nilai perusahaan.

Free cash flow dalam penelitian ini untuk mengetahui perusahaan masih memiliki aliran kas bebas setelah membiayai seluruh investasinya. Penelitian dilakukan Wardani (2009), Hadi dkk., (2013), mengatakan bahwa *free cash flow* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Hubungan positif menjelaskan bahwa perusahaan yang memiliki *free cash flow* tinggi akan digunakan manajer untuk investasi yang menghasilkan *return* positif, sehingga dapat meningkatkan nilai perusahaan dimasa mendatang.

Hasil penelitian yang dilakukan oleh Rizqia dkk., (2013) mengatakan bahwa kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan adalah berpengaruh positif. Hubungan positif dijelaskan bahwa investor menyukai pembayaran dividen dalam jumlah besar. Semakin tinggi dividen yang dibagikan kepada pemegang saham akan meningkatkan nilai perusahaan. Hal ini karena investor menganggap bahwa perusahaan memiliki laba yang tinggi sehingga dapat membagikan dividen tinggi kepada pemegang saham.

Penelitian dilakukan Mijayanti (2011), Wati dan Darmayanti (2012),

Efni (2011), mengatakan bahwa *insider ownership* berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Tinggi *insider ownership* akan mengakibatkan semakin tingginya dividen yang dibagikan karena dengan hal ini manajer memiliki tambahan pendapatan. *Insider* akan bertindak selayaknya pemegang saham sehingga *insider* lebih menyukai dividen yang tinggi.

Penelitian dilakukan Lopolusi (2013), Hermuningsih dan Wardani (2009), menyatakan bahwa kebijakan hutang berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen. Kebijakan hutang mengalami kenaikan, maka akan menyebabkan penurunan kebijakan dividen. Hal ini karena perusahaan akan lebih mengutamakan membayar bunga dan pokok pinjaman dibandingkan dengan membagikan dividen kepada pemegang saham.

Penelitian dilakukan Efni (2011), Lucyanda dan Lilyana (2012), Thanatawee (2011), mengatakan bahwa *free cash flow* berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Semakin besar *free cash flow* maka semakin besar kebijakan dividen, karena semakin besar *free cash flow* yang dimiliki perusahaan maka manajemen akan mendapat tekanan yang besar dari para pemegang saham untuk membagikan dividen.

Hasil penelitian yang dilakukan Ikkal dkk., (2011) menyatakan bahwa kebijakan dividen berpengaruh memediasi hubungan antara kepemilikan *insider* dengan nilai perusahaan. Hubungan yang positif mengartikan bahwa semakin tinggi kepemilikan *insider* maka akan meningkatkan dividen yang akan dibagikan untuk pemegang saham dan ini dapat meningkatkan nilai perusahaan.

Hasil penelitian yang dilakukan Ikkal dkk., (2011) menyatakan bahwa kebijakan dividen berpengaruh memediasi hubungan antara kebijakan hutang dengan nilai perusahaan. Semakin besar hutang

perusahaan, maka akan meningkatkan nilai perusahaan. Pembayaran hutang kepada kreditur tidak mempengaruhi dividen yang akan diberikan kepada pemegang saham. Sehingga kebijakan hutang tetap berpengaruh terhadap nilai perusahaan walaupun melalui kebijakan dividen.

Hasil penelitian yang dilakukan Arieska dan Gunawan (2011) menyatakan bahwa kebijakan dividen pengaruh positif memediasi aliran kas bebas terhadap nilai perusahaan. Aliran kas bebas tinggi akan menjadikan perusahaan membagikan dividen tinggi. Hal ini karena pihak manajer akan mendapatkan tekanan dari pihak pemegang saham untuk menggunakan aliran kas bebas sebagai tambahan pembayaran dividen. Apabila perusahaan membagikan dividen dalam jumlah tinggi, maka nilai perusahaan akan meningkat.

Berdasarkan kajian teoritis dan empiris maka dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut :

- H₁ : *Insider Ownership* berpengaruh terhadap nilai perusahaan pada sektor manufaktur yang terdaftar di BEI periode 2006-2012.
- H₂ : Kebijakan Hutang berpengaruh terhadap nilai perusahaan pada sektor manufaktur yang terdaftar di BEI periode 2006-2012.
- H₃ : *Free Cash Flow* berpengaruh terhadap nilai perusahaan pada sektor manufaktur yang terdaftar di BEI periode 2006-2012.
- H₄ : Kebijakan dividen berpengaruh terhadap nilai perusahaan pada sektor manufaktur yang terdaftar di BEI periode 2006-2012.
- H₅ : *Insider Ownership* berpengaruh terhadap kebijakan dividen pada sektor manufaktur yang terdaftar di BEI periode 2006-2012.
- H₆ : Kebijakan Hutang berpengaruh terhadap kebijakan dividen pada sektor manufaktur yang terdaftar di BEI periode 2006-2012.

H₇ : *Free Cash Flow* berpengaruh terhadap kebijakan dividen pada sektor manufaktur yang terdaftar di BEI periode 2006-2012.

H₈ : *Insider Ownership* berpengaruh terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan dividen pada sektor manufaktur yang terdaftar di BEI periode 2006-2012.

H₉ : Kebijakan Hutang berpengaruh terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan dividen pada sektor manufaktur yang terdaftar di BEI periode 2006-2012.

H₁₀ : *Free Cash Flow* berpengaruh terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan dividen pada sektor manufaktur yang terdaftar di BEI periode 2006-2012.

METODE

Jenis penelitian ini adalah penelitian konklusif yang bersifat kausal. Sumber data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder yang diperoleh dari Bursa Efek Indonesia (BEI). Populasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah laporan keuangan perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI periode 2006-2012. Teknik pengambilan sampel dilakukan dengan metode *purposive sampling*, sehingga diperoleh sampel sebanyak 8 perusahaan dari populasi 141 perusahaan.

Variabel dalam penelitian ada tiga yaitu variabel dependen, variabel *intervening* dan variabel independen. Variabel dependen adalah nilai perusahaan, variabel *intervening* adalah kebijakan dividen, serta variabel independen adalah *insider ownership*, kebijakan hutang dan *free cash flow*.

Nilai perusahaan adalah harga yang bersedia dibayar oleh calon investor (Husnan, 2003). Menurut Sujoko dan Soebiantoro (2007) menyatakan bahwa nilai perusahaan adalah persepsi investor terhadap tingkat keberhasilan perusahaan

yang sering dikaitkan dengan harga saham. Pemegang saham adalah pemilik saham dari suatu perusahaan yang ingin mendapatkan pengembalian keuangan, pengembalian yang diharapkan dapat berupa dividen atau *capital gain* (Brigham dan Houston, 2006:19). Nilai perusahaan diproksikan dengan PBV yang dapat dihitung dengan persamaan:

$$PBV = \frac{\text{Harga Pasar Per Saham}}{\text{Nilai Buku Per Saham}}$$

Kebijakan dividen merupakan suatu kebijakan yang dilakukan oleh perusahaan khususnya manajer keuangan untuk menentukan apakah laba yang dihasilkan oleh perusahaan akan digunakan untuk membagikan dividen kepada pemegang saham atau dijadikan sebagai laba ditahan (Sudana, 2011:167). Brigham dan Houston (2006:69) mendefinisikan keputusan kebijakan dividen adalah mengenai seberapa besar laba yang akan dibagikan kepada pemegang saham untuk dibayarkan sebagai dividen, sebagai ganti dari dipertahankannya untuk investasi kembali di dalam perusahaan. Penelitian ini kebijakan dividen diproksikan dengan *Dividend Payout Ratio* (DPR) yang dapat dihitung dengan persamaan:

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

Variabel independen dalam penelitian ini adalah *insider ownership*, kebijakan hutang dan *free cash flow*. *Insider ownership* adalah porsi kepemilikan saham perusahaan oleh pihak internal perusahaan (pihak manajemen) terhadap total saham yang beredar (Mijayanti, 2011). *Insider ownership* dapat dihitung dengan persamaan:

$$Ins = \frac{\sum \text{Saham pihak Insider}}{\sum \text{Saham beredar}} \cdot 100\%$$

Kebijakan hutang merupakan salah satu kebijakan yang harus di ambil oleh manajer keuangan dalam menjalankan fungsi manajemen keuangan (Brigham dan Houston,

2006). *Leverage* keuangan merupakan suatu ukuran yang menunjukkan bagaimana perusahaan menggunakan hutang untuk mendanai perusahaan sebagai pembiayaan investasi. Penelitian ini kebijakan hutang diproksikan dengan *Debt to equity ratio* yang dapat dihitung dengan persamaan:

$$DER = \frac{\text{Total Kewajiban}}{\text{Total Ekuitas}}$$

Arus kas bebas (*Free cash flow*) adalah arus kas yang tersisa setelah dikurangi dari pendapatan yang diharapkan, adanya biaya operasi yang diharapkan dan investasi yang diperlukan untuk mempertahankan dan meningkatkan arus kas. Arus kas bebas adalah kelebihan arus kas yang diperlukan untuk mendanai semua proyek yang memiliki nilai sekarang bersih positif ketika didiskontokan dengan tingkat imbal hasil yang diminta tepat (Horne dan Wachowicz, 2010:489). *Free cash flow* akan dihitung sesuai dengan rumus sebagai berikut :

Free Cash Flow

$$= \text{Aliran Kas Operasi} - \text{Capital Expenditures}$$

$$\text{Rasio FCF} = \frac{\text{Free cash flow}}{\text{Total Aset}}$$

Teknik pengumpulan data menggunakan metode dokumentasi. Teknik analisis menggunakan analisis jalur (*path analysis*). Sebelum melakukan analisis regresi dilakukan uji asumsi klasik. Adapun uji asumsi klasik yang terdiri dari uji normalitas, uji multikolinearitas, uji autokorelasi dan uji heteroskedastisitas. Setelah memenuhi uji asumsi klasik dilakukan uji signifikansi simultan, uji signifikansi parsial, persamaan regresi, uji koefisien determinasi dan *sobel test* (Ghozali, 2013).

HASIL

Setelah data penelitian memenuhi uji asumsi klasik dilakukan analisis regresi linier berganda dengan hasil

yang terdapat pada tabel 1 sebagai berikut :

Tabel 1. Hasil Analisis Regresi Linier Tahap 1

Variabel	Nilai Sig. t	T	(R ²)
Regresi			.141
DPR	.468	-.731	
INS	.632	-.481	
DER	.035	2.162	
FCF	.050	-2.006	

Sumber:Output SPSS, 2014

Tabel 2. Hasil Analisis Regresi Linier Tahap 2

Variabel	Nilai Sig. t	T	(R ²)
Regresi			.110
INS	.012	2.605	
DER	.683	-.411	
FCF	.055	-1.965	

Sumber:Output SPSS, 2014

Hasil dari uji t menunjukkan variabel *insider ownership* tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan dengan sig 0,632>0,05. Variabel kebijakan hutang berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan dengan nilai sig 0,035<0,05. Variabel *free cash flow* berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan dengan nilai sig 0,05=0,05. Variabel kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan dengan nilai sig 0,468>0,05. Variabel *insider ownership* berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen dengan sig 0,012<0,05. Variabel kebijakan hutang tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen dengan nilai sig 0,685>0,05. Variabel *free cash flow* tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen dengan nilai

Koefisien determinasi (R²) dalam penelitian ini dengan nilai *adjusted R square* tahap pertama sebesar 0,141 atau 14,1% dan tahap kedua sebesar 0,110 atau 11%. Hal ini menunjukkan bahwa 14,1% nilai perusahaan dipengaruhi oleh variabel *insider*

ownership, kebijakan hutang, *free cash flow* dan kebijakan dividen. Serta 11% kebijakan dividen dipengaruhi *insider ownership*, kebijakan hutang dan *free cash flow*.

Uji sobel dilakukan dengan cara menguji kekuatan pengaruh tidak langsung X ke Y melalui Z. Hasil perhitungan menunjukkan bahwa t hitung= -0,6646<2,00324 t tabel. yang artinya tidak terdapat pengaruh mediasi DPR atas pengaruh *insider ownership* terhadap nilai perusahaan (PBV). Hasil perhitungan menunjukkan bahwa t hitung= 2,3801>2,00324 t tabel yang artinya terdapat pengaruh mediasi DPR atas pengaruh kebijakan hutang terhadap nilai perusahaan (PBV). Hasil perhitungan menunjukkan bahwa t hitung= 0,6216<2,00324 t tabel yang artinya tidak terdapat pengaruh mediasi DPR atas pengaruh *free cash flow* terhadap nilai perusahaan (PBV).

PEMBAHASAN

Pengaruh *Insider Ownership* terhadap Nilai Perusahaan

Hasil penelitian ini menunjukkan variabel *insider ownership* tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Hal ini disebabkan karena masih rendahnya kepemilikan saham oleh *insider* pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Rendahnya kepemilikan *insider* ini membuat pihak *insider* lebih mengutamakan kepentingan pribadi dibandingkan dengan tujuan utama perusahaan yaitu untuk meningkatkan nilai perusahaan. Hal ini tidak dapat mendorong pihak *insider* (manajer) untuk meningkatkan kinerja perusahaan sehingga tidak dapat meningkatkan nilai perusahaan.

Hasil penelitian ini sesuai dengan hasil penelitian Permanasari (2010) mengatakan bahwa kepemilikan manajemen (*insider*) tidak berpengaruh terhadap nilai

perusahaan. Hal ini karena rendahnya saham yang dimiliki oleh manajemen mengakibatkan pihak manajemen belum merasa ikut memiliki perusahaan karena tidak semua keuntungan dapat dinikmati oleh manajemen yang menyebabkan pihak manajemen termotivasi untuk memaksimalkan utilitasnya sehingga merugikan pemegang saham. Selain itu dengan rendahnya kepemilikan saham oleh manajemen membuat kinerja manajemen juga cenderung rendah sehingga tidak mempengaruhi nilai perusahaan.

Pengaruh Kebijakan Hutang terhadap Nilai Perusahaan

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa kebijakan hutang berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Tingginya hutang yang dimiliki perusahaan manufaktur berpengaruh terhadap peningkatan nilai perusahaan. Hal ini karena adanya efek dari pajak perusahaan, perusahaan yang memiliki beban hutang tinggi akan cenderung membayar bunga dan pokok pinjaman terhadap pihak kreditur tinggi. Tingginya pembayaran beban hutang ini dapat mengurangi pajak penghasilan perusahaan. Sehingga laba yang dimiliki oleh perusahaan akan tinggi, tingginya laba perusahaan dapat mengindikasikan bahwa perusahaan memiliki nilai perusahaan yang baik.

Hasil penelitian ini didukung oleh hasil penelitian Wati dan Darmayanti (2012) *leverage* terhadap nilai perusahaan berpengaruh positif. Hasil penelitian berpengaruhnya *leverage* secara positif terhadap nilai perusahaan menunjukkan bahwa perusahaan mampu dalam melunasi hutang-hutang jangka panjangnya sehingga dapat dikatakan bahwa perusahaan manufaktur sudah melakukan kinerja terbaiknya untuk menciptakan nilai perusahaan yang baik pula.

Pengaruh Free Cash Flow terhadap Nilai Perusahaan

Hasil penelitian ini menunjukkan variabel *free cash flow* berpengaruh negatif dengan nilai perusahaan. *Free cash flow* pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI memiliki rata-rata yang sangat rendah sehingga pengaruh *free cash flow* terhadap nilai perusahaan kearah negatif. Pengaruh negatif ini menunjukkan apabila *free cash flow* perusahaan rendah, maka akan meningkatkan nilai perusahaan. Hal ini karena aliran kas bebas yang dimiliki perusahaan digunakan untuk investasi memiliki *net present value* atau *return* positif.

Hasil ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan Arieska dan Gunawan (2011) menunjukkan bahwa aliran kas bebas berpengaruh negatif terhadap nilai pemegang saham. Secara teori aliran kas bebas yang tinggi mengindikasikan kinerja perusahaan yang tinggi sehingga nilai perusahaan akan meningkat. Pengaruh negatif aliran kas bebas terhadap nilai pemegang saham dalam penelitian ini disebabkan adanya kekhawatiran dari pemegang saham bahwa aliran kas bebas yang ada di perusahaan akan digunakan oleh manajemen untuk melakukan tindakan *opportunistic* guna memperkaya diri sendiri.

Pengaruh Kebijakan Dividen terhadap Nilai Perusahaan

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Hal ini berarti rendahnya dividen yang dibayarkan kepada pemegang saham, tidak berkaitan dengan nilai perusahaan pada sektor manufaktur yang terdaftar di BEI tahun 2006-2012. Hal ini karena rendahnya dividen yang dimiliki perusahaan manufaktur tidak menjadi sinyal positif bagi investor bahwa perusahaan memiliki nilai

perusahaan yang baik. Beberapa perusahaan tetap membagikan dividen kepada pemegang saham walaupun memiliki perusahaan dalam kondisi impas atau merugi. Hal ini dilakukan agar perusahaan dapat mempertahankan nilai perusahaan.

Hasil ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan Hermuningsih dan Wardani (2009) menyatakan bahwa kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa pemegang saham tidak lagi melihat kebijakan dividen sebagai sinyal positif bahwa perusahaan dalam keadaan baik. Beberapa perusahaan berusaha tetap memberikan dividen walaupun dalam keadaan impas dan rugi agar dapat mempertahankan nilai perusahaannya.

Pengaruh *Insider Ownership* terhadap Kebijakan Dividen

Hasil pengujian menggunakan analisis jalur dimana variabel kepemilikan *insider* berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Hal ini karena rendahnya kepemilikan *insider* yang dimiliki perusahaan manufaktur. Rendahnya kepemilikan *insider* ini menjadikan perusahaan cenderung membagikan dividen yang rendah kepada pemegang saham. Selain itu, pihak manajer memiliki peran dalam pengambilan keputusan seberapa besar dividen yang akan dibagikan kepada pemegang saham. Sehingga semakin rendahnya prosentase kepemilikan *insider* maka dividen yang akan dibagikan rendah.

Hasil penelitian ini didukung hasil penelitian dari Mijayanti (2011) bahwa *insider ownership* berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Jika semakin tinggi *insider ownership* akan mengakibatkan semakin tingginya dividen yang dibagikan karena dengan hal ini manajer memiliki tambahan pendapatan. *Insider* akan bertindak selayaknya pemegang

saham sehingga *insider* lebih menyukai dividen yang tinggi.

Pengaruh Kebijakan Hutang terhadap Kebijakan Dividen

Hasil pengujian menggunakan analisis jalur dimana variabel kebijakan hutang tidak berpengaruh dengan kebijakan dividen. Sehingga tinggi jumlah hutang yang dimiliki perusahaan sektor manufaktur tidak mempengaruhi pembagian dividen kepada pemegang saham. Hal ini terjadi karena pembagian dividen kepada pemegang saham tidak berhubungan dengan besarnya hutang yang dimiliki oleh perusahaan. Apabila sifat pembayaran dividen perusahaan tetap, maka besaran hutang tidak akan mempengaruhi.

Hasil pengujian ini didukung oleh hasil penelitian Jensen and Meckling (1976) Hubungan antara kebijakan hutang dengan kebijakan dividen didasarkan pada teori keagenan, jika suatu perusahaan ingin memperkecil masalah keagenan dapat dilakukan dengan suatu mekanisme untuk meningkatkan hutang atau dividen. Kebijakan hutang tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen, sehingga perusahaan dapat selalu membagikan dividen. Jika dimasa depan dividen dibayar dari laba yang berpendapatan setelah menandatangani persetujuan pinjaman.

Pengaruh *Free Cash Flow* terhadap Kebijakan Dividen

Hasil pengujian menggunakan analisis jalur dimana variabel *free cash flow* tidak berpengaruh dengan kebijakan dividen. Sehingga rendahnya FCF tidak memiliki pengaruh terhadap dividen yang akan dibagikan kepada pemegang saham. Hal ini karena investor menganggap bahwa aliran kas bebas yang dimiliki perusahaan digunakan sebagai investasi perusahaan dibandingkan dengan dibayarkan

dividen kepada pemegang saham. Sehingga aliran kas bebas tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen.

Hasil ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan Raissa (2012) *free cash flow* tidak berpengaruh terhadap DPR. Artinya, besar kecilnya *free cash flow* yang dimiliki perusahaan tidak mempengaruhi besar kecilnya DPR yang dibayarkan pada pemegang saham. Hal ini mungkin saja terjadi apabila perusahaan menerapkan pembayaran dividen yang tetap, sehingga walaupun *free cash flow* yang dimiliki perusahaan besar, jumlah dividen yang dibagikan perusahaan nilainya tetap.

Pengaruh Insider Ownership terhadap Nilai Perusahaan melalui Kebijakan Dividen

Hasil *sobel test* menunjukkan nilai t hitung lebih kecil dibandingkan dengan t tabel, hal ini mengindikasikan bahwa koefisien mediasi (pengaruh tidak langsung) yang artinya tidak terdapat pengaruh mediasi DPR atas pengaruh *insider ownership* terhadap nilai perusahaan (PBV). Hal ini karena rendahnya kepemilikan *insider* yang dimiliki perusahaan manufaktur. Rendahnya kepemilikan *insider* ini menjadikan pihak *insider* tidak memiliki hak untuk mengambil keputusan-keputusan perusahaan yang dapat meningkatkan nilai perusahaan maupun besarnya dividen yang akan dibagikan kepada pemegang saham. Pemegang saham mayoritas akan lebih berperan dalam pengambilan keputusan-keputusan yang akan diambil oleh perusahaan.

Pengaruh Kebijakan Hutang terhadap Nilai Perusahaan melalui Kebijakan Dividen

Hasil *sobel test* menunjukkan nilai t hitung lebih besar dibandingkan dengan t tabel, hal ini mengindikasikan bahwa koefisien

mediasi (pengaruh tidak langsung) yang artinya terdapat pengaruh mediasi DPR atas pengaruh kebijakan hutang terhadap nilai perusahaan (PBV). Tingginya hutang perusahaan sektor manufaktur mengakibatkan menurunnya dividen yang akan dibagikan kepada pemegang saham. Hal ini karena laba yang dihasilkan perusahaan akan lebih banyak digunakan untuk membayar bunga dan pokok pinjaman kepada pihak kreditur dibandingkan akan dibagikan dalam bentuk dividen kepada pemegang saham. Rendahnya dividen yang akan dibayarkan kepada pemegang saham akan menurunkan nilai perusahaan.

Pengaruh Free cash Flow terhadap Nilai Perusahaan melalui Kebijakan Dividen

Hasil *sobel test* menunjukkan nilai t hitung lebih kecil dibandingkan dengan t tabel, hal ini mengindikasikan bahwa koefisien mediasi (pengaruh tidak langsung) yang artinya tidak terdapat pengaruh mediasi DPR atas pengaruh *free cash flow* terhadap nilai perusahaan (PBV). Rendahnya *free cash flow* yang dihasilkan perusahaan tidak menjadi sinyal positif bagi investor karena investor menganggap bahwa aliran kas bebas tidak menandakan perusahaan memiliki nilai perusahaan yang baik, serta tidak menandakan bahwa perusahaan akan menggunakan *free cash flow* untuk pembagian dividen kepada pemegang saham.

KESIMPULAN

Insider ownership tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Kebijakan Hutang berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. *Free Cash Flow* berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan. Kebijakan Dividen tidak

berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

Insider Ownership berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Kebijakan Hutang tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen. *Free Cash Flow* tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen.

Insider ownership tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan dividen sebagai variabel *intervening*. Kebijakan hutang berpengaruh terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan dividen sebagai variabel *intervening*. *Free cash flow* tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan dividen sebagai variabel *intervening*.

Diharapkan dalam melakukan investasi para investor sebaiknya mempertimbangkan kondisi perusahaan atau gambaran mengenai pengaruh kebijakan hutang dan *free cash flow* terhadap nilai perusahaan pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI. Sehingga investor dapat meminimalisir risiko saat mengambil keputusan investasi.

UCAPAN TERIMA KASIH

Keberhasilan penulisan jurnal ilmiah manajemen ini tidak lepas dari bantuan, bimbingan, serta dorongan dari berbagai pihak. Pada kesempatan ini penulis menyampaikan terima kasih yang sebesar-besarnya kepada: Bapak Ulil Hartono, S.E., M.Si. selaku dosen pembimbing skripsi dan jurnal ilmiah ini. Selain itu penulis juga mengucapkan terima kasih kepada keluarga dan teman-teman yang selama ini turut membantu menyelesaikan penelitian ini.

DAFTAR PUSTAKA

Arieska, Metha dan Barbara Gunawan. 2011. Pengaruh Aliran Kas Bebas dan Keputusan Pendanaan

terhadap Nilai Perusahaan dengan Set Kesempatan Investasi dan Kebijakan Dividen sebagai Variabel Mediasi. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan* 13(1):13-23.

Brigham, Eugene F. dan Houston, Joel F. 2006. *Fundamentals of Financial Management. Tenth Edition (Manajemen Keuangan*. Edisi Kesepuluh), Buku I. Terjemahan dari: Ali Akbar Yulianto. Jakarta: Salemba Empat.

Efni, Yulia. 2011. Analisis Kebijakan Pendanaan, Kepemilikan Manajerial dan Aliran Kas Bebas terhadap Kebijakan Dividen pada Perusahaan Non Manufaktur yang Terdaftar di BEI. *Jurnal Ekonomi* 19(01): 1-12

Ghozali, Imam. 2013. *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS*. Semarang: Badan Penerbit UNDIP.

Hadi, javanshir, Oladi Bashir, Ghadiri Moghaddam Abolfazl dan Mojarad Maryam. 2013. The Relationship Between Free Cash Flow, Accruals and Firm Value. *World of Sciences Journal* 1(12): 26-33.

Hermuningsih, Sri dan Dewi Kusuma Wardani. 2009. Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Nilai Perusahaan pada Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Malaysia dan Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Siasat Bisnis* 13(2): 173-183.

Horne, James C Van dan John M. Wachowicz. 2007. *Fundamentals of Financial Management, Prinsip-Prinsip Manajemen Keuangan*. Jakarta: Salemba Empat.

Husnan, Suad. 2003. *Manajemen Keuangan Teori dan Penerapan (KEPUTUSAN JANGKA Pendek)*. Edisi keempat, Yogyakarta: BPFE.

- Ikbal, Muhammad, Sutrisno dan Ali Djahuri. 2011. Pengaruh profitabilitas dan kepemilikan insider terhadap nilai perusahaan dan kebijakan dividen sebagai variabel intervening. *Jurnal SNA 14 Aceh* 14:1-36.
- Jensen, M. and Meckling, W. 1976. Theory of The Firm: Managerial Behavior Agency Cost, and Ownership Structure. *Journal of Finance Economics* 3 3(4): 305-360.
- Lopolusi, Ita. 2013. Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Dividen Sektor Manufaktur yang Terdaftar di BEI 2007-2011. *Jurnal Ilmiah Mahasiswa Universitas Surabaya* 2(1):1-18.
- Lucyanda, Jurica dan Lilyana. 2012. Pengaruh Free Cash Flow dan Struktur Kepemilikan Terhadap Dividend Payout Ratio. *Jurnal Dinamika Akuntansi* 4(2):129-138.
- Mardiyati, Umi, Gatot Nazir Ahmad dan Ria Putri. 2012. Pengaruh Kebijakan Dividen, Kebijakan Hutang dan Profitabilitas Terhadap Nilai Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI Periode 2005-2010. *Jurnal Riset Manajemen Sains Indonesia (JRMSI)* 3(1):1-17.
- Meca, Emma Gracia dan Ballesta Juan Pedro Sanchez. 2008. Firm Value and Ownership Structure in The Spanish Capital Market. *Emerald insightJournal* 11(1):41-53.
- Mijayanti, Evi. 2011. Pengaruh Komposisi Dewan Komisaris, Struktur Kepemilikan, Leverage dan Firm Size terhadap Kebijakan Dividen. *Skripsi tidak diterbitkan*. Surabaya: Universitas Negeri Surabaya.
- Novitasari, Endang. 2011. Implikasi Struktur Kepemilikan terhadap Nilai Perusahaan dengan Kebijakan Dividen sebagai Variabel Intervening. *Skripsi tidak diterbitkan*. Surabaya: Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Perbanas.
- Permanasari, Wien Ika. 2010. Pengaruh Kepemilikan Manajemen, Kepemilikan Institusional dan Corporate Social Responsibility terhadap Nilai Perusahaan. *Skripsi*. Semarang: Universitas Diponegoro.
- Pouraghajan, Abbasali, Mehdi Esmaili, Esmail Abedi Rekabdarkolaei dan Askari Rezazade. 2013. Investigation The Effect of Agency Cost Arising From Free Cash Flow on Dividend Policy and Financial Leverage of Companies: Evidence from Iran. *World of Sciences Journal* 01(15): 91-98.
- Raissa, Febryanno. 2012. Faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen yang tercatat di BEI. *Jurnal Ilmiah Mahasiswa Manajemen* 1(6): 3-8.
- Rizqia, Dwita Ayu, Siti Aisjah dan Sumiati. 2013. Effect of Managerial Ownership, Financial Leverage, Profitability, Firm Size, and Investment Opportunity on Dividend Policy and Firm Value. *Research Journal of Finance And Accounting*, 4(11): 120-130.
- Septiadi, Ni Made Dwi. 2010. Pengaruh kepemilikan manajerial terhadap kebijakan hutang, kebijakan dividen dan nilai perusahaan pada perusahaan di BEI. *Thesis*. Bali: Universitas Udayana.
- Setiabudi, Andy dan Dian Agustia. 2012. Fundamental Faktor of Firm Due to The Firm Value. *Journal of Basic and Applied Scientific Research*, 2(12): 12651-12659.

- Sudana, I Made. 2011. *Manajemen Keuangan Perusahaan Teori dan Praktek*. Jakarta: Erlangga.
- Sujoko dan Ugy Soebiantoro. 2007. Pengaruh Struktur Kepemilikan, Leverage, Faktor Intern dan Faktor Ektern Terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Manajemen Dan Kewirausahaan* 9(1): 41-48.
- Sukirni, Dwi. 2012. Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Kebijakan Dividen dan Kebijakan Hutang Terhadap Nilai Perusahaan. *Accounting Analysis Journal AAJ* 1(2): 1-12.
- Thanatawee, Yordying. 2011. Life Cycle Theory and Free Cash Flow Hypothesis: Evidence From Dividend Policy in Thailand. *International Journal Of Financial Research* 2(2): 52-60.
- Wardani, Rima Agutania Kusuma. 2009. Aliran Kas Bebas terhadap Nilai Pemegang Saham dengan Set Kesempatan Investasi dan Kebijakan sebagai Variabel Pemediasi. *Jurnal Akuntansi Dan Manajemen* 20(3): 157-174.
- Wati, Ni Kadek Ari Lina dan Ni Putu Ayu Darmayanti. 2012. Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Kinerja Keuangan terhadap Kebijakan Dividen dan Nilai Perusahaan. *Jurnal Ilmiah Akuntansi dan Bisnis* 2(12): 103-124.