

## KEBIJAKAN HUTANG, KEBIJAKAN DIVIDEN, PROFITABILITAS DAN FREE CASH FLOW TERHADAP NILAI PERUSAHAAN

Stephani Dwi Erlinda Jenali

*fanijenali@gmail.com*

Lailatul Amanah

Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Indonesia (STIESIA) Surabaya

### ABSTRACT

*This study aims to examine the effect of debt policy, dividend policy, profitability and free cash flow on firm value. Debt policy is measured by a debt to equity ratio (DER), dividend policy is measured by dividend payout ratio (DPR), profitability is measured by return on assets (ROA), free cash flow is measured by the ratio of free cash flow (FCF) while firm value is measured by price to book value (PBV). This study uses a moderating variabel, namely insider ownership (INS). The population in this study are manufacturing companies listed on the Indonesia Stock Exchange in the period 2013-2017. The sampling technique uses purposive sampling. While the analytical method used is a multiple linear regression analysis method. The results of this study indicate that the DER has an effect on PBV, the DPR does not influence PBV, ROA has an effect on PBV, FCF has no effect on PBV, INS is able to moderate the influence of DER on PBV, INS is not able to moderate the influence of DPR on PBV, INS is able to moderate the effect of ROA on PBV and INS are not able to moderate the effect of FCF on PBV.*

*Keywords: PBV, DER, DPR, ROA, FCF*

### ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh kebijakan hutang, kebijakan dividen, profitabilitas dan *free cash flow* terhadap nilai perusahaan. Kebijakan hutang diukur dengan *debt to equity ratio* (DER), kebijakan dividen diukur dengan *dividend payout ratio* (DPR), profitabilitas diukur dengan *return on asset* (ROA), *free cash flow* diukur dengan *ratio free cash flow* (FCF) sedangkan nilai perusahaan diukur dengan *price to book value* (PBV). Penelitian ini menggunakan satu variabel moderasi yaitu *insider ownership* (INS). Populasi pada penelitian ini yaitu perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada periode 2013-2017. Teknik pengambilan sampel menggunakan *purposive sampling*. Sedangkan metode analisis yang digunakan adalah metode analisis regresi linier berganda. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa DER berpengaruh terhadap PBV, DPR tidak berpengaruh terhadap PBV, ROA berpengaruh terhadap PBV, FCF tidak berpengaruh terhadap PBV, INS mampu memoderasi pengaruh DER terhadap PBV, INS tidak mampu memoderasi pengaruh DPR terhadap PBV, INS mampu memoderasi pengaruh ROA terhadap PBV dan INS tidak mampu memoderasi pengaruh FCF terhadap PBV.

Kata Kunci: PBV, DER, DPR, ROA, FCF

### PENDAHULUAN

Tujuan utama perusahaan didirikan yaitu untuk memperoleh keuntungan atau laba semaksimal mungkin. Selain itu suatu perusahaan juga bertujuan untuk meningkatkan nilai perusahaan dengan memaksimalkan kemakmuran para pemegang saham. Semakin tinggi kesejahteraan para pemegang saham maka semakin tinggi pula nilai perusahaan. Nilai perusahaan merupakan persepsi investor terhadap keberhasilan suatu perusahaan yang berkaitan dengan harga saham. Tinggi rendahnya harga saham dapat mempengaruhi nilai perusahaan serta tingkat kepercayaan pasar terhadap kinerja perusahaan yang tidak hanya saat ini tapi juga prospek perusahaan di masa mendatang. Agnes (2013) menyatakan bahwa investor sangat memperhatikan nilai perusahaan karena kesejahteraan pemegang saham

akan tercermin dalam nilai perusahaan serta kinerja manajer keuangan juga dapat diketahui melalui nilai perusahaan.

Bagi manajer dan investor nilai perusahaan merupakan unsur yang sangat penting. Bagi manajer, apabila dapat meningkatkan nilai perusahaan maka dapat menunjukkan kinerja yang baik bagi perusahaan, sedangkan bagi investor nilai perusahaan digunakan sebagai indikator dimana jika nilai perusahaan meningkat investor akan memandang bahwa perusahaan itu baik sehingga akan tertarik untuk berinvestasi (Amanah, 2017:2). Tingginya nilai perusahaan merupakan suatu keinginan bagi para pemilik perusahaan, sebab dengan nilai yang tinggi dapat menunjukkan kemakmuran pemegang saham juga tinggi. Dalam penelitian ini faktor-faktor yang diidentifikasi mempengaruhi nilai perusahaan antara lain yaitu kebijakan hutang, kebijakan dividen, profitabilitas, dan *free cash flow* dan terdapat *insider ownership* sebagai variabel moderasi. Dalam pengambilan keputusan terkait sumber pendanaan, para manajer menjaga agar kebijakan hutang tidak bertambah tinggi. Hal ini mengacu pada teori *pecking order theory* yang menyatakan bahwa perusahaan lebih menyukai pendanaan internal dan pendanaan eksternal apabila diperlukan.

Menurut Nainggolan dan Listiadi (2014) mengatakan bahwa kebijakan hutang berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan. Hal ini dikarenakan hutang merupakan sumber pembiayaan yang memiliki tingkat risiko kegagalan yang tinggi dalam hal melunasi pokok pinjaman dan bunga, risiko tersebut dapat mengakibatkan kebangkrutan yang dapat berdampak pada nilai perusahaan. Hutang yang tinggi dapat menurunkan nilai perusahaan. Kebijakan dividen merupakan suatu kebijakan yang harus dilakukan oleh manajer untuk menentukan apakah laba perusahaan dibagikan sebagai dividen atau dijadikan sebagai laba ditahan. Investor cenderung menyukai dividen dalam jumlah yang tinggi. Sehingga besar kecilnya dividen yang dibagikan akan menentukan seorang investor untuk berinvestasi. Esana dan Darmawan (2017), dan Wahyudi *et al.* (2016), mengatakan bahwa hubungan antara kebijakan dividen dengan nilai perusahaan memiliki pengaruh yang positif. Hubungan yang positif ini memperkuat teori *Bird In The Hand Theory* dimana informasi yang diterima investor mempengaruhi respon investor terkait kebijakan dividen yang kemudian mempengaruhi nilai perusahaan. Artinya investor menafsirkan bahwa tingkat kenaikan dividen yang dibagikan menandakan bahwa manajer merasa optimis mengenai masa depan perusahaan.

Faktor lain yang dapat mempengaruhi nilai perusahaan adalah profitabilitas. Besar kecilnya tingkat Profitabilitas perusahaan sangat mempengaruhi nilai suatu perusahaan. Profitabilitas merupakan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba. Penelitian yang dilakukan oleh Amanah (2017), menyatakan bahwa profitabilitas berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Hubungan positif ini menunjukkan bahwa semakin tinggi profitabilitas maka akan semakin menarik para investor untuk menanamkan dananya guna mengembangkan usaha, sehingga semakin tinggi minat investor berinvestasi maka semakin tinggi harga saham dan nilai perusahaan akan meningkat. Brigham dan Houston (2006), *free cash flow* menggambarkan jumlah kas yang tersedia untuk dibagikan kepada para investor dalam bentuk dividen. Perusahaan yang mampu menghasilkan *free cash flow* dalam jumlah yang cukup tinggi dapat dikatakan bahwa perusahaan tersebut dalam kondisi yang baik atau sehat. Dengan kata lain semakin tinggi arus kas bebas yang dihasilkan maka semakin sehat perusahaan tersebut karena memiliki kas sisa yang tersedia untuk pertumbuhan perusahaan, pembayaran hutang dan dividen. Penelitian dilakukan Mardasari (2014), dan Hadi *et al.* (2013), mengatakan bahwa *free cash flow* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Hubungan positif ini menjelaskan bahwa tingginya *free cash flow* yang dihasilkan oleh suatu perusahaan akan digunakan oleh manajer untuk kegiatan investasi dengan return yang menjanjikan sehingga nilai perusahaan di masa yang akan datang akan semakin meningkat.

Penelitian ini menggunakan *insider ownership* sebagai variabel moderating yang memoderasi hubungan antara kebijakan hutang, kebijakan dividen, profitabilitas dan *free cash flow* terhadap nilai perusahaan. Adanya pemisahan fungsi yaitu fungsi pengelolaan dan fungsi kepemilikan dapat menimbulkan konflik *agency* yaitu konflik yang timbul karena adanya perbedaan kepentingan dimana konflik tersebut nantinya akan menimbulkan suatu biaya yang disebut biaya keagenan (*agency cost*). *Insider ownership* oleh beberapa peneliti dipercaya mampu mempengaruhi perusahaan dalam menjalankan kegiatan operasionalnya untuk mencapai tujuan yang ingin dituju yaitu salah satunya adalah memaksimalkan nilai perusahaan (Gunawan dan Halim, 2012).

*Insider ownership* yang semakin meningkat akan mampu mengurangi konflik kepentingan yang terjadi antara manajemen dengan pemegang saham tersebut. Dengan kata lain keterlibatan manajer dalam kepemilikan saham akan mampu menghubungkan kepentingan dengan para pemegang saham. Porsi saham yang dimiliki oleh manajemen akan mempengaruhi sikap manajemen dalam menjalankan kegiatan operasional perusahaan. Manajemen yang juga berperan sebagai pemegang saham akan bertindak layaknya pemilik perusahaan yang berupaya untuk meningkatkan nilai perusahaan (Samisi dan Ardiana, 2013). Penelitian-penelitian terdahulu menandakan bahwa masih terdapat perbedaan mengenai faktor-faktor yang diidentifikasi mempengaruhi nilai perusahaan dengan *insider ownership* sebagai variabel moderasi. Penelitian yang dilakukan oleh Samisi dan Ardiana hanya memiliki satu variabel independen yaitu struktur pendanaan yang diidentifikasi memiliki pengaruh terhadap variabel dependen yaitu nilai perusahaan dengan kepemilikan manajerial sebagai variabel moderating. Oleh karena itu peneliti mengembangkan penelitian yang dilakukan oleh Samisi dan Ardiana (2013) tersebut dengan menambahkan tiga variabel independen yaitu kebijakan dividen, profitabilitas dan *free cash flow*. Kemudian mengganti populasi perusahaan manufaktur menjadi perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) dengan periode 2013-2017. Hal ini dikarenakan faktor-faktor yang diidentifikasi dapat mempengaruhi nilai perusahaan dan di moderating oleh *insider ownership* (kepemilikan manajerial) tidak hanya struktur pendanaan melainkan dapat dipengaruhi oleh kebijakan dividen, profitabilitas dan *free cash flow*.

Berdasarkan latar belakang diatas maka rumusan masalah dalam penelitian ini adalah: (1) Apakah kebijakan hutang berpengaruh terhadap nilai perusahaan?; (2) Apakah kebijakan dividen berpengaruh terhadap nilai perusahaan?; (3) Apakah profitabilitas berpengaruh terhadap nilai perusahaan?; (4) Apakah *free cash flow* berpengaruh terhadap nilai perusahaan?; (5) Apakah *insider ownership* mampu memoderasi pengaruh kebijakan hutang terhadap nilai perusahaan?; (6) Apakah *insider ownership* mampu memoderasi pengaruh kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan?; (7) Apakah *insider ownership* mampu memoderasi pengaruh profitabilitas terhadap nilai perusahaan?; (8) Apakah *insider ownership* mampu memoderasi pengaruh *free cash flow* terhadap nilai perusahaan?. Sedangkan tujuan dari penelitian ini yaitu: (1) Untuk menguji apakah kebijakan hutang berpengaruh terhadap nilai perusahaan; (2) Untuk menguji apakah kebijakan dividen berpengaruh terhadap nilai perusahaan; (3) Untuk menguji apakah profitabilitas berpengaruh terhadap nilai perusahaan; (4) Untuk menguji apakah *free cash flow* berpengaruh terhadap nilai perusahaan; (5) Untuk menguji apakah *insider ownership* mampu memoderasi pengaruh kebijakan hutang terhadap nilai perusahaan; (6) Untuk menguji apakah *insider ownership* mampu memoderasi pengaruh kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan; (7) Untuk menguji apakah *insider ownership* mampu memoderasi pengaruh profitabilitas terhadap nilai perusahaan; (8) Untuk menguji apakah *insider ownership* mampu memoderasi pengaruh *free cash flow* terhadap nilai perusahaan.

## TINJAUAN TEORITIS

### Teori Keagenan (*Agency Theory*)

Perusahaan merupakan suatu organisasi dimana terdiri dari beberapa pihak yaitu pihak internal (manajemen) dan pihak eksternal (investor) yang memiliki kepentingan dan tujuan yang sama. Para manajer diberi kekuasaan oleh para investor atau pemilik perusahaan untuk mengambil keputusan dimana hal ini dapat menimbulkan suatu konflik kepentingan yang seringkali disebut dengan teori keagenan / *agency theory* (Brigham dan Houston 2010:26). Teori keagenan menjelaskan mengenai suatu hubungan keagenan dan masalah-masalah yang ditimbulkannya. Dalam manajemen keuangan hubungan keagenan biasanya terjadi diantara: (1) pemegang saham dan manejer; (2) manajer dan pemilik utang. Pada saat perusahaan menghasilkan *free cash flow* yang tinggi, investor menginginkan agar *free cash flow* dibagikan kepada mereka berupa dividen, disisi lain manajer perusahaan ingin menahan sumber daya (termasuk *free cash flow*) sehingga manajer mempunyai kontrol atas sumber daya tersebut (Hanafi, 2008:317). Cisilia (2017) hubungan antara *principal* dengan agen mengakibatkan dua permasalahan, antara lain: (1) Adanya informasi asimetris; (2) Adanya konflik kepentingan. Menurut Cisilia (2017) untuk mencegah dan mengurangi perilaku manajer yang cenderung *oportunities* timbulah biaya yang disebut biaya keagenan (*agency cost*). *Agency cost* (biaya keagenan) yaitu biaya yang timbul akibat konflik yang terjadi antara *principal* dengan agen. Biaya keagenan juga disebabkan oleh perilaku manajer yang bertindak untuk mementingkan diri sendiri atau pengambilan keputusan oleh manajer yang tidak optimal.

### Teori Sinyal (*Signalling Theory*)

Teori ini di kemukakan oleh Brigham dan Houston (2006:40) yang menyatakan bahwa *signalling theory* adalah suatu tindakan yang dilakukan oleh manajemen untuk menyalurkan informasi kepada pihak eksternal yaitu para investor mengenai pandangan manajemen terhadap prospek perusahaan dimasa mendatang. Teori ini mengasumsikan adanya 2 jenis informasi menurut sifatnya yaitu *good news* dan *bad news*. Pemberian sinyal mengenai kinerja keuangan suatu perusahaan diharapkan dapat menarik perhatian para investor untuk berinvestasi. Kinerja keuangan perusahaan dapat dilihat dari laporan keuangan perusahaan sebagai bahan pertimbangan investor apakah perusahaan ini layak untuk didanai atau tidak. Perusahaan yang selalu menghasilkan profit akan memberikan signal kepada investor tentang perusahaannya yang cenderung relatif sulit unutm mengalami kebangkrutan atau bentuk lain dari *financial distress*. Dalam penelitian ini menjelaskan bahwa pihak manajemen perusahaan yang memberikan informasi mengenai kebijakan hutang, *insider ownership*, profitabilitas, *free cash flow* dan kebijakan dividen sebagai moderating kepada investor.

### Nilai Perusahaan

Perusahaan merupakan suatu organisasi yang pada awal didirikan sudah meiliki beberapa tujuan yang salah satunya adalah emmaksimalkan kemakmuran para pemegang saham. Perusahaan *go public* umumnya akan berupaya untuk memaksimalkan kemakmuran para pemegang saham dengan cara meningkatkan nilai perusahaan (Indasari dan Yadnyana, 2018). Indasari dan Yadnyana (2018), penilaian investor terhadap kinerja perusahaan biasanya dilihat dari pergerakan harga saham perusahaan yang diperdagangkan di bursa saham. Nilai perusahaan merupakan hal yang sangat penting dalam menggambarkan kondisi suatu perusahaan yang dilihat dari harga sahamnya. Memaksimalkan nilai perusahaan sama halnya dengan memaksimalkan kemakmuran para pemegang saham dan pihak-pihak terkait. Upaya perusahaan dalam meningkatkan nilai perusahaan dapat dikaitkan dengan teori *Corporate Governance*.

Ketika perusahaan menerapkan *Good Corporate Governance*, kebijakan dividen dan kebijakan hutang serta kebijakan lainnya dalam upaya peningkatan nilai perusahaan akan

lebih baik hasilnya. Dengan konsep GCG pada saat manajemen sebagai agen mengambil suatu keputusan, pihak manajer akan berusaha untuk memenuhi tujuan para pemegang saham atau *principal*. Kemudian perilaku oportunistik agen dapat diminimalisasi dengan adanya penerapan *Good Corporate Governance* tersebut. Dengan konsep ini pula diharapkan manajer dapat mengurangi tindakannya yang ingin memperkaya diri sendiri dan berperilaku menyimpang. Sehingga terjadi peningkatan pada harga saham dan peningkatan pada kemakmuran para pemegang saham melalui peningkatan nilai perusahaan. Variabel kuantitatif yang sering digunakan untuk memperkirakan nilai suatu perusahaan (Keown dan Scott, 2000:849), yaitu: (1) Nilai Buku (*Book Value Per Share*) yang digunakan untuk mengukur nilai *shareholders equity*; (2) Nilai *Appraisal* yang dapat diperoleh dari perusahaan *appraisal independent*; (3) Nilai pasar saham digunakan untuk memperkirakan nilai bersih suatu bisnis; (4) Nilai “Chop-Shop” digunakan untuk mengidentifikasi perusahaan multi industri; (5) Nilai arus kas digunakan untuk mengestimasi arus kas bersih yang tersedia.

### ***Insider Ownership***

Saham merupakan salah satu alternatif untuk berinvestasi. Investor yang membeli saham pada suatu perusahaan memiliki harapan untuk mendapatkan keuntungan dari penjualan kembali saham tersebut. Kepemilikan manjerial merupakan kondisi dimana manajer mempunyai saham di perusahaan tersebut dan manajer tersebut sekaligus sebagai pemegang yang ikut dalam pengambilan keputusan (Cisilia, 2017). Hal ini dapat mengakibatkan terjadinya konflik antara para manajer dan pemegang saham. Secara teori apabila kepemilikan manjerial tinggi maka sikap *opportunities* manajer akan menurun (Pujiati, 2015). Kepemilikan manjerial diharapkan dapat menyelaraskan kepentingan antara manajemen perusahaan dengan para pemegang saham, sehingga tidak ada tindakan dari manajemen yang mengutamakan kepentingan diri sendiri sebagai pihak internal perusahaan. Hal ini dikarenakan pada setiap pengambilan keputusan manajer yang berperan sebagai pemegang saham akan merasakan manfaatnya jika keputusan yang diambil tepat dan menerima risiko apabila keputusan yang diambil salah.

### **Kebijakan Hutang**

Kebijakan hutang merupakan kebijakan suatu perusahaan untuk menentukan sumber pendanaan yang akan diambil untuk menjalankan kegiatan operasional perusahaan. Sebuah perusahaan dalam menjalankan kegiatannya akan membutuhkan modal yang dapat diperoleh dari dua sumber yaitu utang dan ekuitas. Struktur modal sasaran yaitu kombinasi antara utang dan ekuitas yang nantinya akan digunakan untuk merencanakan mendapatkan modal (Brigham dan Houston, 2006). Donaldson (1961) mengemukakan bahwa perusahaan lebih mengutamakan pendanaan yang berasal dari internal yaitu dana yang diperoleh dari profit yang telah dihasilkan dari kegiatan operasional perusahaan yang akan digunakan untuk membayar dividen dan mendanai investasi, apabila kebutuhan dana yang dibutuhkan lebih besar maka dipergunakan dana eksternal untuk menutupi kekurangan tersebut, dimana perusahaan akan mengeluarkan surat berharga yang sekiranya paling aman yaitu dapat dimulai dari hutang, hingga surat berharga lainnya. Urutan pendanaan yang disukai oleh perusahaan adalah 1) laba ditahan atau penyusutan; 2) penggunaan Hutang; 3) penerbitan saham baru (Samisi dan Ardiana, 2013). *Trade off theory* dalam struktur modal adalah keseimbangan antara manfaat yang diperoleh dengan pengorbanan yang timbul akibat penggunaan hutang. Apabila manfaat yang diperoleh cukup besar, maka penggunaan hutang masih diperbolehkan. Tingkat utang dikatakan mencapai titik optimal yaitu ketika penghematan pajak pada tingkat maksimum terhadap biaya kesulitan keuangan (*financial distress*). Teori ini memprediksi adanya hubungan yang positif antara struktur modal dengan nilai perusahaan dengan asumsi keuntungan pajak masih lebih besar daripada biaya-biaya yang dikeluarkan yaitu biaya kepaillitan dan biaya keagenan. Pada intinya teori ini

menunjukkan bahwa penggunaan hutang akan meningkatkan nilai perusahaan pada titik tertentu namun setelah titik tersebut penggunaan hutang dapat menurunkan nilai perusahaan.

### **Kebijakan Dividen**

Menurut Baridwan (2010) dividen adalah proporsi keuntungan yang didapatkan oleh investor yang berinvestasi pada suatu perusahaan dalam jumlah yang telah ditentukan oleh manajemen sesuai dengan jumlah lembar saham yang dimiliki oleh investor tersebut. Pemberian dividen suatu perusahaan tergantung pada kebijakam dari perushaaan tersebut sehingga pembagian dividen setiap perusahaan berbeda-beda. *Bird In The Hand Theory* menyatakan bahwa nilai perusahaan juga dipengaruhi oleh kebijakan dalam pembagian dividen kepada pemegang saham. Semakin besar tingkat dividen yang dibagikan maka semakin tinggi harga pasar saham sehingga nilai perusahaan akan meningkat, begitupun sebaliknya. Teori Irelevansi Dividen adalah teori yang menyatakan bahwa kebijakan dividen tidak mempengaruhi secara signifikan pada nilai maupun modal perusahaan. Teori Irelevansi Dividen pertama kali dikemukakan oleh Modligani dan Miller (1961) yang menyatakan bahwa nilai perusahaan hanya ditentukan oleh kemampuan dasar perusahaan dalam menghasilkan laba dan menghadapi risiko bisnisnya.

### **Profitabilitas**

Profitabilitas adalah suatu rasio yang mencerminkan suatu kemampuan perusahaan dalam mencari keuntungan atau laba (Murhadi, 2013). Kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba semaksimal mungkin akan menarik perhatian para investor untuk berinvestasi pada perusahaan tersebut, sebaliknya jika laba perusahaan rendah maka para investor akan menarik dananya. Sartono (2009) profitabilitas merupakan kemampuan perusahaan untuk memperoleh laba yang maish ada kaitannya dengan penjualan, total aktiva maupun modal sendiri. Profitabilitas dapat diukur menggunakan rasio profitabilitas dengan banyak pendekatan menyatakan bahwa profitabilitas terdiri dari dua rasio yaitu laba yang berkaitan dengan penjualan dan laba yang berkaitan dengan investasi.

### **Free Cash Flow**

Menurut Amanah (2017) *free cash flow* didefinisikan sebagai kas sisa yang tersedia untuk dibagikan kepada pemegang saham dan kreditur setelah perusahaan menempatkan investasi nya pada aset tetap, produk baru dan modal kerja yang digunakan untuk menjalankan kegiatan operasional perusahaan. *Free cash flow* yang tinggi dapat menimbulkan konflik antara pemegang saham dengan manajer (Sartono, 2009). Hal ini berkaitan dengan teori keagenan yang merupakan teori mengenai hubungan antara manajemen sebagai *principal* dan pemegang saham sebagai *agent*. Konflik yang terjadi antara kedua pihak tersebut disebabkan karena manajer ingin menggunakan *free cash flow* untuk diinvestasikan lagi pada proyek-proyek yang menghasilkan keuntungan, sedangkan pemegang saham menginginkan *free cash flow* dibagikan dalam bentuk dividen sehingga kesejahteraan para pemegang saham meningkat.

### **Pengembangan Hipotesis**

#### **Pengaruh Kebijakan Hutang Terhadap Nilai Perusahaan**

Manajemen perusahaan mengambil sebuah keputusan mengenai kebijakan hutang yakni bahwa manajemen akan berusaha untuk melindungi nilai hutang perusahaan agar tidak bertambah merupakan keputusan yang mengacu pada *pecking order teory* yang menyatakan bahwa perusahaan lebih menyukai internal *financing* dan apabila lebih maka pendanaan dari luar (eksternal *financing*) diperlukan. Hal ini dikarenakan penggunaan hutang yang tinggi akan menyebabkan perusahaan mengalami kesulitan dalam membayar pokok hutang dan

bunganya. Penelitian yang dilakukan oleh Nainggolan dan Listiadi (2014) mengatakan bahwa kebijakan hutang berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan. Hal ini dikarenakan hutang merupakan sumber pendanaan yang memiliki risiko tinggi (*high risk*) yang berkaitan dengan pembayaran bunga yang pada umumnya perusahaan tidak mampu menutupi bunga tersebut sehingga berakhir dengan kebangkrutan atau bentuk lain dari *financial distress*.

H<sub>1</sub> : Kebijakan Hutang berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan.

### **Pengaruh Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan**

Investor lebih menyukai dividen dibandingkan *capital gain* sehingga sangat mendukung teori *Bird In The Hand Theory*. Investor akan menyukai perusahaan yang mampu membayarkan dividen dalam jumlah yang tinggi, sehingga apabila perusahaan membagikan dividen dalam jumlah yang tinggi, investor akan menafsirkan bahwa manajer merasa optimis akan perusahaan dimasa mendatang. Besar kecilnya dividen yang dibagikan sangat menentukan minat investor untuk berinvestasi. Dengan demikian semakin tinggi dividen yang dibagikan maka semakin tinggi pula minat investor untuk berinvestasi. Dan semakin tinggi minat investor untuk berinvestasi maka semakin tinggi pula nilai perusahaan.

H<sub>2</sub> : Kebijakan Dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

### **Pengaruh Profitabilitas Terhadap Nilai Perusahaan**

Profitabilitas merupakan rasio untuk mengukur seberapa besar tingkat keuntungan yang mampu dihasilkan oleh suatu perusahaan. Besarnya keuntungan yang diperoleh perusahaan dapat menarik investor untuk berinvestasi. Penelitian yang dilakukan oleh Amanah (2017) menyatakan bahwa profitabilitas memiliki pengaruh yang positif terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian ini mendukung *signaling theory* yang mengatakan bahwa pemberian signal kepada investor mengenai kinerja keuangan dapat menarik minat investor untuk berinvestasi pada perusahaan dengan pertimbangan menggunakan laporan keuangan yang telah disajikan. Salah satu rasio keuangan untuk menganalisis laporan keuangan adalah profitabilitas. Apabila hasil analisis laporan keuangan menjelaskan bahwa perusahaan memiliki kinerja keuangan yang baik maka investor akan tertarik untuk membeli saham perusahaan. Sehingga dapat meningkatkan nilai perusahaan di masa yang akan datang.

H<sub>3</sub> : Profitabilitas berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

### **Pengaruh Free Cash Flow Terhadap Nilai Perusahaan**

*Free cash flow* merupakan arus kas bebas perusahaan yang merupakan arus kas sisa setelah perusahaan menginvestasikan dananya pada aset tetap yang akan dibagikan kepada para investor. Semakin besar *free cash flow* yang dihasilkan maka semakin tinggi kemampuan perusahaan dalam membayar hutang. Penelitian dilakukan Hadi *et al.* (2013), Amanah (2017), mengatakan bahwa *free cash flow* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Hubungan positif ini sesuai dengan teori sinyal bahwa tingginya *free cash flow* yang diperoleh perusahaan dapat memberikan sinyal yang positif kepada investor bahwa perusahaan tersebut memiliki kinerja yang baik sehingga berpengaruh terhadap nilai perusahaan yang juga akan meningkat.

H<sub>4</sub> : *Free Cash Flow* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

### **Pengaruh Kebijakan Hutang Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Insider ownership Sebagai Variabel Moderating**

*Insider Ownership* memiliki peran untuk mengurangi konflik yang sering terjadi antara manajemen dengan pemegang saham. Animah dan Ramadhani (2010) berpendapat bahwa kepemilikan manajerial artinya manajer memiliki keterlibatan dalam kepemilikan saham

dengan tujuan untuk menyetarakan dengan pemegang saham agar menghasilkan kinerja yang lebih baik. Manajer akan melaksanakan tugasnya sebagai pemimpin perusahaan sekaligus pemilik perusahaan. Semakin tinggi saham yang dimiliki oleh manajer maka manajer akan semakin berhati-hati dalam menggunakan hutang. Hal ini dikarenakan para manajer berpikir bahwa mereka juga akan menanggung risiko yang timbul akibat penggunaan hutang yang dapat berdampak bagi nilai perusahaan (Samisi dan Ardiana, 2013). Peran manajer sebagai pemilik perusahaan dapat mempengaruhi kinerja manajer saat bekerja sehingga manajer akan memprioritaskan kepentingan perusahaan yaitu meningkatkan nilai perusahaan dibandingkan kepentingan diri sendiri (Cisilia, 2017). Sehingga hipotesisnya menjadi:

H<sub>5</sub>: *Insider Ownership* memoderasi negatif pengaruh kebijakan hutang terhadap nilai perusahaan.

### **Pengaruh Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan Dengan *Insider Ownership* Sebagai Variabel Moderating**

Harga saham juga dapat dipengaruhi oleh tingkat kemampuan perusahaan dalam membayarkan dividen kepada para pemegang saham. Semakin tinggi dividen yang dibagikan akan meningkatkan nilai perusahaan. Menurut Gunawan dan Halim (2012), pihak manajerial merupakan pihak yang menjalankan kegiatan operasional perusahaan. Apabila kepentingan antara pemegang saham dengan pihak manajerial tidak memiliki kesejajaran dimana pemegang saham menginginkan dividen yang tinggi sedangkan manajer yang cenderung ingin menahan laba perusahaan maka akan berdampak pada nilai perusahaan yang semakin menurun. Hal ini akan berbeda jika manajer terlibat dalam kepemilikan saham dimana pihak manajerial juga berperan sebagai pemegang saham. Keterlibatan manajerial sebagai pemegang saham diukur berdasarkan porsi saham yang dimiliki. Semakin besar saham yang dimiliki pihak manajerial semakin kecil kemungkinan pihak manajerial bertindak untuk mementingkan kepentingan pribadi serta semakin besar pula kemampuan pihak manajerial untuk turut serta dalam pengambilan keputusan, salah satunya besarnya dividen yang dibagikan. Sehingga hipotesisnya menjadi:

H<sub>6</sub>: *Insider ownership* memoderasi positif pengaruh Kebijakan Dividen terhadap nilai perusahaan.

### **Pengaruh Profitabilitas Terhadap Nilai Perusahaan Dengan *Insider ownership* Sebagai Variabel Moderating**

Menurut Isnanta (2008) kepemilikan manajerial merupakan porsi saham yang dimiliki oleh pihak manajemen perusahaan. Dengan kata lain kepemilikan manajerial yang sering disebut *Insider Ownership* merupakan manajemen perusahaan yang bertindak sekaligus sebagai pemegang saham. Kepemilikan saham yang tinggi akan memotivasi manajemen untuk meningkatkan kinerjanya untuk memajukan perusahaan (Machfoedz dan Siallagan, 2006). Kinerja yang baik dapat dilihat melalui profitabilitas perusahaan. Semakin tinggi saham yang dimiliki oleh manajer perusahaan semakin tinggi pula keinginan untuk mencapai profit yang tinggi sehingga nilai perusahaan akan semakin meningkat. Hasil penelitian yang dilakukan oleh Nst (2016) menyatakan bahwa *Insider Ownership* merupakan variabel yang mampu memoderasi hubungan antara profitabilitas terhadap nilai perusahaan.

H<sub>7</sub>: *Insider Ownership* memoderasi positif pengaruh profitabilitas terhadap nilai perusahaan.

### **Pengaruh *Free Cash Flow* Terhadap Nilai Perusahaan Dengan *Insider Ownership* Sebagai Variabel Moderating**

Teori sinyal menyatakan bahwa manajer memiliki kewajiban untuk memberikan sinyal bagi para pemegang saham mengenai keadaan perusahaan yang diungkapkan melalui



informasi laporan keuangan (Amanah, 2017). Salah satu informasi tersebut adalah *free cash flow*. Menurut Amanah (2017) pada saat perusahaan tidak lagi memiliki kesempatan untuk berinvestasi, pemegang saham menginginkan *free cash flow* untuk dibagikan sebagai dividen, sedangkan manajer cenderung untuk menahan sumber daya tersebut (termasuk *free cash flow*). Namun apabila manajer ikut terlibat dalam kepemilikan saham perusahaan maka manajer juga akan bertindak dan berperan sekaligus sebagai pemegang saham. Sehingga hipotesisnya menjadi:

H<sub>8</sub>: *Insider Ownership* memoderasi positif pengaruh *free cash flow* terhadap nilai perusahaan.

## METODE PENELITIAN

### Jenis Penelitian dan Gambaran Populasi Penelitian

Penelitian ini disusun berdasarkan karakteristik masalah yang dilakukan melalui studi kausal komparatif. Penelitian ini dilakukan untuk menguji apakah kebijakan hutang, kebijakan dividen, profitabilitas, dan *free cash flow* mempengaruhi nilai perusahaan yang dimediasi oleh *insider ownership*. Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan manufaktur yang telah terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada periode 2013-2017.

### Teknik Pengambilan Sampel

Teknik pengambilan sampel pada penelitian ini dilakukan dengan teknik *purposive sampling*. Adapun kriteria-kriteria dalam pengambilan sampel yang telah ditentukan oleh peneliti yaitu: (1) Perusahaan manufaktur di yang terdaftar di BEI pada periode 2013-2017; (2) Perusahaan manufaktur yang secara rutin dan konsisten membagikan dividen selama periode 2013-2017; (3) Perusahaan manufaktur yang memiliki *Insider Ownership* pada periode 2013-2017.

### Teknik Pengumpulan Data

Dalam penelitian ini digunakan jenis data dokumenter. Data dokumenter yang digunakan dalam penelitian ini adalah data penelitian berupa laporan-laporan perusahaan yang terdaftar di BEI periode 2013-2017 yang menjadi sampel dalam penelitian ini. Peneliti menggunakan sumber data sekunder yang diperoleh dari perusahaan manufaktur periode 2013-2017 melalui web site resmi BEI yaitu *www.idx.co.id*. Sesuai dengan sumber data yang digunakan oleh peneliti, teknik pengumpulan data yang digunakan dalam memperoleh data sekunder tersebut adalah teknik dokumentasi.

### Variabel dan Defenisi Operasional Variabel

#### Nilai Perusahaan

Nilai perusahaan biasanya digunakan sebagai suatu ukuran bagi para investor untuk menanamkan modal pada perusahaan. Oleh karena itu diperlukannya pengukuran atas nilai perusahaan dengan menggunakan rasio pasar, *price to book value*. Perhitungan PBV dinyatakan sebagai berikut. (Amanah, 2017:9)

$$PBV = \frac{\text{Market Price Per Share}}{\text{Book Value Per Share}}$$

#### *Insider ownership*

Dalam penelitian ini kepemilikan manjerial mencerminkan seberapa besar presentase kepemilikan saham perusahaan oleh manajemen. Mijayanti (2011) menyatakan bahwa *insider ownership* merupakan porsi kepemilikan saham terhadap total saham yang beredar. *Insider ownership* dapat diperoleh dengan rumus sebagai berikut:

$$\text{Insider Ownership} = \frac{\sum \text{Saham Pihak Insider}}{\sum \text{saham yang beredar}} \times 100\%$$

### Kebijakan Hutang

Dalam penelitian ini kebijakan hutang diproksikan dengan menggunakan *Debt to Equity Ratio* yang diperoleh dengan cara sebagai berikut (Brigham dan Houston, 2006:107):

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

### Kebijakan Dividen

Rasio kebijakan dividen dapat diukur dengan menggunakan *Dividen Payout Ratio* (DPR) yang dapat dilihat pada tahun yang ingin dianalisis. Menurut Mardasari (2014) *Dividen Payout Ratio* dapat diukur dengan cara sebagai berikut:

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

### Profitabilitas

Profitabilitas menurut Amanah (2017), dapat diukur berdasarkan *Return On Asset* dengan rumus sebagai berikut:

$$ROA = \frac{\text{Laba Bersih}}{\text{Total Aset}}$$

### Free Cash Flow

*Free cash flow* dapat dihitung dengan rumus (Mardyaningrum, 2017):

*Free Cash Flow* (FCF) = Aliran Kas Operasi – Aliran Kas Investasi

$$\text{Ratio FCF} = \frac{\text{FCF}}{\text{TOTAL ASET}}$$

### Teknik Analisis Data

#### Analisis Statistik Deskriptif

Menurut Ghozali (2016:19) statistik deskriptif merupakan suatu teknik analisis yang memberikan gambaran atau deskriptif mengenai suatu data yang dapat dilihat dari nilai *mean*, standar deviasi, maksimum dan minimum.

#### Analisis Regresi Berganda

Penelitian ini menggunakan metode analisis regresi linier berganda karena dapat menjelaskan hubungan antar variabel yang melibatkan lebih dari satu variabel independen dengan satu variabel dependen. Analisis regresi ini juga dapat mengukur seberapa besar pengaruh atau kekuatan hubungan antara dua variabel atau lebih dan arah hubungan antara variabel independen dengan variabel dependen (Ghozali, 2016).

Persamaan regresi dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

Model 1

Pada analisis regresi berganda model 1 digunakan untuk menguji pengaruh kebijakan hutang, kebijakan dividen, profitabilitas dan *free cash flow* terhadap nilai perusahaan.

$$NP = \alpha + b_1 \text{ DER} + b_2 \text{ DPR} + b_3 \text{ ROA} + b_4 \text{ FCF} + e$$

Model 2

Analisis regresi berganda model 2 dengan uji interaksi atau sering disebut *Moderated Regression Analysis* (MRA) digunakan untuk menguji *insider ownership* sebagai pemoderasi pengaruh kebijakan hutang, kebijakan dividen, profitabilitas dan *free cash flow* terhadap nilai perusahaan.

$$NP = \alpha + b_1 \text{ DER} + b_2 \text{ DPR} + b_3 \text{ ROA} + b_4 \text{ FCF} + b_5 \text{ INS} * \text{DER} + b_6 \text{ INS} * \text{DPR} + b_7 \text{ INS} * \text{ROA} + b_8 \text{ INS} * \text{FCF} + e$$

Keterangan:

NP : Nilai Perusahaan

$\alpha$  : Konstanta

DER	: Kebijakan Hutang
DPR	: Kebijakan Dividen
ROA	: Profitabilitas
FCF	: <i>Free Cash Flow</i>
INS	: <i>Insider Ownership</i>
$b_1 - b_9$	: Koefisien Regresi
e	: <i>Standart Error</i>

### Pengujian Asumsi Klasik

Normalitas data pada prinsipnya dapat dideteksi dari penyebaran titik (data) pada sumbu diagonal grafik atau dilihat dari histogram dan residualnya (Ghozali, 2016:156). Sedangkan uji statistik dalam penelitian ini menggunakan uji statistik non-parametik *Kolmogorov-Smirnov* (K-S). Jika nilai signifikansi lebih besar dari 0.05 maka data tersebut berdistribusi normal, namun sebaliknya jika nilai signifikansi lebih kecil dari 0.05 maka data tersebut tidak berdistribusi normal.

Uji multikolinearitas, digunakan untuk mengetahui ada atau tidaknya penyimpangan asumsi klasik. Uji Multikolinearitas dapat dilihat dengan cara menganalisis nilai VIF (*Variance Inflation Factor*), yaitu dengan nilai VIF tidak lebih dari 10 dan nilai *tolerance* tidak kurang dari 0,1 maka model tersebut dapat dikatakan terbebas dari multikolinearitas, begitupun sebaliknya (Ghozali, 2016:103).

Uji autokorelasi bertujuan untuk mengetahui ada tidaknya korelasi antar variabel pengganggu (et) pada periode tertentu dengan variabel pengganggu periode sebelumnya (et1). Santoso (2002:219) apabila nilai D-W menunjukkan tingkat kepercayaan terletak antara -2 sampai +2 maka tidak ada *problem* autokorelasi. Dan apabila nilai D-W menunjukkan tingkat kepercayaan terletak tidak diantara -2 sampai +2 maka terjadi autokorelasi.

Uji heteroskedastisitas, menguji terjadinya perbedaan *variance* residual suatu periode pengamatan ke periode pengamatan yang lain, atau gambaran hubungan antara nilai yang diprediksi dengan *Studentized Delete Residual* nilai tersebut. Untuk dapat mendeteksi ada atau tidaknya heteroskedastisitas dapat dilakukan dengan melihat hasil *output* SSPS melalui grafik *Scatterplot* antara lain nilai prediksi variabel dependen yaitu ZPRED dengan residualnya SRESID (Ghozali, 2016:134). Jika *scatterplot* membentuk suatu pola tertentu maka menunjukkan terjadi *problem* heteroskedastisitas pada model regresi yang dibentuk, namun sebaliknya apabila *scatterplot* tidak membentuk suatu polayang jelas dan menyebar secara acak maka menunjukkan tidak terjadi heteroskedastisitas pada model regresi yang dibentuk.

### Pengujian Koefisien Determinasi ( $R^2$ )

Koefisien determinasi digunakan untuk mengukur seberapa jauh kemampuan model dalam menjelaskan variasi terhadap variabel independen. Nilai dari koefisien detreminasi yaitu berada antara 0 dan 1. Nilai  $R^2$  yang mendekati 1 maka berarti variabel-variabel independen memeberikan hampi semua informasi yang dibutuhkan untuk memprediksi variabel independen (Ghozali, 2016).

### Pengujian Kelayakan Model (*Goodness of Fit*)

Pengujian kelayakan model digunakan untuk mengetahui apakah model yang dibangun memenuhi kriteria fit atau tidak. Dengan kata lain uji kesesuaian model ini digunakan untuk mengetahui apakah semua variabel independen yang dimasukkan dalam model memiliki pengaruh secara bersama-sama terhadap variabel dependen (Cisilia, 2017). Adapun krteria pengambilan keputusan adalah sebagai berikut: (1) Jika nilai signifikansi  $F < 0,05$  maka model yang digunakan memenuhi kriteria fit dan data layak untuk diuji; (2) Sebaliknya jika nilai signifikansi  $F > 0,05$  maka model yang digunakan tidak memenuhi kriteria fit sehingga tidak layak untuk diuji.

## Pengujian Hipotesis

Uji t pada dasarnya digunakan untuk menunjukkan besarnya pengaruh variabel independen dalam menerangkan variasi variabel dependen (Ghozali, 2016). Dengan kata lain, uji t merupakan uji hipotesis yang digunakan untuk menguji pengaruh beberapa variabel independen secara parsial terhadap variabel dependen. Kriteria yang digunakan dalam pengujian secara parsial yaitu dengan tingkat signifikansi  $\alpha = 0,05$  atau 5%: (1) Apabila nilai signifikansi uji t  $> 0,05$ , maka  $H_0$  diterima dan  $H_a$  ditolak. Artinya kebijakan hutang, *insider ownership*, profitabilitas dan *free cash flow* tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan; (2) Apabila nilai signifikansi uji t  $< 0,05$ , maka  $H_0$  ditolak dan  $H_a$  diterima. Artinya kebijakan hutang, *insider ownership*, profitabilitas dan *free cash flow* berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

Moderated Regression Analysis (MRA) merupakan suatu aplikasi khusus regresi linier berganda yang di dalam persamaan regresinya mengandung unsur interaksi yaitu perkalian dua atau lebih variabel independen (Ghozali, 2007). Jogiyanto (2010:146) mengemukakan dua cara untuk pengujian terhadap efek moderasi yaitu: (1) Efek moderasi dapat dilihat dari kenaikan  $R^2$  yang berisi dengan efek-efek utama dan efek moderasi (Persamaan 2) dari persamaan regresi yang hanya berisi dengan efek utama saja (Persamaan 1); (2) Efek moderasi juga dilihat dari signifikansi koefisien  $\beta$ , dari interaksi ( $V1*VMO$ ) di persamaan 2.

## ANALISIS DAN PEMBAHASAN

### Analisis Statistik Deskriptif

Hasil analisis statistik deskriptif variabel-variabel dalam penelitian ini disajikan sebagai berikut:

**Tabel 1**  
**Statistik deskriptif variabel penelitian**

	N	Min	Max	Mean	Std. Deviation
DER	45	.07	2.65	.7518	.64460
DPR	45	.10	4.92	.6091	.70867
ROA	45	.04	.42	.1493	.10010
FCF	45	-.11	.58	.2233	.13598
PBV	45	13.68	18.23	15.2127	1.11006
INS	45	.00	.81	.1004	.25499
Valid N (listwise)	45				

Sumber: Data Sekunder diolah, 2018.

Berdasarkan Tabel 1, dapat dideskripsikan masing-masing sebagai berikut: (1) DER memiliki nilai minimum sebesar 0,07 yang terjadi pada PT Industri Jamu dan Farmasi Sido Muncul Tbk di tahun 2014 dan nilai maksimumnya adalah 2,65 yang dicapai oleh PT Unilever Indonesia Tbk pada tahun 2017. Rata-rata variabel DER adalah 0,7518 dengan nilai standar deviasi sebesar 0,64460. Hal ini menunjukkan bahwa presentasi nilai rata-rata liabilitas perusahaan dibandingkan dengan jumlah ekuitasnya adalah sebesar 75,18%; (2) DPR memiliki nilai minimum sebesar 0,10 yang terjadi pada PT Chitose Internasional Tbk di tahun 2013, sedangkan nilai maksimum sebesar 4,92 yang terjadi pada PT Industri Jamu dan Farmasi Sido Muncul Tbk. Nilai rata-rata variabel DPR adalah 0,6091 dengan standar deviasi sebesar 0,70867. Hal ini menunjukkan bahwa presentasi rata-rata dividen yang dibayarkan dibandingkan dengan laba per lembar saham perusahaan adalah 60,91%; (3) ROA memiliki nilai minimum sebesar 0,04 yang terjadi pada PT Indofood Sukses Makmur Tbk pada tahun 2013, sedangkan nilai maksimum sebesar 0,42 yang terjadi pada PT Unilever Indonesia Tbk pada tahun 2013. Nilai rata-rata variabel ROA adalah 0,1493 dengan standar deviasi sebesar 0,10010. Hal ini menunjukkan bahwa presentasi rata-rata keberhasilan

perusahaan dalam menghasilkan laba bersih adalah sebesar 14,93%; (4) FCF memiliki nilai minimum sebesar - 0,11 yang terjadi pada PT Industri Jamu dan Farmasi Sido Muncul Tbk pada tahun 2013, sedangkan nilai maksimumnya adalah sebesar 0,58 yang terjadi pada PT Unilever Indonesia Tbk. Nilai rata-rata variabel FCF adalah 0,2233 dengan standar deviasi 1,359813. Hal ini menunjukkan bahwa rata-rata *Free Cash Flow* jika dilihat dari Ratio FCF adalah sebesar 0,2233; (5) PBV memiliki nilai minimum sebesar 13,68 yang terjadi pada PT Chitose Internasional Tbk sedangkan nilai maksimum sebesar 18,23 yang terjadi pada PT Unilever Indonesia Tbk. Nilai rata-rata variabel PBV adalah sebesar 15,2127 dengan standar deviasi sebesar 1.11006. Hal ini menunjukkan bahwa rata-rata nilai perusahaan periode 2013-2017 jika dilihat dari nilai PBV adalah sebesar 1,11006; (6) INS memiliki nilai minimum sebesar 0.00 yang terjadi pada PT Unilever Indonesia Tbk, sedangkan nilai maksimum 0,81 sebesar yang terjadi pada PT Industri Jamu dan Farmasi Sido Muncul Tbk. Nilai rata-rata variabel INS adalah sebesar 0,1004 dengan standar deviasi sebesar 0,25499. Hal ini menunjukkan rata-rata kepemilikan manajerial (*insider ownership*) pada periode 2013-2017 adalah 10,04%.

### Analisis Regresi Berganda

Pengujian dilakukan dengan menggunakan program SPSS yang disajikan pada tabel berikut:

**Tabel 2**  
*Moderated Regression Analysis*  
**Coefficients<sup>a</sup>**

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients		t	Sig.
		B	Std. Error	Beta			
1	(Constant)	13.730	.155			88.579	.000
	DER	.255	.169	.148		1.509	.140
	DPR	.261	.398	.167		.656	.516
	ROA	9.597	1.431	.865		6.706	.000
	FCF	.391	1.137	.048		.344	.733
	DER*INS	-15.941	6.543	-.360		-2.436	.020
	DPR*INS	.651	.575	.361		1.133	.265
	ROA*INS	-2.228	7.454	-.080		-.299	.767
	FCF*INS	.360	3.729	.019		.096	.924

a. *Dependent Variabel: PBV*

Sumber: Data Sekunder diolah, 2018.

Berdasarkan perhitungan SPSS yang disajikan pada tabel diatas diperoleh hasil model regresi linier berganda adalah sebagai berikut:

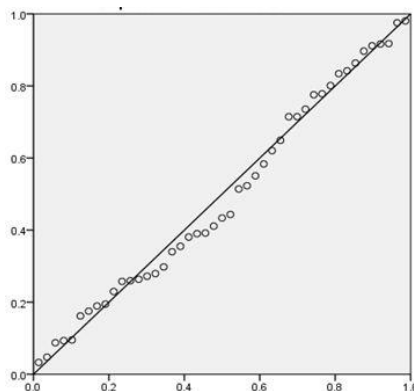
$$NP = 13,730 + 0,255 \text{ DER} + 0,261 \text{ DPR} + 9,597 \text{ ROA} + 0,391 \text{ FCF} - 15,941 \text{ DER*INS} + 0,651 \text{ DPR*INS} - 2,228 \text{ ROA*INS} + 0,360 \text{ FCF*INS}$$

Berdasarkan persamaan regresi diatas dapat diinterpretasikan sebagai berikut: (1) Koefisien regresi DER ( $b_1$ ), koefisien regresi DER berdasarkan Tabel 2, diperoleh nilai sebesar 0,255 dimana nilai tersebut menunjukkan hubungan yang positif antara DER dan nilai perusahaan (PBV). Hasil ini menunjukkan bahwa tingginya penggunaan hutang akan meningkatkan nilai perusahaan. Dengan kata lain jika tingkat DER semakin tinggi maka nilai perusahaan akan semakin naik sebesar nilai  $b_1$  yaitu 0,255 dengan asumsi nilai variabel lain konstan atau tetap; (2) Koefisien regresi DPR ( $b_2$ ), koefisien regresi DPR berdasarkan Tabel 2 diperoleh nilai sebesar 0,261 dimana nilai tersebut menunjukkan hubungan yang positif antara DPR dan nilai perusahaan (PBV). Hasil ini menunjukkan bahwa tingginya jumlah dividen yang dibagikan dapat meningkatkan nilai perusahaan. Dengan kata lain jika tingkat DPR semakin tinggi maka nilai perusahaan akan semakin naik sebesar  $b_2$  yaitu 0,261

dengan asumsi nilai variabel lain konstan atau tetap; (3) Koefisien regresi ROA ( $b_3$ ), koefisien regresi ROA berdasarkan Tabel 2 diperoleh nilai sebesar 9,597 dimana nilai tersebut menunjukkan hubungan yang positif antara ROA dan nilai perusahaan (PBV). Hasil ini menunjukkan bahwa tingginya laba yang dihasilkan perusahaan dari total aset yang dimiliki akan meningkatkan nilai perusahaan. Dengan kata lain jika tingkat ROA semakin tinggi maka nilai perusahaan akan semakin naik sebesar  $b_3$  yaitu 9,597 dengan asumsi nilai variabel lain konstan atau tetap; (4) Koefisien regresi FCF ( $b_4$ ), koefisien regresi FCF berdasarkan tabel 3 diatas diperoleh nilai sebesar 0,391 dimana nilai tersebut menunjukkan hubungan yang positif antara FCF dan nilai perusahaan (PBV). Hasil ini menunjukkan bahwa tingginya *free cash flow* yang dihasilkan oleh perusahaan akan meningkatkan nilai perusahaan. Dengan kata lain jika tingkat FCF semakin tinggi maka nilai perusahaan akan semakin meningkat sebesar  $b_4$  yaitu 0,391 dengan asumsi nilai variabel lain konstan atau tetap; (5) Koefisien regresi DER\*INS ( $b_5$ ), koefisien regresi DER\*INS berdasarkan perhitungan Tabel 2 diperoleh nilai sebesar - 15,941 dimana nilai tersebut menunjukkan hubungan yang negatif antara DER dan nilai perusahaan (PBV). Hasil ini menunjukkan bahwa perusahaan dengan kebijakan hutang yang tinggi dan didukung dengan adanya kepemilikan manajerial yang juga tinggi akan menurunkan nilai perusahaan. Dengan kata lain jika tingkat INS semakin tinggi dan penggunaan hutang juga tinggi maka nilai perusahaan akan menurun sebesar  $b_5$  yaitu 15,941 dengan asumsi nilai variabel lain konstan atau tetap; (6) Koefisien regresi DPR\*INS ( $b_6$ ), koefisien regresi DPR\*INS berdasarkan perhitungan Tabel 2 diperoleh nilai sebesar 0,651 dimana nilai tersebut menunjukkan hubungan yang positif antara DPR dan nilai perusahaan (PBV). Hasil ini menunjukkan bahwa tingginya kepemilikan manajerial yang didukung dengan pembagian dividen dalam jumlah yang besar maka akan meningkatkan nilai perusahaan. Dengan kata lain jika tingkat INS semakin tinggi dengan dividen yang tinggi pula maka hubungan nilai perusahaan akan semakin meningkat sebesar  $b_6$  yaitu 0,651 dengan asumsi nilai variabel lain konstan atau tetap; (7) Koefisien regresi ROA\*INS ( $b_7$ ), koefisien regresi ROA\*INS berdasarkan perhitungan Tabel 2 diperoleh nilai sebesar 2,228 dimana nilai tersebut menunjukkan hubungan yang positif antara ROA dan nilai perusahaan (PBV). Hasil ini menunjukkan bahwa tingginya kepemilikan manajerial dengan didukung peningkatan laba yang diperoleh perusahaan akan meningkatkan nilai perusahaan. Dengan kata lain jika tingkat INS semakin tinggi maka dengan laba yang tinggi pula maka nilai perusahaan akan semakin tinggi sebesar  $b_7$  yaitu 2,228 dengan asumsi nilai variabel lain konstan atau tetap; (8) Koefisien regresi FCF\*INS ( $b_8$ ), koefisien regresi FCF\*INS berdasarkan perhitungan Tabel 2 diperoleh nilai sebesar 0,360 dimana nilai tersebut menunjukkan hubungan yang positif antara FCF dan nilai perusahaan (PBV). Hasil ini menunjukkan bahwa tingginya kepemilikan manajerial yang didukung dengan tingginya *free cash flow* akan meningkatkan nilai perusahaan. Dengan kata lain jika tingkat INS meningkat dengan didukung meningkatnya FCF maka nilai perusahaan akan semakin meningkat sebesar 0,360 dengan asumsi nilai variabel lain konstan atau tetap.

### Uji Normalitas

Hasil dari uji normalitas seperti yang nampak pada Gambar 1. Berdasarkan Gambar 1, dapat disimpulkan bahwa grafik tersebut menunjukkan pola distribusi normal, sehingga model regresi memenuhi asumsi normalitas dan layak dipakai. Sedangkan uji statistik non-parametrik *Kolmogorov Smimov (K-S)* dikatakan data terdistribusi normal jika nilai *Asymp. Sig (2-tailed) > 0,05*.



Sumber: Data Sekunder diolah, 2018

Gambar 2  
Grafik Normal P-P Plot

Tabel 3  
Hasil Uji Normalitas

<i>One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test</i>		<i>Unstandardized Residual</i>
N		45
<i>Normal Parameters<sup>a,b</sup></i>	<i>Mean</i>	.0000000
	<i>Std. Deviation</i>	.39743234
<i>Most Extreme Differences</i>	<i>Absolute</i>	.093
	<i>Positive</i>	.093
	<i>Negative</i>	-.057
<i>Test Statistic</i>		.093
<i>Asymp. Sig. (2-tailed)</i>		.200 <sup>c</sup>

a. Test distribution is Normal.

b. Calculated from data.

Sumber: Data Sekunder diolah, 2018.

Berdasarkan Uji *Kolmogorov-Smirnov* (K-S) dalam Tabel 3, menunjukkan bahwa nilai *Asymp. Sig (2-tailed)* lebih besar dari nilai signifikannya yaitu  $0,200 > 0,05$ . Hal ini berarti model regresi terdistribusi normal.

**Uji Multikolinearitas**

Hasil dari uji multikolinearitas, seperti yang nampak pada Tabel 4.

Tabel 4  
Uji Multikolinearitas

Model	<i>Collinearity Statistics</i>	
	<i>Tolerance</i>	VIF
1		
(Constant)		
DER	.588	1.701
DPR	.613	1.631
ROA	.209	4.780
FCF	.202	4.951

a. *Dependent Variabel: PBV*

Sumber: Data Sekunder diolah, 2018

Hasil yang diperoleh berdasarkan Tabel 4 dapat dijelaskan sebagai berikut: nilai *tolerance* untuk variabel DER sebesar 0,588, DPR sebesar 0,613, ROA sebesar 0,209, FCF sebesar 0,202.

Sedangkan nilai VIF untuk variabel DER 1,701, DPR sebesar 1,631, ROA sebesar 4,780 dan FCF sebesar 4,951. Maka dapat dikatakan bahwa semua variabel bebas memiliki nilai *tolerance* tidak kurang dari 0,10 dan VIF lebih kecil dari 10, sehingga dapat disimpulkan model regresi dalam penelitian ini tidak terdapat multikolinearitas.

### Uji Autokorelasi

Hasil dari uji autokorelasi, seperti yang nampak pada Tabel 5.

**Tabel 5**  
**Uji Autokorelasi**

Model	Durbin-Watson
1	.684

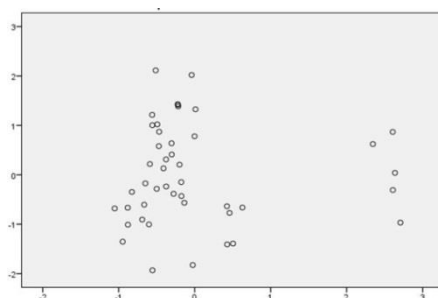
- a. Predictors: (Constant), FCF, DER, ROA, DPR  
b. Dependent Variabel: PBV

Sumber: Data Sekunder diolah, 2018

Berdasarkan data pada tabel tersebut diperoleh nilai D-W sebesar 0,684 artinya nilai tersebut telah memenuhi kriteria pengambilan keputusan D-W yaitu  $-2 < 0,684 < 2$  yang menyatakan bahwa model regresi tersebut tidak terdapat autokorelasi.

### Uji Heteroskedastisitas

Hasil dari uji heteroskedastisitas seperti yang nampak pada Gambar 2.



Sumber: Data Sekunder diolah, 2018

**Gambar 2**  
**Grafik Scatter Plot**

Gambar 3 menyajikan grafik *scatter plot* yang memperlihatkan bahwa titik-titik tersebut menyebar diatas maupun dibawah angka 0 pada sumbu y, sehingga titik-titik tersebut tidak membentuk pola tertentu yang jelas. Maka dapat disimpulkan bahwa model regresi tersebut tidak terjadi heteroskedastisitas.

### Uji Koefisien Determinasi (R<sup>2</sup>)

Hasil dari uji koefisien determinasi atau *Adjusted R-Square* seperti yang nampak pada Tabel 6.

**Tabel 6**  
**Nilai Adjusted R-Square**  
**Model Summary<sup>b</sup>**

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.934 <sup>a</sup>	.872	.859	.4168306

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

- b. Dependent Variabel: PBV

Sumber: Data Sekunder diolah, 2018



Berdasarkan hasil yang disajikan pada Tabel 6 diperoleh nilai *Adjusted R-Square* sebesar 0,872. Hal ini menunjukkan bahwa sebesar 87,2% variasi PBV dapat dijelaskan oleh variabel DER, DPR, ROA, dan FCF. Sedangkan sisanya yaitu sebesar 12,8% dijelaskan oleh variabel lain yang tidak termasuk dalam model penelitian ini.

**Uji Kelayakan Model (*Goodness of Fit*)**

Hasil dari uji kelayakan model, seperti yang nampak pada Tabel 7.

**Tabel 7**  
**Hasil Uji Statistik F**  
**ANOVA<sup>a</sup>**

Model		<i>Sum of Squares</i>	<i>Df</i>	<i>Mean Square</i>	<i>F</i>	<i>Sig.</i>
1	<i>Regression</i>	47.268	4	11.817	68.013	.000 <sup>b</sup>
	<i>Residual</i>	6.950	40	.174		
	<i>Total</i>	54.218	44			

a. *Dependent Variabel: PBV*

b. *Predictors: (Constant), FCF, DER, ROA, DPR*

Sumber: Data Sekunder diolah, 2018

Berdasarkan Tabel 7 diperoleh hasil uji ANOVA yang menghasilkan nilai F hitung sebesar 68,013 dengan nilai signifikansi sebesar 0,000 dimana nilai tersebut lebih kecil dari 0,05. Sehingga dapat dikatakan bahwa model regresi yang digunakan dalam penelitian ini layak untuk digunakan pada analisis selanjutnya. Dengan demikian variabel-variabel independen yaitu DER, DPR, ROA, FCF yang digunakan dalam penelitian ini secara simultan berpengaruh terhadap variabel dependen yaitu PBV.

**Pengujian Hipotesis (Uji t)**

Hasil dari uji t, seperti yang nampak pada Tabel 8.

**Tabel 8**  
**Hasil Uji Langsung**  
**Coefficients<sup>a</sup>**

Model	<i>Unstandardized Coefficients</i>		<i>Standardized Coefficients</i>			
	<i>B</i>	<i>Std. Error</i>	<i>Beta</i>	<i>T</i>	<i>Sig.</i>	
1	( <i>Constant</i> )	13.638	.144		94.959	.000
	DER	.446	.127	.259	3.505	.001
	DPR	.011	.113	.007	.098	.922
	ROA	8.739	1.373	.788	6.367	.000
	FCF	.325	1.028	.040	.316	.754

a. *Dependent Variabel: PBV*

Sumber: Data Sekunder diolah, 2018

Berdasarkan perhitungan uji t yang disajikan pada Tabel 8 dapat diuraikan sebagai berikut: (1) Pengaruh kebijakan hutang terhadap nilai perusahaan, Hasil perhitungan uji statistik t diketahui bahwa nilai t hitung sebesar 3,505 dengan nilai signifikan sebesar 0,001, sehingga disimpulkan hipotesis 1 (H<sub>1</sub>) diterima. Artinya kebijakan hutang (DER) berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan. Semakin tinggi kebijakan hutang maka akan meningkatkan nilai perusahaan; (2) Pengaruh kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan, Hasil perhitungan uji statistik t diketahui bahwa nilai t hitung sebesar 0,098 dengan nilai signifikan sebesar 0,922 sehingga disimpulkan hipotesis 2 (H<sub>2</sub>) ditolak. Artinya kebijakan dividen (DPR) tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Besarnya jumlah

dividen yang dibagikan tidak dapat menentukan meningkatnya nilai perusahaan; (3) Pengaruh profitabilitas terhadap nilai perusahaan, hasil perhitungan uji statistik t diketahui bahwa nilai t hitung sebesar 6,367 dengan nilai signifikan sebesar 0,000 sehingga disimpulkan hipotesis 3 ( $H_3$ ) diterima. Artinya profitabilitas (ROA) berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba sangat mempengaruhi nilai perusahaan. Semakin tinggi kemampuan perusahaan menghasilkan laba maka semakin tinggi nilai perusahaan; (4) Pengaruh *free cash flow* terhadap nilai perusahaan, hasil perhitungan uji statistik t diketahui bahwa nilai t hitung sebesar 0,316 dengan nilai signifikan sebesar 0,754 sehingga disimpulkan hipotesis 4 ( $H_4$ ) ditolak. Artinya *free cash flow* tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Meningkatnya nilai perusahaan tidak ditentukan oleh besarnya *free cash flow* yang dihasilkan.

**Tabel 9**  
**Hasil Uji Moderating**  
**Coefficients<sup>a</sup>**

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients		
		B	Std. Error	Beta	t	Sig.
1	(Constant)	13.730	.155		88.579	.000
	DER	.255	.169	.148	1.509	.140
	DPR	.261	.398	.167	.656	.516
	ROA	9.597	1.431	.865	6.706	.000
	FCF	.391	1.137	.048	.344	.733
	DER*INS	-15.941	6.543	-.360	-2.436	.020
	DPR*INS	.651	.575	.361	1.133	.265
	ROA*INS	-2.228	7.454	-.080	-.299	.767
	FCF*INS	.360	3.729	.019	.096	.924

a. Dependent Variabel: PBV

Sumber: Data Sekunder diolah, 2018

Berdasarkan perhitungan uji moderating yang disajikan pada Tabel 9 dapat diuraikan sebagai berikut: (1) Pengaruh Kebijakan Hutang Terhadap Nilai Perusahaan Dengan *Insider Ownership* Sebagai Variabel Moderasi, hasil perhitungan uji statistik t diketahui bahwa nilai t hitung sebesar -2,436 dengan nilai signifikan sebesar 0,02 sehingga disimpulkan hipotesis 5 ( $H_5$ ) diterima. Artinya *insider ownership* memoderasi negative hubungan antara kebijakan hutang dengan nilai perusahaan; (2) Pengaruh Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan Dengan *Insider Ownership* Sebagai Variabel Moderasi, hasil perhitungan uji statistik t diketahui bahwa nilai t hitung sebesar 1,133 dengan nilai signifikan sebesar 0,265 sehingga disimpulkan hipotesis 6 ( $H_6$ ) ditolak. Artinya *insider ownership* tidak mampu memoderasi hubungan antara kebijakan dividen dengan nilai perusahaan; (3) Pengaruh Profitabilitas Terhadap Nilai Perusahaan Dengan *Insider Ownership* Sebagai Variabel Moderasi, hasil perhitungan uji statistik t diketahui bahwa nilai t hitung sebesar -2,436 dengan nilai signifikan sebesar 0,02 sehingga disimpulkan hipotesis 7 ( $H_7$ ) diterima. Artinya *insider ownership* mampu memoderasi hubungan antara profitabilitas dengan nilai perusahaan; (4) Pengaruh *free cash flow* Terhadap Nilai Perusahaan Dengan *Insider Ownership* Sebagai Variabel Moderasi, hasil perhitungan uji statistik t 9 diketahui bahwa nilai t hitung sebesar 0,096 dengan nilai signifikan sebesar 0,924 sehingga disimpulkan hipotesis 8 ( $H_8$ ) ditolak. Artinya *insider ownership* tidak mampu memoderasi hubungan antara *free cash flow* dengan nilai perusahaan.

## Pembahasan

### Pengaruh Kebijakan Hutang terhadap Nilai perusahaan

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa kebijakan hutang berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Hasil ini mengindikasikan bahwa semakin tinggi hutang semakin tinggi pula nilai perusahaan. Kebijakan hutang memberikan sinyal yang positif bagi para investor bahwa kebijakan penggunaan hutang oleh perusahaan mempengaruhi nilai perusahaan (Samisi dan Ardiana, 2013). Hal ini sejalan dengan *Trade off theory*. *Trade off theory* merupakan keseimbangan antara manfaat yang diperoleh dengan biaya yang timbul akibat penggunaan hutang. Teori ini memprediksi adanya hubungan yang positif antara nilai perusahaan dengan kebijakan hutang dengan asumsi keuntungan pajak lebih besar daripada biaya yang dikeluarkan. Dengan kata lain dalam teori ini ingin menjelaskan bahwa perusahaan dengan tingkat profitabilitas yang tinggi akan berusaha untuk mengurangi pajak dengan cara meningkatkan rasio hutang. Teori ini juga membandingkan antara biaya yang dikeluarkan dan manfaat yang diperoleh atau keseimbangan antara kerugian dan keuntungan yang diperoleh atas penggunaan hutang (Sukirni, 2012).

Perusahaan manufaktur dalam penelitian ini memiliki kemampuan untuk melunasi hutang-hutangnya beserta bunganya sehingga dapat dikatakan bahwa perusahaan manufaktur telah melakukan kinerja yang baik untuk menciptakan nilai perusahaan yang baik pula. Dengan kata lain nilai hutang yang tinggi yang dimiliki oleh perusahaan manufaktur sangat berpengaruh pada peningkatan nilai perusahaan. Hal ini dikarenakan adanya efek dari pajak perusahaan (Mardasari, 2014). Perusahaan yang memiliki hutang yang tinggi cenderung akan membayar beban bunga yang tinggi pula. Pembayaran beban bunga dapat mengurangi pajak penghasilan perusahaan. Hasil ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh Wati dan Darmayanti (2012), Sukirni (2012) dan Mardasari (2014) yang menemukan bahwa *Debt to Equity Ratio* berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan.

### Pengaruh Kebijakan Dividen terhadap Nilai Perusahaan

Hasil penelitian ini menunjukkan kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan dengan menunjukkan arah positif. Besar kecilnya rasio pembagian dividen yang dibagikan kepada para pemegang saham tidak akan mempengaruhi tinggi rendahnya nilai perusahaan. Hasil ini sejalan dengan teori yang dikemukakan oleh Modigliani dan Miller (1961), yaitu teori irrelevansi dividen yang menyatakan bahwa kebijakan dividen tidak mempengaruhi nilai perusahaan secara signifikan. Meningkatnya dividen tidak selalu diikuti dengan meningkatnya nilai perusahaan. Nilai perusahaan hanya ditentukan oleh seberapa besar kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba yang diperoleh dari aset-aset perusahaan tersebut atau kegiatan investasinya.

Pada kenyataannya para investor lebih menyukai *capital gain* dibandingkan dividen. Hal ini dikarenakan pajak dari *capital gain* lebih kecil dibandingkan pajak atas dividen. Tinggi rendahnya pembagian dividen juga tidak member sinyal positif kepada para investor bahwa perusahaan dalam keadaan baik. Hal ini dikarenakan beberapa perusahaan yang tetap membagikan dividen meskipun pada kondisi impas atau rugi (Mardasari, 2014). Hal tersebut dilakukan oleh beberapa perusahaan dengan tujuan agar perusahaan mempertahankan nilai perusahaan. Hasil penelitian ini didukung oleh penelitian yang dilakukan oleh Wardani dan Hermuningsih (2011) yang menyatakan bahwa investor tidak lagi melihat kebijakan dividen sebagai suatu sinyal positif yang menggambarkan bahwa perusahaan dalam kondisi baik. Beberapa perusahaan tetap membagikan dividen meskipun dalam keadaan impas atau agar nilai perusahaan dapat dipertahankan. Hasil penelitian ini juga sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Mardiyati *et al.* (2012), Mardasari (2014) dan Sukirni (2012).

### **Pengaruh Profitabilitas terhadap Nilai Perusahaan**

Hasil penelitian menyatakan bahwa profitabilitas berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Adanya pengaruh signifikan antara profitabilitas dengan nilai perusahaan mengindikasikan bahwa semakin tinggi profitabilitas maka semakin tinggi pula nilai perusahaan. Dalam hal ini investor sangat memperhatikan profitabilitas perusahaan. Profitabilitas merupakan kemampuan suatu perusahaan dalam menghasilkan suatu laba dari aktivitas operasinya pada periode akuntansinya (Prasetyorini, 2013) Tingginya profitabilitas yang dihasilkan oleh suatu perusahaan menunjukkan prospek yang baik bagi perusahaan dimasa mendatang, sehingga menimbulkan respon positif yang dapat memicu tingginya permintaan saham oleh para investor. Profitabilitas yang semakin tinggi juga akan meningkatkan laba per lembar saham. Semakin tinggi laba per lembar saham maka investor semakin tertarik untuk menanamkan modalnya pada perusahaan tersebut dengan membeli saham perusahaan. Tingginya permintaan atas jumlah saham oleh investor akan meningkatkan harga saham perusahaan.

Hasil penelitian ini mendukung *Signal Theory* yang menyatakan bahwa kinerja keuangan suatu perusahaan diharapkan dapat menarik perhatian para investor untuk melakukan investasi pada perusahaan dengan melihat laporan keuangan sebagai bahan pertimbangan pengambilan keputusan. Meningkatnya laba yang dihasilkan oleh perusahaan mencerminkan bahwa perusahaan memiliki kinerja yang baik sehingga mendapat respon positif dari investor yang nantinya berpengaruh pada meningkatnya nilai perusahaan. Hasil penelitian ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh Amanah (2017), Wijaya dan Sedana (2015), dan Herawati (2013) yang menemukan bahwa profitabilitas berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan.

### **Pengaruh *Free Cash Flow* terhadap Nilai Perusahaan**

Berdasarkan hasil pengujian menyatakan bahwa *free cash flow* tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan dengan menunjukkan arah positif. Dengan kata lain *free cash flow* tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Artinya bahwa tinggi rendahnya nilai perusahaan tidak ditentukan atau tidak dipengaruhi oleh besar kecilnya *free cash flow*. Hasil yang tidak signifikan ini mengindikasikan bahwa para manajer pada perusahaan manufaktur dalam penelitian ini cenderung berperilaku oportunistik dan menggunakan kelebihan keuntungan tersebut untuk konsumsi. Hal ini dapat dibuktikan dengan rata-rata hasil perhitungan rasio *free cash flow* perusahaan manufaktur dari tahun 2013-2017 yang meningkat namun tidak diiringi dengan peningkatan rasio dividen atau dengan kata lain dividen yang dibagikan tetap meskipun *free cash flow* yang dimiliki perusahaan besar. Sehingga dapat disimpulkan bahwa *free cash flow* yang dihasilkan oleh perusahaan tidak dibagikan dalam bentuk dividen namun dijadikan laba ditahan yang nantinya digunakan oleh para manajer untuk memperluas bisnis perusahaan. Hal ini dikarenakan para manajer akan menerima pendapatan tambahan atau manfaat yang lebih dari ekspansi tersebut, sehingga hal ini tidak sejalan dengan peningkatan nilai perusahaan dan tidak memberikan manfaat bagi para pemegang saham. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang telah dilakukan oleh Amanah (2017) yang menyatakan bahwa *free cash flow* berpengaruh positif tidak signifikan terhadap nilai perusahaan.

### **Pengaruh Kebijakan Hutang terhadap Nilai Perusahaan dengan Kepemilikan Manajerial sebagai Variabel Moderating**

Hasil penelitian menunjukkan bahwa *insider ownership* memoderasi negatif pengaruh kebijakan hutang dengan nilai perusahaan. Dengan kata lain *insider ownership* merupakan variabel yang memoderasi hubungan antara kebijakan hutang yang diprosikan menggunakan DER dengan nilai perusahaan yang diprosikan menggunakan PBV. Hutang merupakan suatu sumber pendanaan eksternal yang memiliki risiko yang tinggi terkait

dengan pembayaran bunga. Sebagian besar perusahaan tidak mampu melunasi hutang jangka panjang beserta bunganya sehingga akan menyebabkan kebangkrutan (Mardasari, 2014). Dengan adanya kepemilikan manajerial dalam suatu perusahaan akan mempengaruhi pengambilan keputusan dalam menentukan sumber dana yang akan digunakan. Artinya pihak manajerial yang berperan sebagai pengelola dan pemilik perusahaan akan berpikir dua kali untuk menggunakan hutang dalam memenuhi kebutuhan keuangannya (Samisi dan Ardiana, 2013). Tingginya kepemilikan manajerial dalam suatu perusahaan juga akan mempengaruhi kinerja manajemen dimana manajemen akan menganggap bahwa perusahaan itu miliknya. Sehingga manajemen akan lebih berhati-hati dalam mengambil keputusan khususnya keputusan yang berkaitan dengan masa depan perusahaan. Manajemen perusahaan akan lebih memperhatikan komposisi struktur pendanaan yaitu penggunaan hutang (Samisi dan Ardiana, 2013). Hal ini dikarenakan hutang merupakan suatu aspek yang paling penting yang akan dinilai oleh pasar ketika ingin berinvestasi. Tentunya sebagai pemilik sekaligus penanggung jawab dalam mengelola perusahaan manajemen tidak menyukai penggunaan hutang yang lebih besar. Manajemen perusahaan harus mampu menentukan kebijakan hutang optimal dengan melihat berbagai faktor dalam pertimbangannya. Pertimbangan-pertimbangan yang dimaksud berpatokan pada teori struktur modal yang optimal. Hasil penelitian ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh Samisi dan Ardiana (2013).

#### **Pengaruh Kebijakan Dividen terhadap Nilai Perusahaan dengan Kepemilikan Manajerial sebagai Variabel Moderating**

Hasil penelitian menunjukkan bahwa *insider ownership* tidak mampu memoderasi pengaruh kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan. Dengan kata lain *insider ownership* bukan variabel moderasi hubungan antara kebijakan dividen. Hasil yang menunjukkan tidak signifikan ini dikarenakan jumlah saham yang dimiliki oleh pihak manajerial pada perusahaan manufaktur terlalu sedikit dan sebagian besar didominasi oleh keluarga sendiri. Sehingga keputusan mengenai pembagian dividen ditentukan berdasarkan keputusan pemegang saham yang memiliki presentasi kepemilikan saham yang lebih tinggi dibandingkan pihak manajerial. Keputusan mengenai kebijakan dividen terletak pada pemegang saham dengan kepemilikan saham tertinggi. Jika perusahaan manufaktur memiliki kepemilikan manajerial yang tinggi dan tidak didominasi oleh keluarga sendiri maka akan dapat mempengaruhi kebijakan pembagian dividen yang dapat menimbulkan sentiment positif bagi investor sehingga meningkatkan harga saham perusahaan.

#### **Pengaruh Profitabilitas terhadap Nilai Perusahaan dengan Kepemilikan Manajerial sebagai Variabel Moderating**

Berdasarkan pengujian statistik menunjukkan bahwa *insider ownership* tidak mampu memoderasi pengaruh profitabilitas terhadap nilai perusahaan. Dengan kata lain *insider ownership* bukan merupakan variabel moderasi hubungan antara profitabilitas dengan nilai perusahaan. Hasil yang tidak signifikan ini dikarenakan adanya *management entrenchment* yang menyatakan bahwa adanya *insider ownership* yang besar akan berdampak pada perilaku manajemen yang cenderung bertindak demi kepentingannya sendiri. Adanya kepemilikan manajerial dalam suatu perusahaan seharusnya dapat meningkatkan kinerja perusahaan dalam hal pengambilan keputusan. Namun ternyata pada dasarnya tidak semua investor melihat dari sisi kepemilikan manajerial yang bisa terjadi karena tidak semua perusahaan melaporkan kepemilikan manajerial atau keikutsertaan manajer dalam memiliki saham di perusahaan tersebut (Erdianty dan Bintoro, 2015). Dengan kata lain pasar tidak menggunakan kepemilikan manajerial sebagai informasi untuk investasi. Hal ini mungkin saja terjadi karena perusahaan manufaktur kepemilikan manajerialnya sangat kecil. Penelitian yang dilakukan oleh Anwar dan Masodah (2011) yang meneliti tentang pengaruh

kinerja keuangan terhadap nilai perusahaan dengan dimoderasi oleh CSR dan GCG dimana GCG diprosikan dengan Kepemilikan Manajerial menunjukkan bahwa GCG tidak memoderasi hubungan antara ROA dan nilai perusahaan. Hal ini disebabkan adanya kepemilikan manajerial ini membuat manajemen yang sekaligus berperan sebagai pemegang saham dan pemilik perusahaan akan cenderung berperilaku oportunistik. Mekanisme *control* yang tidak optimal membuat manajer sebagai pemegang saham cenderung untuk bertindak atas kepentingannya sendiri sehingga akan berpengaruh pada menurunnya nilai perusahaan.

### **Pengaruh *Free Cash Flow* Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Kepemilikan Manajerial Sebagai Variabel Moderating**

Berdasarkan pengujian statistik menunjukkan bahwa *insider ownership* tidak mampu memoderasi pengaruh *free cash flow* terhadap nilai perusahaan. Dengan kata lain *insider ownership* bukan merupakan variabel yang memoderasi hubungan antara *free cash flow* dengan nilai perusahaan (PBV). Hal ini dikarenakan presentasi saham yang dimiliki oleh pihak manajerial pada perusahaan manufaktur rata-rata masih tergolong pada level *low levels of managerial ownership* (0% - 5%). Dengan kata lain manajemen pada level ini apabila kinerja mereka baik mereka cenderung lebih menyukai paket kompensasi seperti opsi saham (Gusti, 2013). Sehingga dapat disimpulkan bahwa pihak manajerial pada perusahaan manufaktur cenderung menggunakan *free cash flow* untuk diinvestasikan pada proyek-proyek yang dapat menghasilkan keuntungan. Hal ini dikarenakan pihak manajerial juga akan mendapat keuntungan tambahan dari *free cash flow* tersebut (Amanah, 2017). Oleh karena itu pihak manajerial lebih mengutamakan untuk memperbesar skala perusahaan dibandingkan untuk dibagikan sebagai dividen, sehingga *free cash flow* yang dimiliki oleh perusahaan tidak menimbulkan sentimen positif kepada para investor yang nantinya akan mempengaruhi nilai perusahaan. Apabila presentasi saham yang dimiliki oleh pihak manajerial pada perusahaan manufaktur tergolong pada level *intermediate levels of managerial ownership* (5%-25%) dimana dalam level ini insider mulai menunjukkan perilaku sebagai pemegang saham dan semakin besar jumlah hak suara mereka, maka manajer akan lebih memilih untuk mengambil kendali perusahaan (Gusti, 2013). Sehingga akan mempengaruhi keputusan mengenai pengalokasian *free cash flow* yang cenderung akan dibagikan kepada pemegang saham dalam bentuk dividen.

## **SIMPULAN DAN SARAN**

### **Simpulan**

Berdasarkan hasil pengujian statistic yang telah dilakukan, diperoleh kesimpulan sebagai berikut: (1) Kebijakan hutang berpengaruh terhadap nilai perusahaan dengan arah koefisien positif. Hal ini menunjukkan bahwa semakin tinggi penggunaan hutang oleh perusahaan manufaktur maka semakin tinggi pula nilai perusahaan karena perusahaan mampu membayar hutang beserta bunganya sehingga investor memandang kinerja perusahaan manufaktur cukup baik; (2) Kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan dengan arah koefisien positif. Hal ini menunjukkan bahwa para investor tidak lagi melihat dividen sebagai sinyal positif yang menandakan bahwa perusahaan tersebut dalam kondisi baik karena sebagian perusahaan akan tetap membagikan dividen meskipun dalam kondisi impas atau rugi untuk mempertahankan nilai perusahaannya; (3) Profitabilitas berpengaruh terhadap nilai perusahaan dengan arah koefisien positif. Hal ini menunjukkan bahwa semakin tinggi profitabilitas maka semakin tinggi pula nilai perusahaan, dimana profitabilitas menunjukkan prospek yang baik bagi perusahaan dimasa mendatang. Sehingga menjadi sinyal positif bagi investor untuk menanamkan modal di perusahaan tersebut; (4) *Free cash flow* tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan dengan arah koefisien positif. Hal ini menunjukkan bahwa manajer pada perusahaan manufaktur lebih mengutamakan *free cash flow* digunakan untuk membiayai proyek-proyek dimasa

mendatang. Sehingga tidak menimbulkan sentiment positif bagi investor; (5) *Insider ownership* mampu memoderasi pengaruh kebijakan hutang terhadap nilai perusahaan dengan arah koefisien negatif. Semakin besar *insider ownership* suatu perusahaan diharapkan mampu mengontrol penggunaan hutang perusahaan. Adanya kepemilikan saham oleh pihak manajerial akan lebih berhati-hati dalam mengambil keputusan mengenai kebijakan hutang yang memiliki risiko yang cukup tinggi; (6) *Insider ownership* tidak mampu memoderasi pengaruh kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan dengan arah koefisien positif. Hal ini terjadi karena jumlah *insider ownership* pada perusahaan manufaktur terlalu rendah sehingga tidak mempengaruhi keputusan mengenai pembagian dividen; (7) *Insider ownership* mampu memoderasi pengaruh profitabilitas terhadap nilai perusahaan dengan arah koefisien negatif. Hasil penelitian menunjukkan arah negatif. Artinya semakin tinggi kepemilikan manajerial suatu perusahaan maka akan memperlemah hubungan antara profitabilitas dengan nilai perusahaan; (8) *Insider ownership* tidak mampu memoderasi pengaruh *free cash flow* antara nilai perusahaan dengan arah koefisien positif. Hal ini terjadi karena pihak manajerial menggunakan *free cash flow* untuk ekspansi perusahaan dimasa mendatang. Sehingga tidak menimbulkan sentimen positif pada investor yang dapat meningkatkan nilai perusahaan.

### Saran

Sedangkan keterbatasan penelitian dan saran, yaitu: (1) Jumlah sampel dalam penelitian sangat terbatas yaitu hanya 9 perusahaan yang memenuhi kriteria dari 151 perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2013-2017; (2) Data yang digunakan dalam penelitian ini hanya menggunakan laporan keuangan tahunan. Sehingga tidak ada data lain yang digunakan untuk memastikan apakah data sudah sesuai dengan laporan asli perusahaan; (3) Jumlah *insider ownership* pada perusahaan manufaktur cukup rendah sehingga mempengaruhi hasil penelitian; (4) Dalam penelitian selanjutnya diharapkan menambah jumlah sampel penelitian dengan menggunakan sektor lainnya dan memperpanjang periode yang digunakan dalam penelitian; (5) Penelitian ini hanya menggunakan kepemilikan manajerial sebagai variabel moderasi. Untuk penelitian berikutnya diharapkan menambah variabel moderasi seperti kepemilikan institusional sehingga dapat menghasilkan informasi yang lebih akurat.

### DAFTAR PUSTAKA

- Agnes. 2013. Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Struktur Modal, Dan Ukuran Perusahaan Terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Manajemen* 2(1): 1-10.
- Amanah, L. 2017. Pengaruh Free Cash Flow dan Profitabilitas terhadap Nilai Perusahaan dengan Kebijakan Dividen sebagai Variabel Intervening. *Jurnal Ilmu dan Riset Akuntansi* 6(12): 1-19.
- Animah dan R. S. Ramadhani. 2010. Pengaruh Struktur Kepemilikan, Mekanisme Corporate Governance Dan Ukuran Perusahaan Terhadap Nilai Perusahaan (Survei Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek Jakarta 2003-2007). *Tesis*. Universitas Hasanuddin. Makasar.
- Anwar, D. O. dan D. Masodah. 2011. Pengaruh Kinerja Keuangan Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Pengungkapan Corporate Social Responsibility Dan Kepemilikan Manajerial Sebagai Variabel Pemoderasi. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan* 13(1): 13-23.
- Baridwan, Z. 2010. *Intermediate Accounting*. Edisi Ketujuh. Badan Penerbit Fakultas Ekonomi. Yogyakarta.
- Brigham, E. F. dan J. F. Houston. 2006. *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*. Salemba Empat. Jakarta.
- \_\_\_\_\_. 2010. *Dasar-dasar Manajemen Keuangan*. Salemba Empat. Jakarta.

- Cisilia, A. 2017. Pengaruh Profitabilitas, Leverage, Cash Position, Growth dan Kepemilikan Manajerial terhadap Kebijakan Dividen. *Skripsi*. Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Indonesia (STIESIA). Surabaya.
- Donaldson, G. 1961. *Corporate Debt Capacity*. Division of Research, Harvard Business School. Boston.
- Erdianty, R. W. dan I. Bintoro. 2015. Pengaruh Kinerja Keuangan Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Corporate Social Responsibility dan Good Corporate Governance sebagai Variabel Pemoderasi (Studi Pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2010-2014). *Jurnal Manajemen Bisnis* 6(2): 376-396.
- Esana, R. dan A. Darmawan. 2017. Pengaruh Kebijakan Dividen Dan Keputusan Investasi Terhadap Nilai Perusahaan Serta Dampaknya Terhadap Profitabilitas T+1. *Jurnal Administrasi Bisnis* 50(6): 201-210.
- Ghozali, I. 2007. *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program IBM SPSS 21*. Cetakan Keempat. Badan Penerbit Universitas Diponegoro. Semarang.
- \_\_\_\_\_. 2016. *Aplikasi Analisis Multivariate dengan program SPSS*. Badan Penerbit Universitas Diponegoro. Semarang.
- Gunawan, B. dan M. Halim. 2012. Pengaruh Ownership Retention, Reputasi Auditor, Laba Perusahaan Dan Underpricing Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Kepemilikan Manajerial Dan Institutional Sebagai Variabel Moderasi. *Jurnal Akuntansi Dan Investasi* 13(2): 99-115.
- Gusti, B. F. 2013. Pengaruh Free Cash Flow Dan Struktur Kepemilikan Saham Terhadap Kebijakan Hutang Dengan Investment Opportunity Set Sebagai Variabel Moderating. *Skripsi*. Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Program Studi Akuntansi Universitas Negeri Padang. Padang.
- Hadi, J., O. Bashir., G. M. Abolfazl, dan M. Maryam. 2013. The Relationship between Free Cash Flow, Accruals and Firm Value. *World of Sciences Journal* 1(12): 26-33.
- Hanafy, M. M. 2008. *Manajemen Keuangan*. Edisi Pertama. Cetakan Kedua. BPFE Yogyakarta.
- Herawati, T. 2013. Pengaruh Kebijakan Dividen, Kebijakan Hutang Dan Profitabilitas Terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Kajian Manajemen dan Wirausaha* 2(2).
- Indasari, A. P. dan I. K. Yadnyana. 2018. Pengaruh Profitabilitas, Growth Opportunity, Likuiditas dan Struktur Modal Pada Nilai Perusahaan. *E-jurnal Akuntansi Universitas Udayana* 22(1): 714-746.
- Isnanta. 2008. Pengaruh Corporate Governance dan Struktur Kepemilikan Terhadap Manajemen Laba dan Kinerja. *Jurnal Akuntansi* 3(1): 1-22.
- Jogiyanto. 2010. *Analisis Dan Desain Sistem Informasi*. Edisi IV. Andi Offset. Yogyakarta.
- Keown J. A. dan D. F. Scott. 2000. *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*. Salemba Empat. Jakarta.
- Machfoedz, M. dan H. Siallagan. 2006. Mekanisme Corporate Governance, Kualitas Laba dan Nilai Perusahaan. *Simposium Nasional Akuntansi IX Padang*: 23-26.
- Mardasari R. B. 2014. Pengaruh Insider Ownership, Kebijakan Hutang, dan Free Cash Flow terhadap Nilai Perusahaan melalui Kebijakan Dividen. *Jurnal Ilmu Manajemen* 2(4): 1807-1820.
- Mardayaningrum. 2017. Pengaruh Mekanisme Corporate Governance, Leverage, Dan Free Cash Flow Terhadap Manajemen Laba Aktual. *Skripsi*. Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Program Studi Akuntansi Universitas Muhammadiyah. Surakarta.
- Mardiyati, U., G. N. Ahmad, dan R. 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.
- Mijayanti, E. 2011. Pengaruh Komposisi Dewan Komisars, Struktur Kepemilikan, Leverage Dan Firm Size Terhadap Kebijakan Dividen. *Skripsi*. Fakultas Ekonomi, Prgram Studi Akuntansi Universitas Negeri Surabaya. Surabaya.



- Modigliani, F. dan M. H. Miller. 1961. Dividend Policy, Growth and Valuation of Shares. *The American Economic Review* 53(3): 433-443.
- Murhadi, W. R. 2013. *Analisis Laporan Keuangan Proyeksi dan Valuta Asing*. Salemba Empat. Jakarta.
- Nainggolan, S. D. A. dan A. Listiadi. 2014. Pengaruh Kebijakan Hutang Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Kebijakan Dividen Sebagai Variabel Moderasi. *Jurnal Ilmu Manajemen* 2(3): 868-879.
- Nst, A. M. 2016. Pengaruh Kinerja Keuangan Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Mekanisme Good Corporate Governance Sebagai Variabel Moderasi. *JOM Fekon* 3(1): 993-1005.
- Prasetyorini, B. F. 2013. Pengaruh Ukuran Perusahaan, Leverage, Price Earning Ratio Dan Profitabilitas Terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Ilmu Manajemen* 1(1): 183.
- Pujiati. 2015. Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Kebijakan Dividen Pada Sektor Industri Barang Dan Konsumsi. *Jurnal Nominal* 4(1): 49-67.
- Samisi, K. dan P. A. Ardiana. 2013. Pengaruh Struktur Pendanaan Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Kepemilikan Manajerial Sebagai Variabel Moderasi. *E-Jurnal Akuntansi* 5(2): 451-469.
- Sartono, A. 2009. *Manajemen Keuangan Teori dan Aplikasi*. Edisi Keempat. BPEF. Yogyakarta.
- Sukirni, D. 2012. Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institutional, Kebijakan Dividen Dan Kebijakan Hutang Analisis Terhadap Nilai Perusahaan. *Accounting Analysis Journal* 1(2).
- Wahyudi, H. D., Chuzaimah, dan D. Sugiarti. 2016. Pengaruh Ukuran Perusahaan, Profitabilitas, Kebijakan Dividen, Dan Keputusan Investasi Terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Manajemen dan Bisnis* 1(2): 154-164.
- Wardani D. K. dan S. Hermuningsih. 2011. Pengaruh Struktur Kepemilikan Terhadap Nilai Perusahaan dengan Kinerja Keuangan dan Kebijakan Hutang sebagai Variabel Intervening. *Jurnal Siasat Bisnis* 19(1): 27-36.
- Wati, N. K. A. L. dan N. P. A. Darmayanti. 2012. Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Kinerja Keuangan terhadap Kebijakan Dividen dan Nilai Perusahaan. *Jurnal Ilmiah Akuntansi dan Bisnis* 2(12): 103-124.
- Wijaya. B. I. dan I. B. P. Sedana. 2015. Pengaruh Profitabilitas Terhadap Nilai Perusahaan (Kebijakan Dividen Dan Kesempatan Investasi Sebagai Variabel Mediasi). *E-jurnal manajemen* 4(12): 4477-4500.