

**ANALISIS PENGARUH KEPEMILIKAN
INSTITUSIONAL, *FREE CASH FLOW*,
INVESTMENT OPPORTUNITY SET TERHADAP
NILAI PERUSAHAAN DENGAN KEBIJAKAN
HUTANG SEBAGAI VARIABEL
INTERVENING**

**(Studi Kasus pada Perusahaan Non Keuangan yang Terdaftar di
Bursa Efek Indonesia Periode 2008 – 2011)**



SKRIPSI

Diajukan sebagai salah satu syarat
untuk menyelesaikan Program Sarjana (S1)
Pada Program Sarjana Fakultas Ekonomika dan Bisnis
Universitas Diponegoro

Disusun oleh :

**GINZA ANGELIA PURWANTO PUTRI
NIM. C2A009185**

**FAKULTAS EKONOMIKA DAN BISNIS
UNIVERSITAS DIPONEGORO
2013**

PERSETUJUAN SKRIPSI

Nama Penyusun : Ginza Angelia Purwanto Putri
Nomor Induk Mahasiswa : C2A009185
Fakultas / Jurusan : Ekonomika dan Bisnis / Manajemen
Judul Skripsi : **ANALISIS PENGARUH
KEPEMILIKAN INSTITUSIONAL,
FREE CASH FLOW, DAN
INVESTMENT OPPORTUNITY SET
TERHADAP NILAI PERUSAHAAN
DENGAN KEBIJAKAN HUTANG
SEBAGAI VARIABEL INTERVENING
STUDI KASUS PADA PERUSAHAAN
NON KEUANGAN YANG TERDAFTAR
DI BEI PERIODE 2008-2011**
Dosen Pembimbing : Dr.H.M.Chabachib, Msi.Akt

Semarang, 6 Maret 2013

Dosen Pembimbing

(Dr.H.M.Chabachib, Msi.Akt)

NIP.19541120198003100

PENGESAHAN KELULUSAN UJIAN

Nama Penyusun : Ginza Angelia Purwanto Putri
Nomor Induk Mahasiswa : C2A009185
Fakultas / Jurusan : Ekonomika dan Bisnis / Manajemen
Judul Skripsi : **ANALISIS PENGARUH
KEPEMILIKAN INSTITUSIONAL,
FREE CASH FLOW, DAN
INVESTMENT OPPORTUNITY SET
TERHADAP NILAI PERUSAHAAN
DENGAN KEBIJAKAN HUTANG
SEBAGAI VARIABEL INTERVENING
STUDI KASUS PADA PERUSAHAAN
NON KEUANGAN YANG TERDAFTAR
DI BEI PERIODE 2008-2011**

Telah dinyatakan lulus ujian pada tanggal 27 Februari 2013

Tim Penguji

1. Dr.H.M.Chabachib,MSi.Akt (.....)
2. Dr.Irine Rini DP., ME (.....)
3. Drs. Prasetiono.,MSi (.....)

PERNYATAAN ORISINALITAS SKRIPSI

Yang bertanda tangan dibawah ini saya, Ginza Angelia Purwanto Putri, menyatakan bahwa skripsi dengan judul : Analisis pengaruh Kepemilikan Institusional, *Free Cash Flow*, dan *Investment Opportunity Set* terhadap Nilai Perusahaan dengan Kebijakan Hutang sebagai Variabel Intervening, adalah hasil tulisan saya sendiri. Dengan ini saya menyatakan dengan sesungguhnya bahwa dalam skripsi ini tidak terdapat keseluruhan atau sebagian tulisan orang lain yang saya ambil dengan cara menyalin atau meniru dalam bentuk rangkaian kalimat atau simbol yang menyatakan gagasan atau pemikiran dari penulis lain, yang saya akui seolah-olah sebagai tulisan saya sendiri, dan/atau tidak terdapat bagian atau keseluruhan tulisan yang saya salin itu, atau yang saya ambil dari tulisan orang lain tanpa memberikan pengakuan penulis aslinya,

Apabila saya melakukan tindakan yang bertentangan dengan hal tersebut bertentangan dengan hal tersebut di atas, baik disengaja maupun tidak, dengan ini saya menyatakan menarik skripsi yang saya ajukan sebagai hasil tulisan saya sendiri ini. Bila kemudian terbukti bahwa saya melakukan tindakan menyalin atau meniru tulisan orang lain seolah-olah hasil pemikiran saya sendiri, berarti gelar dan ijasah yang telah diberikan oleh universitas batal saya terima.

Semarang , 6 Maret 2013

Yang membuat pernyataan,

Ginza Angelia Purwanto P.
NIM. C2A009185

MOTTO DAN PERSEMBAHAN

“Pelajarilah ilmu, Barang siapa mempelajarinya karena Allah swt, itu Taqwa. Menuntutnya, itu ibadah. Mengulang-ulangnya, itu Tasbih. Membahasnya, itu Jihad. Mengajarkannya kepada orang, itu sedekah. Memberikan kepada ahlinya, itu mendekatkan diri kepada Allah SWT.(Abusy Syaikh Ibnu Hibbah dan Ibnu Abdil Baar).(Ilya Al-Ghazali,1986)

“Karena sesungguhnya sesudah kesulitan itu ada kemudahan, sesungguhnya sesudah kesulitan itu ada kemudahan.”(QS Al – Insyirah : 5 – 6)

“ If we don’t change we don’t grow , if we don’t grow, we are not really living”

(Gail Sheehy)

“If you can dream it,you can do it.All our dreams can come true, if we have the courage to persue them.”(Walt Disney)

“ Ketika kamu memulai sesuatu terlebih dahulu atau tidak menunda , kamu akan memiliki lebih banyak waktu untuk mencapai kesuksesan “ (Young On Top)

Skripsi ini Penulis persembahkan kepada Allah SWT yang telah mencurahkan rahmat dan hidayahnya kepada saya dan keluarga , sehingga saya senantiasa memperoleh kelancaran dan kemudahan . Kepada mama dan papa terimakasih telah mendidik, memberikan kasih sayang dan dorongan kepada saya untuk terus berupaya sebaik mungkin dan tetap berpikir positif. Kepada kedua adikku terima kasih telah menjadi sumber motivasi dan dorongan bagi saya untuk terus berjuang memperoleh kesuksesan.Semoga Allah SWT senantiasa memberikan rahmat dan hidayahNya kepada kita semua. Amin

ABSTRACT

The purpose of this research is to analyze the effects of Institutional Ownership, Free Cash Flow, and Investment Opportunity Set toward Debt Policy, and Firm Value. Independent Variables in this research are Institutional Ownership, Free Cash Flow, and Investment Opportunity Set. Intervening Variabel is Debt Policy and dependent variable is Firm Value.

The sample determinity method is Purpose Sampling method. Samples in this research are non financial company in Bursa Efek Indonesia (BEI) period of 2008-2011 which amounts to 103 company. The analysis technique is Structural Equation Model.

Based on Structural Equation Model testing, all of the research models was filled the goodness of fit criteria. The analysis result showed that institutional ownership, free cash flow, and investment opportunity set have significant effect to debt policy. Institutional ownership have significant effect to firm value. Investment Opportunity set have significant effect to firm value and debt policy have significant effect to firm value.

Keywords: Institutional Ownership, Free Cash Flow, and Investment Opportunity Set, Debt Policy, and Firm Value. Independent .

ABSTRAK

Penelitian ini dilakukan untuk mengetahui pengaruh Kepemilikan Institusional, *Free Cash Flow*, dan *Investment Opportunity Set* terhadap Kebijakan Hutang dan Nilai perusahaan. Variabel yang digunakan yaitu kepemilikan institusional, *free cash flow*, dan MBEVE sebagai variabel independen, DER digunakan sebagai variabel intervening terhadap variabel dependen PBV.

Teknik pengambilan sampel dilakukan dengan cara pemilihan sampel bertujuan (*Purposive Sampling*). Sampel yang digunakan adalah perusahaan non keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode tahun 2008 – 2011 berjumlah sebanyak 103 perusahaan dengan teknik analisis Structural Equation Model (SEM).

Berdasarkan pengujian Structural Equation Model semua model penelitian telah memenuhi kriteria *goodness of fit*. Hasil analisis menunjukkan bahwa kepemilikan institusional, *free cash flow*, dan *investment opportunity set* memiliki pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan hutang. Kepemilikan institusional memiliki pengaruh yang signifikan terhadap nilai perusahaan. *Investment opportunity set* memiliki pengaruh yang signifikan terhadap nilai perusahaan. Kebijakan hutang terbukti memiliki pengaruh yang signifikan terhadap nilai perusahaan.

Kata kunci: Kepemilikan institusional, *free cash flow*, *investment opportunity set*, kebijakan hutang, dan nilai perusahaan.

KATA PENGANTAR

Puji syukur penulis panjatkan kehadirat Tuhan Yang Maha Esa, atas segala rahmat serta karunia yang telah diberikanNya kepada penulis sehingga penulis dapat menyelesaikan penulisan skripsi dengan judul “ **ANALISIS PENGARUH KEPEMILIKAN INSTITUSIONAL, *FREE CASH FLOW*, DAN *INVESTMENT OPPORTUNITY SET* TERHADAP NILAI PERUSAHAAN DENGAN KEBIJAKAN HUTANG SEBAGAI VARIABEL INTERVENING (Studi Kasus Pada Perusahaan Non Keuangan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2008-2011)**” sebagai syarat untuk menyelesaikan Program Sarjana (S1) pada Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro Semarang.

Penulis menyadari tanpa adanya dukungan, petunjuk, bimbingan serta bantuan berbagai pihak , penyusunan skripsi ini tidak dapat terselesaikan sebagaimana yang diharapkan, maka tidaklah berlebihan dalam kesempatan ini penulis menyampaikan terimakasih sebesar-besarnya kepada :

1. Bapak Prof. Drs. Mohammad Nasir, M.Si., Akt., Ph.D. Selaku Dekan Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro.
2. Bapak Dr.H.M.Chabachib, M.Si, Akt. Selaku dosen pembimbing yang telah memberikan bimbingan, arahan, saran, masukan, dan semangat bagi penulis dalam penyusunan skripsi ini, dari awal sampai dengan akhir.
3. Bapak Dr.Suharnomo,S.E.,M.Si. Selaku dosen wali yang telah membimbing penulis dari awal semester hingga akhir semester.
4. Ibu Dr.Irine Rini DP., ME selaku dosen penguji yang telah menguji penulis dan memberikan banyak masukan serta pengetahuan bagi penulis.
5. Bapak Drs. Prasetiono.,MSi selaku dosen penguji yang telah menguji penulis dan memberikan banyak masukan serta pengetahuan bagi penulis.
6. Bapak dan ibu staf pengajar, dan staf karyawan Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro yang telah banyak membantu penulis selama menuntut ilmu di lingkungan Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro.
7. Kedua orang tua , Totok Purwanto dan Dewi Sinta, kedua adik Eta dan Nabil , serta kakek dan nenek Ramelan, Alm.Sugiarti , dan Sukartinah yang telah memberikan doa dan sumber semangat dalam penyusunan skripsi.
8. Kepada Yossi Rahmantika Artoyo Putra yang telah membantu, memberikan semangat, dan menjadi teman diskusi selama penulisan skripsi.
9. Kepada sahabatku Andrio, Rahmitha, Putri, Dian, Gayu, Adieba, Adam, Gata, Vesia, Ganesha, Mugi, Deista, dan Rahma yang telah bersedia bertukar pendapat, memberi saran dan masukan serta memberikan semangat kepada penulis sehingga skripsi dapat terselesaikan dengan baik.

10. Kepada kawan-kawan di Rotaract Club Semarang Yudhistira Krisna Adhi, Esha Afrilia, Farnas, Ferry Pleanggra, Rizal Ardhi , Rizki Nur Safitri, dan seluruh member Racsy yang memberikan motivasi dan hiburan kepada penulis selama penyusunan skripsi.
11. Kepada saudaraku Rusita Hartanti dan Fauziah Nurul Fadhilah serta kawan-kawan Cosmo terima kasih atas doa dan dukungan yang telah diberikan kepada penulis.
12. Seluruh teman – teman Manajemen Reguler II kelas A yang telah memberikan dukungan kepada penulis .
13. Semua pihak yang telah memberikan bantuan baik secara langsung maupun tidak langsung.

Masih banyak lagi pihak-pihak yang membantu penulis serta mendukung penulis dalam pembuatan skripsi ini, yang tidak dapat penulis satu persatu. Penulis mengucapkan terima kasih sebesar – besarnya. Tanpa mereka, penulis tidak mampu menyelesaikan skripsi ini dengan baik.

Penulis menyadari sepenuhnya bahwa skripsi ini masih jauh dari sempurna, oleh sebab itu, penulis mengharapkan saran kritik dari pembaca skripsi ini. Akhir kata, penulis berharap skripsi ini mampu memberikan manfaat kepada semua pihak.

Semarang, 6 Maret 2013

Ginza Angelia Purwanto Putri

NIM.C2A009185

DAFTAR ISI

	Halaman
HALAMAN JUDUL	i
HALAMAN PERSETUJUAN SKRIPSI.....	ii
HALAMAN PENGESAHAN KELULUSAN UJIAN.....	iii
PERNYATAAN ORISINALITAS SKRIPSI	iv
MOTTO DAN PERSEMBAHAN.....	v
ABSTRACT	vi
ABSTRAK	vii
KATA PENGANTAR	viii
DAFTAR TABEL	xvi
DAFTAR GAMBAR	xvii
DAFTAR LAMPIRAN	xvii
BAB I PENDAHULUAN	1
1.1 Latar Belakang Masalah	1
1.2 Perumusan Masalah	15
1.3 Tujuan dan Kegunaan Penelitian	17
1.3.1 Tujuan Penelitian	17
1.3.2 Kegunaan Penelitian.....	18
1.4 Sistematika Penulisan	19
BAB II TELAAH PUSTAKA	21
2.1 Landasan Teori	21
2.1.1 Teori Keagenan.....	21
2.1.2 Kepemilikan Institusional	23
2.1.3 Free Cash Flow	24
2.1.4 Investment Opportunity Set	25
2.1.5 Trade Off Theory	27
2.1.6 Balancing Theory	30
2.1.7 Pecking Order Theory.....	31
2.1.8 Kebijakan Hutang	33
2.1.9 Signaling Theory	34
2.1.10 Theory of Firm	36
2.1.11 Nilai Perusahaan	36
2.2 Penelitian Terdahulu	38
2.3 Perbedaan Penelitian	45
2.4 Kerangka Pemikiran Teoritis dan Perumusan Hipotesis	47
2.4.1 Pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap Nilai Perusahaan.....	47
2.4.2 Pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap Kebijakan Hutang	48
2.4.3 Pengaruh Free Cash Flow terhadap Kebijakan Hutang	49
2.4.4 Pengaruh Investment Opportunity Set terhadap Kebijakan Hutang.....	50

2.4.5 Pengaruh Investment Opportunity Set terhadap Nilai Perusahaan.....	50
2.4.6 Pengaruh Kebijakan Hutang terhadap Nilai Perusahaan ...	51
2.4.7 Pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap Nilai Perusahaan melalui Kebijakan Hutang.....	52
2.4.8 Pengaruh Investment Opportunity Set terhadap Nilai Perusahaan melalui Kebijakan Hutang	53
2.5 Hipotesis	56
BAB III METODE PENELITIAN	57
3.1 Variabel Penelitian dan Definisi Operasional	57
3.2 Populasi dan Sampel	60
3.3 Jenis dan Sumber Data	64
3.4 Metode Pengumpulan Data	64
3.5 Metode Analisis Data	65
3.5.1 Analisis Deskriptif	65
3.5.2 Uji Asumsi SEM	65
3.5.3 Evaluasi Kriteria Goodness of Fit.....	67
3.5.4 Interpretasi dan Modifikasi Model	69
3.5.5 Squared Multiple Correlation	69
3.5.6 Path Analysis	70
3.5.7 Pengujian Hipotesis	72
BAB IV HASIL DAN ANALISIS	74
4.1 Deskripsi Objek Penelitian	74
4.2 Analisis Data Penelitian	78
4.2.1 Analisis Full Model-Structural Equation Model.....	81
4.2.2 Uji Asumsi SEM.....	81
4.2.2.1 Evaluasi Normalitas Data	81
4.2.2.2 Evaluasi atas Outlier	82
4.2.2.2.1 Univariate Outlier.....	82
4.2.2.2.2 Multivariate Outlier	83
4.2.2.3 Evaluasi atas Multicollinearity dan Singularity..	83
4.2.2.4 Evaluasi atas Nilai Residual	84
4.3 Pengujian Hipotesis	85
4.3.1 Analisis Pengaruh Langsung dan Tidak Langsung Variabel Eksogen terhadap Variabel End.....	86
4.3.2 Pengaruh antar Variabel Eksogen dan Endogen	90
4.3.3 Squared Multiple Correlation	95
4.4 Pembahasan	96
4.4.1 Kepemilikan Institusional	96
4.4.2 Free Cash Flow	98
4.4.3 Investment Opportunity Set	99
4.4.4 Kebijakan Hutang.....	101
BAB V PENUTUP	102
5.1 Simpulan	102
5.2 Keterbatasan.....	104
5.3 Saran	104

5.3.1 Implikasi Kebijakan.....	104
5.3.2 Saran untuk penelitian berikutnya.....	106
DAFTAR PUSTAKA.	
LAMPIRA-LAMPIRAN	

DAFTAR TABEL

	Halaman
Tabel 1.1 Rata – rata Nilai Perusahaan (PBV),Kebijakan Hutang (DER),Kepemilikan Institusional,Free Cash Flow (FCF), dan Investment Opportunity Set (MBE/VE) Pada Perusahaan Non Keuangan di BEI Tahun 2008 – 2011.....	5
Tabel 1.2 Research Gap	13
Tabel 2.1 Ringkasan Penelitian Terdahulu	41
Tabel 3.1 Definisi Operasional	60
Tabel 3.2 Sampel Penelitian	61
Tabel 3.3 Sampel Perusahaan	62
Tabel 3.4 Goodness of Fit	69
Tabel 3.5 Pengaruh Langsung dan Pengaruh Tidak Langsung Kepemilikan Institusional ke Nilai Perusahaan.....	72
Tabel 3.6 Pengaruh Langsung dan Pengaruh Tidak Langsung IOS ke Nilai Perusahaan.....	72
Tabel 4.1 Statistik Deskriptif.....	75
Tabel 4.2 <i>Structural Equation Model (SEM)</i>	80
Tabel 4.3 Assessment of Normality.....	81
Tabel 4.4 Pengujian univariate outlier	82
Tabel 4.5 Standarized Residual Covariances.....	84
Tabel 4.6 Uji Hipotesis.....	85
Tabel 4.7 Standarized Total Effects.....	87
Tabel 4.8 Standarized Direct Effects.....	87
Tabel 4.9 Standarized Indirect Effects.....	88
Tabel 4.10 Ringkasan Hipotesis.....	94
Tabel 4.11 Squared Multiple Correlations.....	96

DAFTAR GAMBAR

	Halaman
Gambar 2.1 Hubungan Antara Hutang dan Nilai Perusahaan dengan Pendekatan <i>Trade Off Theory</i>	28
Gambar 2.2 Kerangka Pemikiran Teoritis.....	55
Gambar 3.1 Analisis Jalur.....	71
Gambar 4.1 Hasil Pengujian Full Model-Structural Equation Model.....	79
Gambar 4.2 Model Analisis Jalur Pengaruh Langsung Kepemilikan Institusional terhadap Nilai Perusahaan dan Pengaruh Tidak Langsung Kepemilikan Institusional terhadap Nilai Perusahaan melalui Kebijakan Hutang.....	89
Gambar 4.3 Model Analisis Jalur Pengaruh Langsung <i>Investment Opportunity Set</i> terhadap Nilai Perusahaan dan Pengaruh Tidak Langsung <i>Investment Opportunity Set</i> terhadap Nilai Perusahaan melalui Kebijakan Hutang	90

DAFTAR LAMPIRAN

	Halaman
LAMPIRAN A Data Input.....	112
LAMPIRAN B Hasil Pengolahan AMOS.....	117

BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang

Pada awalnya tujuan perusahaan hanyalah berorientasi pada keuntungan yang sebanyak – banyaknya. Tujuan ini mengakibatkan perusahaan harus mengorbankan keuntungan pada jangka panjang untuk memperoleh keuntungan yang tinggi pada jangka pendek. Keuntungan jangka pendek maupun jangka panjang memiliki peranan yang penting bagi kehidupan perusahaan. Oleh karena itu saat ini tujuan utama perusahaan bukanlah untuk memperoleh laba sebesar-besarnya melainkan untuk mendapatkan nilai perusahaan yang baik (Salvatore,2005). Nilai perusahaan dapat ditingkatkan melalui peningkatan kemakmuran pemegang saham. Kesejahteraan pemegang saham mampu dijadikan sebagai gambaran dari nilai perusahaan. Nilai perusahaan sangat penting bagi perusahaan karena nilai perusahaan menunjukkan seberapa baik kinerja perusahaan tersebut. Teori sinyal mengemukakan bahwa nilai perusahaan ditunjukkan melalui sinyal berupa informasi yang akan diterima oleh investor,informasi tersebut dapat diterima melalui harga saham perusahaan, keputusan pendanaan, dan kegiatan investasi perusahaan (Brigham dan Huston, 2011).

Nilai perusahaan suatu perusahaan dapat diketahui melalui harga saham perusahaan tersebut (Hasnawati, 2005). Pengukuran seberapa baik nilai perusahaan yang ditunjukkan melalui harga saham dapat diukur dengan

menggunakan *Price Book Value* (PBV). *Price book value* adalah perbandingan antara harga saham dengan nilai buku dari perusahaan. Perusahaan dapat dikatakan memiliki nilai perusahaan yang baik apabila memiliki nilai PBV lebih dari satu (Ang,1997). Besarnya nilai PBV dipengaruhi kebijakan yang akan diambil oleh perusahaan.Salah satu kebijakan yang mempengaruhi *price book value* adalah kebijakan hutang .Kebijakan hutang merupakan kebijakan pendanaan yang bersumber dari pihak eksternal perusahaan (Hasnawati, 2005). Penggunaan hutang sebagai pembiayaan kegiatan perusahaan dapat memberikan keuntungan yang berasal dari pengurangan pajak karena adanya bunga yang dibayarkan akibat hutang akan mengurangi penghasilan yang terkena pajak. Selain itu, penggunaan hutang mampu menarik pemegang saham untuk melakukan kontrol yang lebih ketat dibandingkan perusahaan memperoleh pendanaan melalui penerbitan saham baru (Rahmawati, 2012). Selain keuntungan yang diperoleh dari penggunaan hutang terdapat pula resiko didalam penggunaan hutang sebagai sumber pendanaan, antara lain terdapat resiko gagal bayar yang terkandung didalamnya dan beban yang ditanggung oleh perusahaan akan bertambah dengan adanya beban bunga. Keuntungan pajak yang diperoleh lebih kecil dibandingkan dengan beban bunga yang harus dibayarkan (Sujoko dan Subiantoro,2007). Penggunaan hutang yang berlebihan dapat mendekatkan perusahaan pada kebangkrutan.Berdasar pada teori pertukaran (*trade off theory*) semakin besar proporsi penggunaan hutang maka akan semakin besar

peluang kebangkrutan yang akan diperoleh perusahaan. Oleh karena itu penggunaan hutang harus dikelola dengan baik oleh manajer (Mulianti, 2010).

Penggunaan hutang yang terlalu tinggi mampu meningkatkan *financial distress* (Sujoko & Subiantoro, 2007). Maka diperlukan suatu pengawasan penggunaan hutang yang dilakukan oleh manajer, salah satu alat untuk mengawasi manajer dalam penggunaan hutang adalah dengan adanya kepemilikan institusional. Investor institusional memiliki peranan sebagai *institutional agent* yang mana akan mendorong pengawasan yang lebih optimal pada kinerja manajemen (Wahidahwati, 2001). Kinerja manajemen yang baik akan memberikan sinyal yang positif bagi pasar sehingga berpengaruh kepada nilai perusahaan yang meningkat .

Pada perusahaan yang telah *go public* kebijakan hutang memiliki peranan penting didalamnya yaitu sebagai solusi dari konflik keagenan. Konflik keagenan adalah konflik antara pihak manajerial perusahaan dengan pihak pemegang saham yang disebabkan karena adanya suatu perbedaan kepentingan yang salah satunya disebabkan oleh aliran kas bebas (*free cash flow*) (Jensen, 1986). Kebijakan hutang mampu dijadikan sebagai solusi dari konflik keagenan karena kebijakan hutang mampu mengimbangi *agency cost* yang ditimbulkan dari konflik keagenan. Aliran kas bebas (*free cash flow*) adalah keuntungan bersih operasional perusahaan, setelah diperhitungkan investasi modal kerja dan aktiva tetap selama periode berjalan. *Free cash flow* adalah hak dari pemegang saham sehingga investor akan menuntut pembagian *free cash flow* yang ada pada perusahaan sedangkan manajer berpandangan

untuk menggunakan *free cash flow* melalui reinvestasi yang dapat menguntungkan mereka (Syafi'I, 2011). Tekanan pemegang saham untuk dapat memperoleh kas bebas, mengharuskan manajer untuk dapat memperoleh sumber pendanaan dari pihak ketiga yaitu *debtholders*. Dengan adanya hutang, manajer akan termotivasi untuk bekerja lebih efisien guna meningkatkan efisiensi perusahaan agar terhindar dari kebangkrutan sehingga hutang memiliki peranan sebagai monitoring tindakan manajer (Jensen, 1986).

Kesempatan investasi dimiliki oleh setiap perusahaan, penggunaan kesempatan investasi yang besar dapat meningkatkan pertumbuhan perusahaan (Wijaya dan Bandi, 2010). Menurut teori sinyal, pengeluaran modal perusahaan tampak sangat penting dalam upaya meningkatkan nilai perusahaan karena jenis investasi tersebut memberikan sinyal positif tentang pertumbuhan dan pendapatan perusahaan sehingga meningkatkan harga saham sebagai indikator nilai perusahaan (Hasnawati, 2005). Pertumbuhan perusahaan terlihat dari peningkatan penjualan, perluasan pasar, investasi jangka panjang, diversifikasi produk, ekspansi atau peningkatan kapasitas, mengakuisisi dan penambahan asset perusahaan (Yanto, 2012). Perusahaan yang memiliki kesempatan investasi yang besar berpotensi memiliki *problem underinvestment*. *Underinvestment* terjadi apabila perusahaan menghadapi kesempatan investasi pada proyek yang positif yang mensyaratkan penggunaan utang dalam jumlah yang besar, tanpa adanya jaminan pembayaran utang yang mencukupi. *Underinvestment* problem menyebabkan perusahaan yang kesempatan investasi yang tinggi cenderung menggunakan

pendanaan internal sebagai alternatif pendanaan sehingga hutang akan menurun (Fury dan Dina, 2011).

Berikut ini adalah rata-rata variabel nilai perusahaan (PBV), kebijakan hutang (DER), kepemilikan institusional, *free cash flow*, dan *investment opportunity set* (MBE/VE) perusahaan non keuangan yang terdaftar pada BEI tahun 2008 sampai dengan 2011 :

Tabel 1.1
Rata – rata Nilai Perusahaan (PBV),Kebijakan Hutang (DER),Kepemilikan Institusional,Free Cash Flow (FCF), dan Investment Opportunity Set (MBE/VE) Pada Perusahaan Non Keuangan di BEI Tahun 2008 - 2011

No.	Variabel	Tahun			
		2008	2009	2010	2011
1.	PBV	1,45	2,22	2,70	2,95
	Perubahan (%)	-	53 %	17 %	9,25%
2.	DER	1,17	1,14	1,10	1,13
	Perubahan (%)	-	-2,6 %	-4 %	-2,7 %
3.	Kepemilikan Institusional (%)	71,52%	70,98%	70,38%	69,08%
	Perubahan (%)	-	- 0,008 %	-0,008%	-0,02%
4.	MBE/VE	0,49	0,94	1,18	0,91
	Perubahan (%)	-	91,6%	25,53%	-22,9 %
5.	<i>Free cash flow</i>	1.354,44	1.245,03	1.854,79	2.675,34
	Perubahan (%)	-	- 8,07%	49 %	44,2%

Sumber : ICMD 2008 – 2011 yang telah diolah

Berdasarkan pada tabel 1.1 rata – rata nilai perusahaan pada perusahaan non keuangan yang terdaftar di BEI 2008 – 2011 terus mengalami peningkatan dari 1,45 di tahun 2008 sampai dengan 2,22 pada tahun 2009, kemudian meningkat menjadi 2,70 pada tahun 2010 dan bertambah menjadi 2,95 pada tahun 2011. Nilai perusahaan yang meningkat dari tahun ketahun

mampu menjadi sinyal yang baik bagi pasar, dimana menandakan kinerja perusahaan yang terus meningkat menjadi lebih baik.

Pada tabel 1.1 dapat diketahui bahwa rata-rata penggunaan hutang perusahaan terus menurun dari tahun 2008 sampai dengan tahun 2011. Tampak bahwa pada tahun 2009 DER mengalami penurunan sebesar 2,6 persen, sementara pada tahun 2010 mengalami penurunan sebesar 4 persen sampai pada tahun 2011 terlihat penurunan sebesar 2,7 persen. Berdasarkan pada tabel 1.1 tampak bahwa terdapat kesesuaian dengan apa yang dikatakan oleh teori *trade off* penggunaan hutang yang berlebihan sebagai alternatif pendanaan mampu menurunkan nilai perusahaan dengan kata lain hutang memiliki hubungan yang negatif terhadap nilai perusahaan. Terlihat pada hasil pengolahan data diatas bahwa nilai perusahaan yang cenderung meningkat saat DER cenderung menurun selama 2008 sampai dengan 2011 .

Pada tabel 1.1 menunjukkan bahwa rata-rata kepemilikan institusional mengalami penurunan dari tahun 2008 sampai dengan tahun 2011. Pada tahun 2009 kepemilikan institusional mengalami penurunan sebanyak 0,008 persen. Pada tahun 2010, terjadi penurunan sebesar 0008 persen dan terjadi penurunan kembali pada tahun 2011 sebesar 0,02 persen. Berdasarkan kepada data empiris diatas kepemilikan institusional yang cenderung menurun dari tahun ke tahun diikuti dengan nilai perusahaan yang cenderung meningkat, kondisi ini bertentangan dengan hasil penelitian dimana kepemilikan institusional memiliki pengaruh yang positif terhadap nilai perusahaan. Tampak pada tabel 1.1 penurunan kepemilikan institusional pada tahun 2008 sampai dengan

tahun 2011 diikuti dengan penurunan penggunaan hutang pada tahun yang sama. Keadaan yang terjadi tidak sesuai dengan hasil penelitian dimana terjadi hubungan yang negatif antara kepemilikan institusional dengan kebijakan hutang. Pada tabel 1.1 tampak bahwa kepemilikan institusional dan kebijakan hutang memiliki pergerakan yang searah.

Free cash flow mengalami penurunan pada tahun 2009 sebesar 0,07%, pada tahun 2010 terjadi peningkatan rata-rata *free cash flow* sebesar 49% dan meningkat kembali sebesar 44,2% pada tahun 2011. Pergerakan *free cash flow* yang meningkat pada tahun 2010 dan 2011 tidak diikuti dengan peningkatan kebijakan hutang .

Investment Opportunity Set yang tampak pada Tabel 1.1 menunjukkan terjadi peningkatan pada tahun 2009 sebesar 91,97 persen kemudian mengalami peningkatan pada tahun 2010 sebesar 25,53 persen dan terjadi penurunan sebesar 22,9 persen pada tahun 2011. Perusahaan yang memiliki kesempatan investasi yang tinggi memiliki peluang untuk mengalami *underinvestment* yang mendorong perusahaan untuk melakukan pendanaan yang berasal dari internal perusahaan sehingga penggunaan hutang akan menurun. Tampak pada data empiris tabel 1.1 ketika MBE/VE cenderung meningkat, hutang cenderung mengalami penurunan. Hal ini sesuai dengan penelitian bahwa terjadi hubungan yang negatif antara *investment opportunity set* dengan kebijakan hutang. Proksi harga saham memiliki pengaruh yang positif terhadap nilai perusahaan, berdasarkan pada teori sinyal pemanfaatan modal sebagai investasi mampu memberikan sinyal positif bagi investor sebab

melalui investasi mengindikasikan perusahaan mengalami pertumbuhan sehingga mampu meningkatkan nilai perusahaan. Terlihat pada data empiris Tabel 1.1 bahwa MBE/VE yang meningkat pada tahun 2009 dan 2010 diikuti dengan nilai perusahaan yang meningkat, sehingga terjadi hubungan yang searah *investment opportunity set* dengan nilai perusahaan.

Permasalahan kedua adanya hasil penelitian terdahulu yang masih menunjukkan *research gap* dengan variabel kepemilikan institusional, *free cash flow*, dan *investment opportunity set* terhadap kebijakan hutang dan nilai perusahaan. Penelitian tentang Pengaruh Struktur Kepemilikan Saham, *Leverage*, Faktor Intern Dan Faktor Ekstern terhadap Nilai Perusahaan. Menghasilkan suatu temuan dimana terdapat suatu pengaruh yang negatif signifikan antara kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan (Sujoko dan Subiantoro, 2007). Berbeda pada penelitian berjudul Peranan Kepemilikan Institusional Terhadap Nilai Perusahaan Dalam Tinjauan Hubungan Non Linear menggunakan kepemilikan institusional dan nilai perusahaan sebagai variabel menghasilkan temuan terdapat korelasi antara nilai perusahaan dengan kepemilikan institusional aktif signifikan terhadap tingkat signifikansi 0,05. Sehingga terjadi pengaruh yang kuat antara kepemilikan institusional dengan nilai perusahaan secara linier (Elok Pakaryaningsih, 2008). Sedangkan hasil penelitian diatas tidaklah sama dengan hasil penelitian dengan judul Implikasi Kepemilikan terhadap Nilai Perusahaan : dengan Keputusan Keuangan Sebagai Variabel Intervening. Kepemilikan institusional, keputusan investasi, kepemilikan manajerial, kebijakan deviden,

dan nilai perusahaan digunakan sebagai variabel. Menunjukkan hasil bahwa struktur kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan (Wahyudi dan Hartini, 2006).

Analisis Persamaan Simultan Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Risiko, Kebijakan Hutang, dan Kebijakan Deviden Dalam Perspektif Teori Keagenan menggunakan variable kepemilikan manajerial, kebijakan pengambilan risiko, kebijakan deviden, kepemilikan institusional, dan kebijakan hutang. Memberikan hasil bahwa kepemilikan institusional tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang ditolak, sehingga terjadi hubungan yang positif antara kepemilikan institusional dan kebijakan hutang (Imanda dan Nasir, 2006). Hasil temuan yang sama ditemukan pada penelitian yang berjudul Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Deviden, Pertumbuhan Perusahaan, *Free Cash Flow* dan Profitabilitas Terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan. Menggunakan variabel kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, kebijakan deviden, pertumbuhan perusahaan, profitabilitas, *free cash flow*, dan kebijakan hutang. Hasil penelitian ini adalah terdapat pengaruh yang searah antara kepemilikan institusional dengan kebijakan hutang perusahaan. Semakin tinggi kepemilikan institusional maka semakin tinggi kebijakan hutang (Indahningrum dan Ratih, 2009). Hasil penelitian diatas berbeda dengan hasil yang ditemukan dalam penelitian yang berjudul Pengaruh Kepemilikan Institusional, *Investment opportunity set* dan Arus Kas Bebas Terhadap Utang menggunakan *investment opportunity set*, arus kas bebas, kepemilikan

institusional dan kebijakan hutang sebagai variabel. Model yang digunakan adalah model regresi dan koefisien determinasi. Hasil penelitian menunjukkan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap hutang dikarenakan adanya asumsi bahwa para *institutional ownership* dapat memonitor perilaku manajer perusahaan secara efektif sehingga manajemen akan bekerja untuk kepentingan para pemegang saham. Monitoring yang efektif oleh *institutional ownership* menyebabkan penggunaan utang menurun, karena peranan utang sebagai salah satu alat monitoring sudah diambil oleh *institutional ownership*, dengan demikian mengurangi *agency cost of debt* (Fury dan Dina, 2011).

Free cash flow memiliki pengaruh yang searah (positif) dengan prediksi kebijakan hutang. Semakin tinggi *free cash flow* maka akan semakin tinggi kebijakan hutang perusahaan. Hasil didasari teori yang menyatakan bahwa tekanan pasar akan mendorong manajer untuk mendistribusikan *free cash flow* kepada pemegang saham (Indahningrum dan Ratih, 2009). Hasil temuan diatas disanggah oleh penelitian “Analisis Pengaruh *Free Cash Flow* Dan *Managerial Ownership* Terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan : Sebuah Perspektif Pada *Agency Theory*“ dengan menggunakan variabel dependen kebijakan hutang dan variabel independen aliran kas bebas (*free cash flow*), *manajerial ownership* serta *Investment Opportunity Set*. Menunjukkan bahwa *Free Cash Flow* tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang serta memiliki hubungan yang negatif dan *Investment Opportunity Set* memiliki hubungan yang signifikan dan memiliki hubungan yang positif terhadap

hutang, dimana meningkatnya kegiatan investasi yang akan dilakukan oleh perusahaan akan membutuhkan dana dari pihak debitor berupa hutang sehingga semakin tinggi IOS maka hutang akan meningkat (Pramuditha Preswari, 2010). Setiap peningkatan set kesempatan investasi sebesar satu persen diikuti dengan penurunan satu persen hutang perusahaan sehingga terdapat hubungan yang negatif diantara keduanya (Fury dan Dina, 2011) .

Pengaruh Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan, dan Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan dengan model penelitian regresi berganda. Memperlihatkan hasil keputusan investasi berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Perusahaan yang mampu secara baik mengatur keputusan investasi dimasa mendatang akan menarik minat investor untuk menginvestasikan danannya (Lihan dan Anas, 2010). Keputusan investasi lebih kuat dibentuk indikator – indikator peluang investasi di masa yang akan datang dibandingkan dengan komposisi asset dalam perusahaan (Sri Hasnawati, 2005). Temuan yang berbeda ditemukan pada penelitian Pengaruh *Corporate Governance*, *Investment Opportunity Set*, dan Kualitas Laba Terhadap Nilai Perusahaan. Model yang digunakan dalam penelitian yaitu regresi berganda. Hasil penelitian ini menemukan IOS yang dimiliki oleh perusahaan tidak signifikan berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Hal ini dikarenakan IOS merupakan hal yang sukar untuk diobservasi ketika akan menilai perusahaan (Chasanah, 2009) .

Pada penelitian yang berjudul Analisis Faktor – Faktor Yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang Dan Pengaruhnya Terhadap Nilai

Perusahaan. Model yang digunakan yaitu model regresi bersifat BLUE (*Best Linear Unbiased Estimated*). Hasil penelitian yang ditemukan yaitu kebijakan hutang memiliki pengaruh yang negatif signifikan terhadap nilai perusahaan sebab bertambahnya hutang akan meningkatkan tingkat risiko atas arus perusahaan dimana pendapatan perusahaan dipengaruhi oleh faktor eksternal. Semakin besarnya hutang maka semakin tinggi tingkat probabilitas kebangkrutan yang berkaitan dengan ketidakmampuan perusahaan dalam membayar bunga dan pokoknya. Selain itu, semakin tinggi hutang maka bunga hutang akan meningkat lebih tinggi daripada penghematan pajak (Mulianti, 2010). Berbeda dengan hasil penelitian tentang Analisis Komprehensif Pengaruh *Family Ownership*, Masalah Keagenan, Kebijakan Dividen, Kebijakan Hutang, *Corporate Governance* dan *Opportunity Growth* Terhadap Nilai Perusahaan menunjukkan hasil kebijakan hutang memiliki pengaruh yang positif terhadap nilai perusahaan sehingga semakin tinggi kebijakan hutang maka akan meningkatkan nilai perusahaan (Ludwina Harahap dan Ratna Wardhani, 2012).

Berdasarkan pada penelitian terdahulu, berikut adalah ringkasan dari hasil penelitian yang tidak konsisten :

Tabel 1.2
Research gap

No	Variabel			Peneliti	Hasil Penelitian
	Independen	Intervening	Dependen		
1	Kepemilikan Institusional		Nilai Perusahaan	<p>Sujoko dan Soebiantoro (2007)</p> <p>Pakaryaningsih (2008)</p> <p>Wahyudi dan Hartini (2006)</p>	<p>Kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan .</p> <p>Terdapat pengaruh yang kuat antara kepemilikan institusional dengan nilai perusahaan .</p> <p>Tidak terdapat pengaruh antara kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan</p>
2	Kepemilikan Institusional	Kebijakan Hutang		<p>Putri dan Nasir (2006)</p> <p>Indahningrum dan Ratih (2009)</p> <p>Fury K. dan Dina (2010)</p>	<p>Terjadi pengaruh yang positif antara kepemilikan institusional terhadap kebijakan hutang .</p> <p>Terjadi pengaruh yang positif kepemilikan institusional terhadap kebijakan hutang .</p> <p>Terdapat pengaruh yang negatif kepemilikan institusional terhadap kebijakan hutang .</p>

3	Free Cash Flow	Kebijakan Hutang		Indahningrum dan Ratih (2009) Syafi'I (2011) Pramudhita Preswari (2010)	<i>Free cash flow</i> berhubungan positif terhadap hutang <i>Free cash flow</i> berhubungan positif terhadap hutang Terdapat hubungan yang negatif <i>free cash flow</i> terhadap hutang.
4	Investment Opportunity Set	Kebijakan Hutang		Pramudita Preswari (2010) Fury K. dan Dina (2011)	<i>Investment opportunity set</i> berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang. <i>Investment Opportunity Set</i> berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang.
5	Kebijakan Hutang		Nilai Perusahaan	Lihan dan Anas (2010) Sri Hasnawati (2005) Nur Chasanah (2009)	Terdapat hubungan yang positif antara <i>Investment Opportunity Set</i> terhadap nilai perusahaan. Hubungan yang positif antara <i>Investment Opportunity Set</i> terhadap nilai perusahaan. <i>Investment Opportunity Set</i> tidak memiliki pengaruh terhadap nilai perusahaan,
6		X ₄	Y	Mulianti Mega (2010) Ludwina Harahap dan Ratna Wardhani (2012)	Terdapat pengaruh yang negatif antara kebijakan hutang terhadap nilai perusahaan. Terdapat pengaruh yang positif antara kebijakan hutang terhadap nilai perusahaan.

Sumber : Rangkuman dari beberapa jurnal

Berdasarkan kepada latar belakang yang masih menunjukkan ketidakkonsistenan pengaruh antara variabel kepemilikan institusional, aliran kas bebas, dan *investment opportunity set* terhadap kebijakan hutang dan nilai perusahaan. Maka peneliti ingin melakukan penelitian guna mengetahui hasil yang lebih memadai dengan data yang relevan kondisi saat ini, dalam penelitian ini diambil judul **“ANALISIS PENGARUH KEPEMILIKAN INSTITUSIONAL, *FREE CASH FLOW*, DAN *INVESTMENT OPPORTUNITY SET* TERHADAP NILAI PERUSAHAAN DENGAN KEBIJAKAN HUTANG SEBAGAI VARIABEL INTERVENING (Studi pada perusahaan non keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2008-2011)”**

1.2 Rumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang yang diuraikan sebelumnya, dapat diketahui bahwa terdapat permasalahan adanya *fenomena gap* yang dapat diketahui pada Tabel 1.1 ditunjukkan bahwa penurunan kepemilikan institusional pada perusahaan non keuangan tahun 2008 sampai dengan tahun 2011 diikuti dengan nilai perusahaan yang meningkat. *Fenomena gap* juga terdapat pada kepemilikan institusional perusahaan non keuangan yang menurun pada tahun 2008 sampai tahun 2011 diikuti dengan penggunaan hutang yang menurun. *Investment opportunity set* yang menurun memberikan pengaruh meningkatnya nilai perusahaan non keuangan pada tahun 2011. Penurunan *investment opportunity set*

menunjukkan hubungan yang searah terhadap penggunaan hutang perusahaan pada tahun 2011. *Free cash flow* yang meningkat pada tahun 2010 dan 2011 memberikan pengaruh menurunnya hutang perusahaan. Pada latar belakang yang telah diuraikan tampak bahwa terdapat *research gap* dimana terjadi hasil penelitian terdahulu yang tidak konsisten yang tampak pada tabel 1.2.

Berdasarkan latar belakang masalah yang diuraikan sebelumnya ditemukan *research problem* yang terdiri dari *fenomena gap* dan *research gap*. *Fenomena gap* yang dapat diketahui pada Tabel 1.1 yang menunjukkan bahwa terdapat perbedaan hasil penelitian terdahulu dengan kondisi yang terjadi pada perusahaan non keuangan yang terdaftar di BEI pada tahun 2008 sampai dengan tahun 2011. *Research gap* yang terjadi dapat terlihat pada tabel 1.2 dimana hasil penelitian terdahulu yang tidak konsisten, maka pertanyaan penelitian dirumuskan sebagai berikut:

1. Bagaimana pengaruh kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan pada perusahaan non keuangan yang terdaftar di BEI tahun 2008-2011 ?
2. Bagaimana pengaruh kepemilikan institusional terhadap kebijakan hutang pada perusahaan non keuangan yang terdaftar di BEI tahun 2008-2011 ?
3. Bagaimana pengaruh *free cash flow* terhadap kebijakan hutang pada perusahaan non keuangan yang terdaftar di BEI tahun 2008-2011 ?
4. Bagaimana pengaruh *investment opportunity set* terhadap kebijakan hutang pada perusahaan non keuangan yang terdaftar di BEI tahun 2008-2011 ?

5. Bagaimana pengaruh *investment opportunity set* terhadap nilai perusahaan non keuangan yang terdaftar di BEI tahun 2008 – 2011 ?
6. Bagaimana pengaruh kebijakan hutang terhadap nilai perusahaan non keuangan yang terdaftar di BEI tahun 2008-2011 ?
7. Bagaimana pengaruh kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan hutang sebagai variabel intervening pada perusahaan non keuangan yang terdaftar di BEI tahun 2008-2011 ?
8. Bagaimana pengaruh *investment opportunity set* terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan hutang sebagai variabel intervening pada perusahaan non keuangan yang terdaftar di BEI tahun 2008-2011 ?

1.3 Tujuan dan Kegunaan Penelitian

1.3.1 Tujuan penelitian

Tujuan dari penelitian ini adalah :

1. Menganalisis pengaruh kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan pada perusahaan non keuangan yang terdaftar di BEI tahun 2008 – 2011.
2. Menganalisis pengaruh kepemilikan institusional terhadap kebijakan hutang pada perusahaan non keuangan yang terdaftar di BEI tahun 2008-2011.
3. Menganalisis pengaruh aliran kas bebas terhadap kebijakan hutang pada perusahaan non keuangan yang terdaftar di BEI tahun 2008-2011.

4. Menganalisis pengaruh *investment opportunity set* terhadap kebijakan hutang pada perusahaan non keuangan yang terdaftar di BEI tahun 2008-2011.
5. Menganalisis pengaruh *investment opportunity set* terhadap nilai perusahaan pada perusahaan non keuangan yang terdaftar di BEI tahun 2008-2011.
6. Menganalisis pengaruh kebijakan hutang terhadap nilai perusahaan pada perusahaan non keuangan yang terdaftar di BEI tahun 2008-2011.
7. Menganalisis pengaruh kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan hutang sebagai variabel intervening pada perusahaan non keuangan yang terdaftar di BEI tahun 2008-2011
8. Menganalisis pengaruh *investment opportunity set* terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan hutang sebagai variabel intervening pada perusahaan non keuangan yang terdaftar di BEI tahun 2008-2011

1.3.2 Kegunaan penelitian

Adapun kegunaan dari penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Memberikan informasi bagi pihak manajemen perusahaan dan pemegang saham dalam hubungan masalah keagenan dan aplikasinya terhadap kebijakan hutang perusahaan.
2. Bagi investor atau kreditur, kebijakan hutang dan nilai perusahaan dapat digunakan untuk menilai perusahaan yang tercermin dalam struktur modalnya sehingga dapat digunakan sebagai acuan pengambilan

keputusan dalam memberikan atau menjalankan dananya kepada perusahaan.

3. Bagi perusahaan, hasil penelitian ini diharapkan dapat digunakan sebagai salah satu bahan pertimbangan dalam memberikan keputusan tentang penggunaan hutang.
4. Bagi para akademisi dan praktisi manajemen memberi masukan untuk mengembangkan teori keuangan untuk melakukan penelitian lebih lanjut.

1.4 Sistematika penulisan

Dalam upaya mempermudah penyajian dan pembahasan dalam penelitian ini, maka penulisan dalam penelitian ini menggunakan sistematika sebagai berikut:

BAB I PENDAHULUAN

Bab Pendahuluan berisi tentang latar belakang masalah, rumusan masalah, tujuan dan kegunaan penelitian, dan sistematika penulisan.

BAB II TELAAH PUSTAKA

Bab Telaah Pustaka berisi tentang landasan teori dan Penelitian terdahulu, Kerangka pemikiran, Hipotesis.

BAB III METODE PENELITIAN

Bab Metode Penelitian berisi tentang variabel penelitian dan definisi operasional variabel, populasi dan sampel, jenis dan sumber data, metode pengumpulan data dan metode analisis.

BAB IV HASIL DAN ANALISIS

Bab Hasil dan Analisis berisi tentang objek penelitian, analisis data, interpretasi hasil.

BAB V PENUTUP

Bab Penutup berisi tentang simpulan, keterbatasan, dan saran dari penelitian ini.

BAB II

TELAAH PUSTAKA

2.1 Landasan Teori

2.1.1 Teori Keagenan

Teori keagenan adalah teori yang memaparkan tentang pemisahan pengendalian pada perusahaan yang berdampak pada munculnya hubungan antara agen dan prinsipal (Jensen dan Meckling, 1976). Prinsipal merupakan pemegang saham sedangkan agen adalah manajemen yang melakukan pengelolaan perusahaan (Rahmawati, 2012).

Dalam praktiknya sering terjadi suatu konflik antara pihak manajemen dengan pemegang saham. Konflik tersebut sering terjadi karena manajer cenderung mengutamakan kepentingan pribadi (Rahmawati, 2012). Kepentingan pribadi manajer terlihat melalui kecenderungan manajer untuk menggunakan *free cash flow* untuk *overinvestment* dan untuk memenuhi keinginan pribadi mereka seperti gaji yang lebih tinggi (Richardarson, 2005) .

Konflik yang terjadi mengakibatkan adanya biaya yang harus dikeluarkan oleh pihak pemegang saham, biaya yang harus dikeluarkan antara lain biaya keagenan berupa biaya pengawasan (*monitoring cost*), biaya penjaminan (*bonding cost*) dan kerugian residual (*residual loss*). Biaya Pengawasan adalah

biaya untuk mengawasi perilaku manajer melalui pengetatan anggaran, kebijakan kompensasi, serta aturan-aturan operasi. Biaya penjaminan adalah sejumlah biaya yang dikeluarkan pemegang saham untuk menjamin bahwa manajer tidak melakukan tindakan yang akan merugikan pihak pemegang saham. Sedangkan kerugian residual merupakan penurunan kesejahteraan pemegang saham, karena ketidakselarasan keinginan agen dan prinsipal, sehingga manajer melakukan tindakan yang menguntungkannya dan merugikan pihak pemegang saham. Konflik keagenan dapat berpengaruh pada menurunnya nilai perusahaan (Jensen dan Meckling, 1976) .

Konflik keagenan dapat dikurangi melalui beberapa alternatif (Achmad Fauz dan Roshidi, 2007). Antara lain adalah :

1. Meningkatkan pendapatan melalui utang, sehingga akan menurunkan tingkat konflik antara pemegang saham dengan manajer (Mahadwartha dan Hartono, 2002).
2. Penggunaan investor institusional (kepemilikan institusional) sebagai *monitoring agent*, yang mana akan mendorong meningkatnya pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja manajemen (Wahidahwati, 2001).

2.1.2 Kepemilikan Institusional

Berdasarkan pada tahapan pengurangan konflik keagenan. Kepemilikan institusional sebagai penyelesaian yang paling benar sebab kepemilikan

institusional memiliki peranan yang penting pada perusahaan karena dapat mengontrol manajemen dengan pengawasan yang lebih efisien (Sheiler dan Vishny, 1986).

Kepemilikan institusional didefinisikan sebagai sejumlah proporsi saham yang dimiliki oleh institusi (Listyani, 2003). Semakin terkonsentrasi kepemilikan saham dalam suatu perusahaan, maka pengawasan yang dilaksanakan oleh pemilik akan semakin efektif sebab manajemen akan semakin berhati – hati (Sujoko dan Soebiantoro, 2007) sebab pihak manajemen akan bekerja untuk pemegang saham (Wahidahwati, 2002).

Investor institusional dibedakan menjadi dua yaitu investor pasif dan investor aktif. Investor aktif merupakan investor yang aktif terlibat dalam pengambilan keputusan strategi perusahaan. Sedangkan investor pasif merupakan investor yang tidak terlalu ingin terlibat dalam keputusan perusahaan. Keberadaan investor institusional yang mampu menjadi alat monitoring yang efektif bagi manajemen, tidak jarang bahwa kegiatan investor mampu meningkatkan nilai perusahaan (Pozen, 1994).

Pengawasan terhadap kebijakan yang dilakukan oleh manajer akan lebih kuat apabila kepemilikan saham bersifat mayoritas. Apabila investor institusional tidak merasa puas akan kinerja manajer maka mereka dapat menjual sahamnya. Meningkatnya aktivitas institusional investor didukung oleh upaya untuk

meningkatkan tanggung jawab insider (Karinaputri, 2012). Kepemilikan institusional memiliki peranan untuk dapat menekan hutang yang digunakan oleh perusahaan sebab pengawasan yang kuat akan membatasi perilaku manajer dalam menggunakan hutang sehingga semakin aktif pengawasan pemilik institusional maka akan menurunkan hutang perusahaan. Hutang perusahaan yang menurun mampu menjauhkan perusahaan pada kebangkrutan yang dapat menurunkan nilai perusahaan (Sujoko dan Subiantoro, 2007).

2.1.3 Aliran Kas Bebas (*Free Cash Flow*)

Aliran kas bebas adalah cash flow yang tersedia untuk dibagikan kepada investor setelah perusahaan melakukan investasi pada *fixed asset* dan *working capital* yang diperlukan untuk mempertahankan kelangsungan usaha. Kas bebas merupakan kas yang tersedia di atas kebutuhan investasi yang *profitable* dan merupakan hak dari pemegang saham (Sartono, 2001).

Aliran kas dapat pula diartikan sebagai adanya dana yang berlebih, yang seharusnya dapat didistribusikan kepada para pemegang saham namun keputusan tersebut dipengaruhi oleh kebijakan manajemen (Metha dan Barbara, 2011). *Free cash flow* dapat menimbulkan konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham yang disebut dengan konflik keagenan. Manajer akan memilih dana tersebut dapat diinvestasikan lagi kepada proyek – proyek yang dapat menghasilkan keuntungan karena mampu meningkatkan insentif yang

diterimannya (Jensen, 1986). Aliran kas bebas mencerminkan keleluasaan perusahaan dalam melakukan investasi tambahan, melunasi hutang, membeli saham *treasury* atau menambah likuiditas. Perusahaan yang memiliki *free cash flow* yang tinggi ada kecenderungan memiliki utang yang tinggi khususnya bagi perusahaan yang memiliki peluang investasi yang rendah, utang yang tinggi dimaksudkan untuk mengimbangi terjadinya *agency cost* yang berasal dari *free cash flow* (Jensen, 1986).

2.1.4 Investment Opportunity Set

Investment opportunity set adalah kombinasi antara *assets in place* (aktiva riil yang dimiliki) dengan pilihan investasi dimasa mendatang dengan *net present value positif*. Keduanyan akan menentukan keputusan pendanaan dimasa yang akan datang (Myers , 1977). Pemanfaatan kesempatan investasi oleh perusahaan akan berpengaruh terhadap nilai perusahaan (Wahyudi dan Paweswari, 2006). Kondisi ini menunjukkan kesempatan investasi adalah pilihan bagi manajer untuk meningkatkan pertumbuhan perusahaan. Perusahaan memiliki peluang untuk bertumbuh apabila saat ini dapat memberikan keuntungan di masa depan (Fury dan Dina, 2011). Secara umum dapat disimpulkan bahwa IOS adalah hubungan antara pengeluaran saat ini maupun dimasa yang akan datang sebagai hasil dari keputusan investasi untuk menghasilkan nilai perusahaan. Menurut teori sinyal, pengeluaran modal perusahaan tampak sangat penting dalam upaya meningkatkan nilai perusahaan karena jenis investasi tersebut memberikan sinyal

positif tentang pertumbuhan dan pendapatan perusahaan sehingga meningkatkan harga saham sebagai indikator nilai perusahaan (Hasnawati, 2005).

Harga saham di pasar modal terbentuk berdasarkan pada kesepakatan antara permintaan dan penawaran investor, sehingga harga saham merupakan *fair price* (Adam dan Goyal, 2003). Perusahaan yang memiliki kesempatan investasi yang besar berpotensi memiliki *problem underinvestment*. *Underinvestment* dapat terjadi apabila perusahaan menghadapi kesempatan investasi pada proyek yang positif, yang mensyaratkan penggunaan utang dalam jumlah yang besar, tanpa adanya jaminan pembayaran utang yang mencukupi. *Underinvestment* problem kemudian memprediksikan bahwa perusahaan yang kesempatan investasi yang tinggi cenderung menggunakan pendanaan internal sebagai alternatif pendanaan sehingga hutang akan menurun (Fury dan Dina, 2011) .

Proksi set kesempatan investasi dapat diklasifikasikan ke dalam beberapa proksi. Salah satunya proksi berdasarkan harga (*price-based proxies*). Proksi ini mendasarkan pada perbedaan antara asset dan nilai pasar saham. Jadi proksi ini sangat dipengaruhi oleh harga pasar, proksi berbasis harga menyatakan pertumbuhan perusahaan secara parsial dinyatakan dengan harga – harga saham, selanjutnya perusahaan yang memiliki pertumbuhan tinggi akan memiliki nilai pasar yang lebih tinggi dari aktiva – aktiva yang dimiliki (Kallapur dan Trombley, 2001) . Rasio-rasio yang telah digunakan yang berkaitan dengan proksi berdasarkan investasi antara lain :

- a. Market to Book Value of Equity; Book to Market
- b. Value of Assets; Tobin's Q; Earning to Price Ratios;
- c. Ratio of Property, Plant and Equipment to Firm
- d. Value; Ratio of Depreciation to Firm Value; Market
- e. Value of Equity Plus Book Value of Debt; Dividend
- f. Yield; Return on Equity; Non-interest Revenue to
- g. Total Revenue.

2.1.5 Trade Off Theory

Trade Off Theory atau teori pertukaran merupakan kondisi dimana perusahaan menukar manfaat pajak dari pendanaan utang dengan masalah yang ditimbulkan oleh potensi kebangkrutan. Adanya fakta yang dibayarkan sebagai beban pengurangan pajak membuat utang menjadi lebih murah daripada saham biasa atau preferen. Secara tidak langsung, pemerintah membayar sebagian biaya utang atau dengan kata lain, utang memberikan manfaat perlindungan pajak (Brigham dan Huston, 2011). *Trade off theory* mampu menjelaskan perbedaan perlakuan struktur modal dalam industri, contohnya pada perusahaan dengan pertumbuhan ekonomi yang tinggi, yang asetnya beresiko dan sebagian besar tidak berwujud akan menggunakan hutang yang relatif kecil (Bearly dkk., 2011).

Dalam dunia nyata, perusahaan memiliki sasaran rasio utang dengan penggunaan hutang kurang dari 100 persen (Brigham dan Huston, 2011).

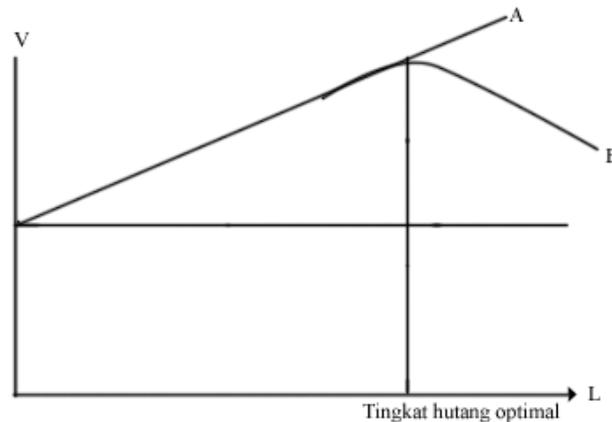
Penggunaan hutang yang berlebihan akan memberikan dampak meningkatnya beban yang harus ditanggung perusahaan. Semakin tinggi hutang yang digunakan maka akan semakin tinggi pula beban perusahaan dan semakin tingginya beban perusahaan maka akan meningkatkan kemungkinan perusahaan menuju kebangkrutan (Sujoko dan Soebiantoro, 2007).

Hutang memiliki manfaat bagi perusahaan, keuntungan yang akan diperoleh antara lain (Brigham, 2011):

- a. Biaya bunga yang mempengaruhi penghasilan karena pajak, sehingga hutang menjadi rendah.
- b. Kreditur hanya mendapatkan biaya bunga yang bersifat relatif tetap, kelebihan keuntungan akan menjadi klaim bagi pemilik perusahaan.

Penggunaan hutang yang berlebihan mampu menimbulkan biaya kebangkrutan (Mamduh, 2004). Penggunaan hutang harus digunakan seoptimal mungkin agar perusahaan tidak mengalami kebangkrutan. Berikut ini adalah grafik yang menunjukkan hubungan antara hutang dengan nilai perusahaan:

Gambar 2.1
Hubungan Antara Hutang dan Nilai Perusahaan dengan Pendekatan
Trade Off Theory



Sumber : Brigham dan Huston (2011)

Keterangan :

V : Nilai perusahaan

L: Hutang

A : Nilai perusahaan tanpa biaya kebangkrutan dan keagenan

B : Nilai perusahaan dengan biaya kebangkrutan dan keagenan

Berdasarkan gambar 2.1, dapat dilihat bahwa nilai perusahaan dengan penggunaan hutang akan meningkat seiring dengan meningkatnya hutang. Namun nilai tersebut mulai menurun pada titik tertentu. Pada titik tersebut tingkat hutang merupakan tingkat hutang. Oleh karena itu diperlukan adanya pengaturan penggunaan hutang dalam suatu kebijakan hutang (Brigham dan Huston, 2011) .

2.1.6 *Balancing Theory*

Balancing theory adalah teori yang mengemukakan bahwa perusahaan akan menyetarakan besarnya modal sendiri dengan hutang. Keseimbangan antara penggunaan hutang dengan modal sendiri bertujuan untuk menyeimbangkan manfaat dan pengorbanan yang timbul sebagai akibat penggunaan hutang (Husnan, 2002). Pengorbanan yang timbul dalam penggunaan hutang berupa biaya kebangkrutan (*bankruptcy cost*) dan biaya keagenan (*agency cost*). Biaya kebangkrutan terdiri dari *legal fee*, *legal fee* adalah biaya yang harus dibayar kepada ahli hukum untuk menyelesaikan klaim dan *distrees price* yaitu kekayaan perusahaan yang terpaksa dijual dengan harga murah pada saat perusahaan bangkrut. Semakin besar kemungkinan terjadi kebangkrutan maka penggunaan hutang tidak dapat dijadikan sebagai alternatif pendanaan yang baik. Biaya kebangkrutan yang tinggi mengakibatkan meningkatnya biaya modal. Biaya modal yang tinggi dapat meningkatkan biaya perusahaan sehingga manfaat penghematan pajak tidak dapat dicapai oleh perusahaan (Myers, 1984).

Biaya keagenan muncul dikarenakan perusahaan menggunakan hutang dan melibatkan hubungan antara pemilik perusahaan (pemegang saham) dan kreditor. Terdapat resiko yang ada didalamnya yaitu kemungkinan pemilik perusahaan menggunakan hutang melakukan tindakan yang merugikan kreditor melalui investasi pada proyek-proyek yang beresiko tinggi. Biaya

kreditor terdiri dari biaya kehilangan kebebasan karena kreditor melindungi diri dengan perjanjian yang dibebankan pada perusahaan dalam bentuk bunga hutang yang lebih tinggi. Berdasarkan *balancing theory*, perusahaan mampu memaksimalkan nilai perusahaan melalui hutang dalam jumlah yang optimal (Atmaja, 2002). Perusahaan dengan banyak hutang akan memiliki resiko dan biaya bunga yang besar serta mendekati perusahaan pada kemungkinan kebangkrutan. Perusahaan tanpa menggunakan hutang akan mengakibatkan hutang pajak yang besar. *Balancing theory* membaurkan hutang dan modal sendiri secara optimal sehingga mampu meningkatkan nilai perusahaan dan menekan biaya modal (Myers, 1984).

2.1.7 Pecking Order Theory

Pecking order theory adalah teori yang mengemukakan bahwa terdapat urutan keputusan pendanaan di dalam suatu perusahaan. Pendanaan dalam suatu perusahaan berasal dari dalam perusahaan dan dana dari luar perusahaan (Mamduh, 2004). Urutan tersebut terdiri dari :

1. Perusahaan lebih memilih *internal financing* (dana internal). Dana internal bersumber dari laba ditahan yang dihasilkan dari kegiatan perusahaan .
2. Perusahaan yang membutuhkan dana dari luar (*external financing*) maka perusahaan akan menerbitkan sekuritas yang paling aman terlebih dahulu, yaitu : dimulai dengan menerbitkan obligasi, kemudian diikuti dengan sekuritas yang berkarakteristik opsi seperti obligasi konversi, apabila masih

belum mencukupi maka perusahaan akan menerbitkan saham baru (Myers, 1984)

Berdasarkan pada *pecking order theory* perusahaan akan cenderung memilih untuk menerbitkan hutang dibandingkan dengan menerbitkan saham baru ketika perusahaan mengalami kekurangan dana internal (Bearly,dkk, 2011). Perusahaan cenderung memilih dana eksternal berupa hutang dibandingkan dengan penerbitan saham baru dikarenakan dua alasan , yaitu :

1. Pertimbangan biaya emisi

Biaya emisi obligasi lebih murah dibandingkan dengan biaya penerbitan saham baru karena penerbitan saham baru dapat menurunkan harga saham lama.

2. Penerbitan saham baru dikhawatirkan dapat diartikan sebagai kabar buruk oleh para pemodal dan dapat mengakibatkan harga saham menurun. Hal ini disebabkan oleh kemungkinan adanya asimetrik informasi antara pihak manajemen dengan pihak pemodal (Nurrohim, 2008) . Penerbitan hutang sebagai pilihan pendanaan tidak selalu diterjemahkan sebagai pertanda buruk oleh investor (Brealey, dkk., 2011) .

2.1.8 Kebijakan Hutang

Keputusan pembiayaan perusahaan dipengaruhi oleh struktur modal perusahaan. Terdapat pilihan sumber pendanaan antara lain modal internal

dan modal eksternal. Modal Internal merupakan modal yang berasal dari laba ditahan dan modal eksternal berasal dari para kreditur dan pemilik, peserta atau pengambil bagian didalam perusahaan. Sedangkan modal yang berasal dari kreditur disebut sebagai hutang perusahaan (Riyanto, 2001). Hutang didefinisikan sebagai pengorbanan manfaat ekonomi yang kemungkinan besar akan terjadi di masa yang akan datang sebagai akibat dari keharusan badan usaha tertentu pada saat ini untuk mentransfer aktiva dan memberikan pelayanan kepada badan usaha lain di masa mendatang sebagai akibat dari transaksi dan peristiwa masa lalu (Dewi, 2008).

Investor seringkali memilih hutang sebagai alternatif pendanaan, sebab melalui penggunaan hutang hak mereka di dalam perusahaan tidak akan berkurang. Akan tetapi, manajer akan cenderung kurang menyukai alternatif pendanaan ini (Murni dan Adriana, 2007). Melalui hutang maka perusahaan harus melakukan pembayaran secara periodik atas bunga. Hal ini bisa mengurangi keinginan manajer menggunakan *free cash flow* untuk membiayai kegiatan – kegiatan yang kurang optimal sebab terdapat resiko yang akan diperoleh perusahaan yang menggunakan hutang dalam pendanaan dan tidak mampu melunasi kembali hutang tersebut akan terancam likuidasinya sehingga pada gilirannya akan mengancam posisi manajemen (Jensen, 1986) .

Hutang merupakan instrument yang sangat sensitif terhadap nilai perusahaan, berdasarkan pada teori Modigliani dan Miller menyatakan bahwa

nilai perusahaan ditentukan oleh struktur modal (Harahap dan Ratna, 2012). Penggunaan hutang sebagai pendaan perusahaan akan menimbulkan resiko gagal bayar bagi perusahaan, semakin tinggi penggunaan hutang maka semakin tinggi probabilitas kebangkrutan perusahaan. Berdasarkan teori pertukaran (*trade off theory*) terdapat keuntungan yang akan diperoleh melalui penggunaan hutang yaitu pengurangan pajak akibat dari pembayaran biaya bunga akan tetapi keuntungan yang diperoleh tidak sebesar beban bunga yang harus ditanggung perusahaan (Sujoko dan Subiantoro, 2007).

Kebijakan hutang diperoleh dari pembagian antara hutang yang dimiliki oleh perusahaan baik *current liability* maupun *long term liability* dengan *total asset* yang dimiliki oleh perusahaan (Nuringsih, 2005).

2.1.9 Signaling Theory

Teori sinyal mengemukakan bahwa tindakan yang diambil oleh suatu perusahaan memberikan petunjuk kepada investor tentang bagaimana manajemen menilai suatu prospek perusahaan tersebut. Teori sinyal diasumsikan pada dua unsur yaitu informasi simetris dan informasi asimetris. Informasi simetris adalah situasi dimana investor dan manajer memiliki informasi yang identik tentang prospek perusahaan, sedangkan informasi asimetris adalah kondisi dimana manajer memiliki informasi yang lebih baik dibandingkan oleh investor (Brigham dan Huston, 2011).

Manajer menyampaikan sinyal pada investor dilakukan melalui penyampaian informasi yang dapat tersampaikan melalui pengaturan struktur modal perusahaan. Pengaturan struktur modal perusahaan dapat dilakukan melalui penerbitan saham baru atau memperoleh dana melalui hutang (Van Horne dan Wachowicz, 2005). Namun, penjualan saham baru akan menimbulkan dua asumsi dari pasar. Pertama, penjualan saham baru menunjukkan bahwa perusahaan memiliki kesulitan keuangan dan struktur modalnya tidak baik. Kedua, pasar menduga bahwa investor atau pemilik perusahaan menginginkan keluar dari bisnis, melakukan diversifikasi bisnis lain. Hal ini dilakukan karena resiko yang sudah terlalu tinggi. Dengan kata lain, investor baru akan curiga bahwa investor lama dan pemilik perusahaan ingin berbagi resiko dengan orang lain (Sartono, 2001). Oleh karena itu, manajer menyadari reaksi negatif pasar terhadap penerbitan saham baru karena dapat menurunkan nilai perusahaan maka penerbitan hutang dianggap sebagai kabar baik bagi investor. Kenaikan *leverage* mengandung probabilitas yang lebih tinggi atas kebangkrutan, meningkatnya resiko kebangkrutan akan mendorong investor menekan manajer untuk bekerja lebih efisien agar tidak terjadi suatu kebangkrutan. Kondisi inilah yang menjadikan investor membuat kesimpulan bahwa kondisi perusahaan memang jauh lebih baik dibandingkan dengan apa yang tercermin oleh harga sahamnya. Kenaikan *leverage* merupakan sinyal positif (Van Horne dan Wachowicz, 2005).

2.1.10 Theory Of Firm

Pada mulannya perusahaan memiliki asumsi bahwa tujuan perusahaan adalah memaksimalkan laba sekarang atau jangka pendek. Berdasarkan pengamatan perusahaan sering mengorbankan laba jangka pendek guna meningkatkan laba jangka panjang. Keuntungan jangka pendek dan keuntungan jangka panjang memiliki peranan yang penting di dalam kehidupan perusahaan. Maka dari itu, saat ini *theory of firm* meluruskan kondisi dimana tujuan perusahaan adalah meningkatkan nilai perusahaan. Nilai perusahaan dicerminkan melalui nilai sekarang dari semua keuntungan perusahaan yang diharapkan di masa depan harus didiskon pada masa sekarang. Teori perusahaan dijadikan sebagai acuan oleh pihak manajer dalam mengambil keputusan (Salvatore, 2005).

2.1.11 Nilai Perusahaan

Tujuan utama perusahaan bukan hanya untuk memaksimalkan profit perusahaan akan tetapi memaksimalkan kemakmuran pemegang saham atau *maximization of wealth of stockholders* melalui maksimalisasi nilai perusahaan. Tujuan memaksimalkan kemakmuran pemegang saham dapat ditempuh melalui memaksimalkan nilai sekarang atau *price value* semua keuntungan pemegang saham yang diharapkan dimasa yang akan datang (Sartono, 2001).

Nilai perusahaan adalah pandangan investor terhadap tingkat keberhasilan perusahaan. Nilai perusahaan dapat diketahui dari harga saham perusahaan, sehingga harga saham yang tinggi membuat nilai perusahaan tinggi. Nilai perusahaan yang tinggi akan menjadikan masyarakat percaya pada kondisi kinerja perusahaan saat ini dan prospek perusahaan di masa mendatang (Ang, 1997). Semakin tinggi harga saham, maka semakin tinggi keuntungan yang diperoleh pemegang saham sehingga kondisi seperti ini akan diminati oleh investor karena dengan permintaan saham yang meningkat akan berpengaruh pada nilai perusahaan juga akan meningkat. Optimalisasi nilai perusahaan dapat dicapai melalui pelaksanaan fungsi manajemen keuangan, dimana satu keputusan keuangan yang diambil akan mempengaruhi keputusan keuangan lainnya dan berdampak pada nilai perusahaan (Rika dan Ishlahuddin, 2008).

Pihak investor mengetahui nilai perusahaan melalui proksi *price to book value* untuk mengetahui saham – saham yang mengalami *overloaded* dan *undervalued*. *Price to book value* merupakan hasil perbandingan antara harga saham dengan nilai buku per lembar saham, secara sederhana dapat dinyatakan bahwa PBV merupakan rasio pasar yang digunakan untuk mengukur kinerja harga pasar saham terhadap nilai bukunya. Perusahaan yang memiliki PBV yang baik apabila nilai perusahaan diatas satu (Ahmed dan Nanda,2000).

2.2 Penelitian Terdahulu

Terdapat beberapa penelitian terdahulu yang berkaitan dengan kebijakan hutang dan nilai perusahaan. Penelitian tersebut antara lain :

1. Elok Pakaryaningsih (2008) dalam penelitiannya yang berjudul Peranan Kepemilikan Institusional Terhadap Nilai Perusahaan Dalam Tinjauan Hubungan Non Linear menggunakan kepemilikan institusional dan nilai perusahaan sebagai variabel. Hasil penelitiannya adalah terdapat korelasi antara nilai perusahaan dengan kepemilikan institusional aktif signifikan terhadap tingkat signifikansi 0,05. Sehingga terjadi pengaruh yang kuat antara kepemilikan institusional dengan nilai perusahaan .
2. Fury dan Dina (2011) dalam penelitian yang berjudul Pengaruh Kepemilikan Institusional, *Investment opportunity set* dan Arus Kas Bebas Terhadap Utang menggunakan *investment opportunity set*, arus kas bebas, kepemilikan institusional dan kebijakan hutang sebagai variabel. Model yang digunakan adalah model regresi dan koefisien determinasi. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa penelitian ini berimplikasi terhadap keberadaan para institusional *Institutional ownership* memiliki pengaruh yang negatif terhadap hutang, *free cash flow* memiliki hubungan yang positif terhadap hutang, dan IOS memiliki hubungan yang negatif terhadap hutang.
3. Lihan dan Anas (2010) melakukan penelitian yang berjudul Pengaruh Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan, dan Kebijakan Deviden Terhadap Nilai

Perusahaan. Model penelitian yang digunakan yaitu Regresi Berganda. Hasil penelitian ini adalah keputusan investasi berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Perusahaan yang mampu secara baik mengatur keputusan investasi dimasa mendatang akan menarik minat investor untuk menginvestasikan danannya .

4. Sri Hasnawati (2005) melakukan penelitian yang berjudul Dampak Set Peluang Investasi Terhadap Nilai perusahaan Publik di Bursa Efek Jakarta .Model penelitian yang digunakan yaitu *Structural Equation Modeling* (SEM). Hasil temuannya adalah keputusan investasi berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Keputusan investasi lebih kuat dibentuk indikator – indikator peluang investasi di masa yang akan datang dibandingkan dengan komposisi asset dalam perusahaan .
5. Indahningrum dan Ratih (2009) melakukan penelitian yang berjudul Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Deviden, Pertumbuhan Perusahaan, *Free Cash Flow* dan Profitabilitas Terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan. Menggunakan variabel kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, kebijakan deviden, pertumbuhan perusahaan, profitabilitas, *free cash flow*, dan kebijakan hutang. Model yang digunakan yaitu model empiris. Hasil penelitian ini adalah terdapat pengaruh yang searah antara kepemilikan institusional dengan kebijakan hutang perusahaan. Semakin tinggi kepemilikan institusional maka semakin tinggi kebijakan hutang. *Free cash flow* memiliki

pengaruh yang searah dengan prediksi kebijakan hutang. Semakin tinggi *free cash flow* maka akan semakin tinggi kebijakan hutang perusahaan. Hasil ini mendukung teori yang menyatakan bahwa tekanan pasar akan mendorong manajer untuk mendistribusikan *free cash flow* kepada pemegang saham .

6. Mulianti Mega (2010) melakukan penelitian tentang Analisis Faktor – Faktor Yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang dan Pengaruhnya Terhadap Nilai Perusahaan. Variabel yang digunakan ukuran perusahaan, risiko bisnis, likuiditas, kebijakan hutang, dan nilai perusahaan. Model regresi bersifat BLUE (*Best Linear Unbiased Estimated*) Kebijakan hutang memiliki pengaruh yang negatif signifikan terhadap nilai perusahaan.
7. Imam Syafi'I (2011) melakukan penelitian dengan judul Managerial Ownership, *Free cash flow* dan Growth Opportunity Terhadap Kebijakan Hutang .Variabel yang digunakan adalah *managerial ownership*, *free cash flow*, *growth opportunity*,profitabilitas,ukuran perusahaan dan kebijakan hutang. Hasil penelitian menunjukkan bahwa terdapat hubungan yang positif antara *free cash flow* dengan kebijakan hutang .

Berdasarkan pada penelitian terdahulu yang telah dipaparkan, maka dapat diringkas melalui tabel sebagai berikut :

Tabel 2.1

Ringkasan Penelitian Terdahulu

No	Peneliti	Judul Penelitian	Variabel yang Digunakan	Model yang Digunakan	Hasil Penelitian
1.	Elok P. (2008)	Peranan Kepemilikan Institusional Terhadap Nilai Perusahaan Dalam Tinjauan Hubungan Non Linear	Variabel independen: Kepemilikan institusional Variabel dependen: Nilai perusahaan.	Model statistik regresi non linier.	Terdapat korelasi antara nilai perusahaan dengan kepemilikan institusional aktif signifikan terhadap tingkat signifikansi 0,05. Sehingga terjadi pengaruh yang kuat antara kepemilikan institusional dengan nilai perusahaan
2.	Fury dan Dina (2011)	Pengaruh Kepemilikan Institusional, <i>Investment opportunity set</i> dan Arus	Variabel independen: <i>Investment opportunity set</i> , arus kas bebas, kepemilikan	Model regresi dan koefisien determinasi	<i>Institutional ownership</i> memiliki pengaruh yang negatif terhadap hutang, <i>free cash flow</i> memiliki hubungan yang positif terhadap hutang, dan IOS memiliki hubungan yang negatif terhadap hutang.

		Kas Bebas Terhadap Utang	institusional Variabel dependen: Kebijakan hutang		
3.	Lihan dan Anas (2010)	Pengaruh Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan, Dan Kebijakan Deviden Terhadap Nilai Perusahaan	Variabel Independen : Keputusan investasi, keputusan pendanaan, kebijakan deviden Variabel dependen: Nilai perusahaan	Model regresi berganda	Keputusan investasi sberpengaruh positif terhadap nilai perusahaan
4.	Sri Hasnawati (2005)	Dampak Set Peluang Investasi Terhadap Nilai perusahaan Publik di Bursa Efek Jakarta	Variabel independen: <i>Investment opportunity set</i> Variabel dependen: Nilai perusahaan	Model <i>Structural Equation Modeling</i> (SEM)	Keputusan investasi memiliki pengaruh positif terhadap nilai perusahaan .

5.	Indahningrum dan Ratih (2009)	Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Deviden, Pertumbuhan Perusahaan, <i>Free cash flow</i> dan Profitabilitas Terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan	<p>Variabel independen: Kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, kebijakan deviden, pertumbuhan perusahaan, profitabilitas, <i>free cash flow</i></p> <p>Variabel dependen: kebijakan hutang</p>	Model regresi	Terdapat pengaruh yang searah antara kepemilikan institusional dengan kebijakan hutang perusahaan. Cash flow memiliki pengaruh yang positif signifikan terhadap kebijakan hutang .
----	-------------------------------	--	--	---------------	--

6.	Fitri Mega Mulianti (2010)	Analisis Faktor – Faktor Yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang Dan Pengaruhnya Terhadap Nilai Perusahaan	<p>Variabel independen: Ukuran perusahaan, risiko bisnis, likuiditas, kebijakan hutang</p> <p>Variabel dependen: Nilai perusahaan .</p>	Model regresi bersifat BLUE (<i>Best Linear Unbiased Estimated</i>)	Kebijakan hutang memiliki pengaruh yang negatif signifikan terhadap nilai perusahaan
7.	Imam Syafi’I (2011)	Managerial Ownership, <i>Free cash flow</i> dan Growth Opportunity Terhadap Kebijakan Hutang	<p>Variabel independen: <i>Managerial ownership, free cash flow, growth opportunity</i>, profitabilitas, ukuran perusahaan</p> <p>Variabel dependen: kebijakan hutang</p>	Model regresi berganda	<i>Free cash flow</i> memiliki pengaruh yang positif dengan kebijakan hutang .

Sumber : Ringkasan berbagai jurnal

2.3 Perbedaan penelitian

Penelitian ini memiliki perbedaan dibandingkan dengan penelitian terdahulu, antara lain:

1. Perbedaan penelitian yang dilakukan oleh Elok (2008) dengan penelitian ini adalah variabel yang digunakan, penelitian Elok hanya menggunakan variabel kepemilikan institusional dan nilai perusahaan sedangkan penelitian ini menggunakan pula variabel *free cash flow*, *investment opportunity set*, dan kebijakan hutang. Model penelitian menggunakan model statistik regresi non liner sedangkan penelitian ini menggunakan model SEM (*Structural Equation Modeling*).
2. Perbedaan penelitian yang dilakukan oleh Fury dan Dina (2011) dengan penelitian ini adalah variabel yang digunakan, penelitian Fury dan Dina menggunakan variabel pengaruh kepemilikan institusional, *investment opportunity set*, arus kas bebas dan utang sedangkan penelitian ini menggunakan kepemilikan institusional, *free cash flow*, *investment opportunity set*, kebijakan hutang, dan nilai perusahaan. Model penelitian yang digunakan model regresi sedangkan penelitian ini menggunakan model SEM (*Structural Equation Modeling*).
3. Perbedaan penelitian Lihan dan Anas (2010) dengan penelitian ini adalah variabel yang digunakan. Variabel yang digunakan pada penelitian Lihan dan Anas adalah keputusan investasi, keputusan pendanaan, kebijakan deviden dan nilai perusahaan, sedangkan penelitian ini menggunakan kepemilikan

institusional, *investment opportunity set*, arus kas bebas dan utang sedangkan penelitian ini tidak menggunakan variabel keputusan pendanaan dan kebijakan deviden. Model penelitian yang digunakan model regresi berganda sedangkan penelitian ini menggunakan model SEM (*Structural Equation Modeling*).

4. Perbedaan penelitian Sri Hasnawati (2005) dengan penelitian ini adalah variabel yang digunakan. Variabel yang digunakan oleh Sri Hasnawati adalah *investment opportunity set* dan nilai perusahaan. Sedangkan penelitian ini menggunakan pula variabel kepemilikan institusional, *free cash flow*, dan kebijakan hutang.
5. Perbedaan penelitian Indahningrum dan Ratih (2009) dengan penelitian ini adalah variabel yang digunakan. Penelitian Indahningrum dan Ratih menggunakan variabel Kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, kebijakan deviden, pertumbuhan perusahaan, profitabilitas, *free cash flow*, kebijakan hutang sedangkan penelitian ini tidak menggunakan variabel kebijakan deviden, pertumbuhan perusahaan, kepemilikan manajerial, dan profitabilitas. Model penelitian yang digunakan model empiris sedangkan model yang digunakan penelitian ini adalah model SEM (*Structural Equation Modeling*).
6. Perbedaan penelitian Mulianti Mega (2010) dengan penelitian ini adalah variabel yang digunakan. Variabel yang digunakan Mulianti Mega adalah Ukuran perusahaan, risiko bisnis, likuiditas, kebijakan hutang dan nilai perusahaan. Penelitian ini tidak menggunakan variabel ukuran

perusahaan, risiko bisnis, dan likuiditas. Model penelitian yang digunakan adalah model regresi bersifat BLUE sedangkan penelitian ini menggunakan model SEM (*Structural Equation Modeling*).

7. Perbedaan penelitian Imam Syafi'I (2011) dengan penelitian ini adalah variabel yang digunakan. Variabel yang digunakan Imam Syafi'I adalah *Managerial ownership, free cash flow, growth opportunity*, profitabilitas, ukuran perusahaan dan kebijakan hutang. Penelitian ini tidak menggunakan variabel *managerial ownership, growth opportunity*, profitabilitas, dan ukuran perusahaan. Model yang digunakan adalah model regresi berganda sedangkan penelitian ini menggunakan model SEM (*Structural Equation Modeling*).

2.4 Kerangka Pemikiran Teoritis dan Perumusan Hipotesis

Variabel independen dalam penelitian ini adalah kepemilikan institusional, arus kas bebas (*free cash flow*), dan *investment opportunity set (investment opportunity set)*. Variabel intervening dalam penelitian ini adalah kebijakan hutang. Sedangkan variabel dependen dalam penelitian ini adalah nilai perusahaan.

2.4.1. Pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap Nilai Perusahaan

Teori keagenan menyatakan bahwa kepemilikan institusional merupakan *monitoring agent* yang memiliki peranan dapat memberikan pengawasan kepada pihak manajerial melalui pengawasan yang terfokus kepada proporsi kepemilikan masing-masing lembaga pada suatu perusahaan (Wahidahwati, 2001). Kepemilikan yang terfokus mampu

memberikan pengendalian bagi manajer untuk memberikan kinerja yang baik sehingga mampu meningkatkan nilai perusahaan karena kepemilikan institusional berbeda dengan kepemilikan saham minoritas (Sheiler dan Vishy, 1986). Hasil penelitian yang seragam dilakukan Elok Pakaryaningsih (2008) menemukan bahwa terjadi pengaruh yang kuat diantara kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan .

Berdasarkan pada pemaparan diatas maka dapat dirumuskan suatu hipotesis sebagai berikut :

Hipotesis 1 : Kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

2.4.2. Pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap Kebijakan Hutang

Kepemilikan institusional merupakan pihak yang melakukan kegiatan monitoring secara efektif, sebab kepemilikan institusional terfokus kepada proporsi kepemilikan saham yang dimiliki institusi pada suatu perusahaan, oleh karena itu memiliki pengaruh terhadap penggunaan hutang yang dilakukan oleh manajer, sebab manajer memiliki kecenderungan mengutamakan kepentingan pribadinya dibandingkan kepentingan investor (Karinaputri, 2012). Penggunaan hutang oleh manajer yang terlalu tinggi akan mendekatkan perusahaan pada kebangkrutan. Antisipasi yang dilakukan yaitu melalui kepemilikan institusional yang tinggi sehingga hutang akan menurun (Sujoko dan Soebiantoro, 2007). Penelitian yang dilakukan oleh Fury dan Dina (2011) dan Sujoko & Soebiantoro (2007) menunjukkan hasil bahwa

kepemilikan institusional memiliki pengaruh negatif terhadap kebijakan hutang .

Berdasarkan pada pemaparan diatas maka dapat dirumuskan suatu hipotesis sebagai berikut :

Hipotesis 2 : Kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap kebijakan utang perusahaan .

2.4.3. Pengaruh *Free Cash Flow* terhadap Kebijakan Hutang

Aliran kas bebas yang tinggi sebagian besar merupakan hak dari pemegang saham atau investor yang disampaikan melalui pendistribusian deviden (Metha dan Barbara, 2011). Sedangkan untuk kegiatan investasi, perusahaan menggunakan hutang dari pihak kreditur, melalui *free cash flow* yang tinggi membuat kreditur percaya untuk menyalurkan kreditnya kepada perusahaan. Free cash flow yang tinggi menunjukkan kemampuan perusahaan untuk dapat melakukan pembayaran hutang semakin besar (Jensen, 1986). Penelitian ini didukung oleh hasil penelitian yang dilakukan oleh Indahningrum dan Ratih (2009) dan Syafi'I (2011) .

Berdasarkan pada pemaparan diatas maka dapat dirumuskan suatu hipotesis sebagai berikut :

Hipotesis 3 : Aliran kas bebas berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang .

2.4.4. Pengaruh *Investment Opportunity Set* terhadap Kebijakan Hutang

Underinvestment terjadi apabila perusahaan menghadapi kesempatan investasi pada proyek yang positif, yang mensyaratkan penggunaan utang dalam jumlah yang besar, tanpa adanya jaminan pembayaran utang yang mencukupi (Fury dan Dina,2011). *Underinvestment* problem kemudian memprediksikan bahwa perusahaan yang kesempatan investasi yang tinggi cenderung menggunakan pendanaan internal sebagai alternatif pendanaan sesuai dengan teori *pecking order* yang menyatakan bahwa terdapat urutan pendanaan dalam suatu perusahaan dimana sebagai pilihan pertama perusahaan akan menggunakan pendanaan internal perusahaan sehingga hutang akan menurun (Mamduh,2004). Terjadi pengaruh yang negatif antara *investment opportunity set* dengan kebijakan hutang. Penelitian ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Fury dan Dina (2011).

Berdasarkan pada pemaparan diatas maka dapat dirumuskan suatu hipotesis sebagai berikut :

Hipotesis 4 : *Investment opportunity set* berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang.

2.4.5. Pengaruh *Investment Opportunity Set* terhadap Nilai Perusahaan

Berdasarkan kepada teori sinyal yang mengemukakan bahwa tindakan yang diambil oleh perusahaan menunjukkan seberapa baik prospek perusahaan (Brigham dan Huston,2011). Tindakan investasi

yang dilakukan oleh perusahaan mampu memberikan sinyal yang positif yang memberikan informasi kepada pasar tentang pendapatan perusahaan dimasa yang akan datang yang lebih tinggi (Wahyudi dan Preswari,2006). Sesuai dengan teori perusahaan bahwa perusahaan akan berorientasi pada keuntungan perusahaan pada masa depan guna meningkatkan nilai perusahaan (Salvatore,2005).Oleh karena itu pemanfaatan *investment opportunity set* mampu meningkatkan nilai perusahaan. Penelitian ini didukung oleh hasil penelitian Sri Hasnawati (2005), Wijaya dan Anas (2010) dan Zulkarnain (2009).

Berdasarkan pada pemaparan diatas maka dapat dirumuskan suatu hipotesis sebagai berikut :

Hipotesis 5 : *Investment opportunity set* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan .

2.4.6. Pengaruh Kebijakan Hutang Terhadap Nilai Perusahaan

Berdasarkan pada *trade off theory* perusahaan mampu memperoleh keuntungan penggunaan hutang berupa pengurangan pajak penghasilan karena adanya beban bunga yang dibayarkan perusahaan, namun penggunaan hutang mampu memberikan keuntungan bagi perusahaan hanya sampai pada titik optimal tertentu (Brigham dan Huston,2011). Apabila penggunaan hutang perusahaan berselebian maka akan meningkatkan biaya beban bunga yang harus ditanggung oleh perusahaan dan penggunaan hutang akan mendekati perusahaan

perusahaan kepada resiko kebangkrutan yang akan berpengaruh kepada menurunnya nilai perusahaan karena sinyal negatif yang diterima oleh pasar maka dari itu berdasarkan pada teori keseimbangan perusahaan harus dapat menyeimbangkan pendanaan yang berasal dari dalam perusahaan dan pendanaan yang bersumber dari hutang (Atmaja, 2002, Mamduh, 2004, Sujoko dan Soebiantoro, 2007). Penelitian ini sesuai dengan hasil penelitian Mulianti (2010) .

Berdasarkan pada pemaparan diatas maka dapat dirumuskan suatu hipotesis sebagai berikut :

Hipotesis 6 : Kebijakan hutang berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan .

2.4.7. Pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap Nilai Perusahaan melalui Kebijakan Hutang.

Kepemilikan institusional merupakan mampu melakukan kegiatan monitoring secara efektif, sebab kepemilikan institusional terfokus kepada proporsi kepemilikan saham yang dimiliki institusi pada suatu perusahaan (Wahidahwati, 2001). Kepemilikan institusional memberikan pengawasan terhadap kinerja manajemen khususnya pada penggunaan dana perusahaan yang berasal dari dana pihak ketiga berupa hutang, guna menghindari kecenderungan manajer menggunakan hutang untuk memperoleh keuntungan pribadi dan tidak mempertimbangkan kemakmuran pemegang saham (Sheiler dan Vishny, 1986). Semakin tinggi kepemilikan institusional maka penggunaan hutang dapat

diminimumkan. Penggunaan hutang yang rendah mampu menjaga resiko kebangkrutan perusahaan. Hutang yang rendah dapat menjadi informasi yang positif bagi pasar akan kondisi keuangan perusahaan yang baik. Semakin rendah hutang maka dapat meningkatkan nilai perusahaan (Sartono, 2001, Van Horne dan Wachowicz, 2005). Penelitian ini sesuai dengan hasil penelitian Rahmawati (2012).

Hipotesis 7 : Kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan hutang.

2.4.8. Pengaruh Investment Opportunity Set terhadap Nilai Perusahaan melalui Kebijakan Hutang.

Keputusan pemanfaatan *investment opportunity set* pada suatu perusahaan merupakan kebijakan dari pihak manajemen. Pemanfaatan kesempatan investasi perusahaan mampu menunjukkan prospek perusahaan dimasa depan, dimana keuntungan perusahaan akan meningkat sebagai hasil dari kegiatan investasi perusahaan yang dilakukan pada saat ini (Brigham dan Huston, 2011). Perusahaan dengan kesempatan investasi yang tinggi akan memiliki probabilitas *underinvestment problem* lebih tinggi, *underinvestment problem* adalah keuntungan yang akan diperoleh perusahaan dengan melakukan kegiatan investasi berupa meningkatnya nilai perusahaan akan tetapi keuntungan tersebut harus dibagi dengan pihak debitor dan lebih menguntungkan pihak debitor (Fury dan Dina, 2011, Wijaya dan Anas, 2010). Maka dari itu, perusahaan cenderung menggunakan pendanaan yang bersumber

dari internal perusahaan. Penggunaan dana internal sebagai pembiayaan mampu menurunkan penggunaan hutang perusahaan (Bearly,dkk,2011). Hutang perusahaan yang menurun dapat menurunkan pula resiko kebangkrutan perusahaan sehingga dapat memberikan sinyal yang positif bagi pasar bahwa kondisi keuangan merupakan dalam kondisi yang baik yang berpengaruh kepada respon positif dari pasar sehingga nilai perusahaan dapat meningkat. Pemanfaatan investment opportunity set yang meningkat mampu menurunkan penggunaan hutang perusahaan, hutang yang menurun mampu meningkatkan nilai perusahaan (Mamduh,2004). Penelitian ini sesuai dengan hasil penelitian Wijaya dan Anas (2010).

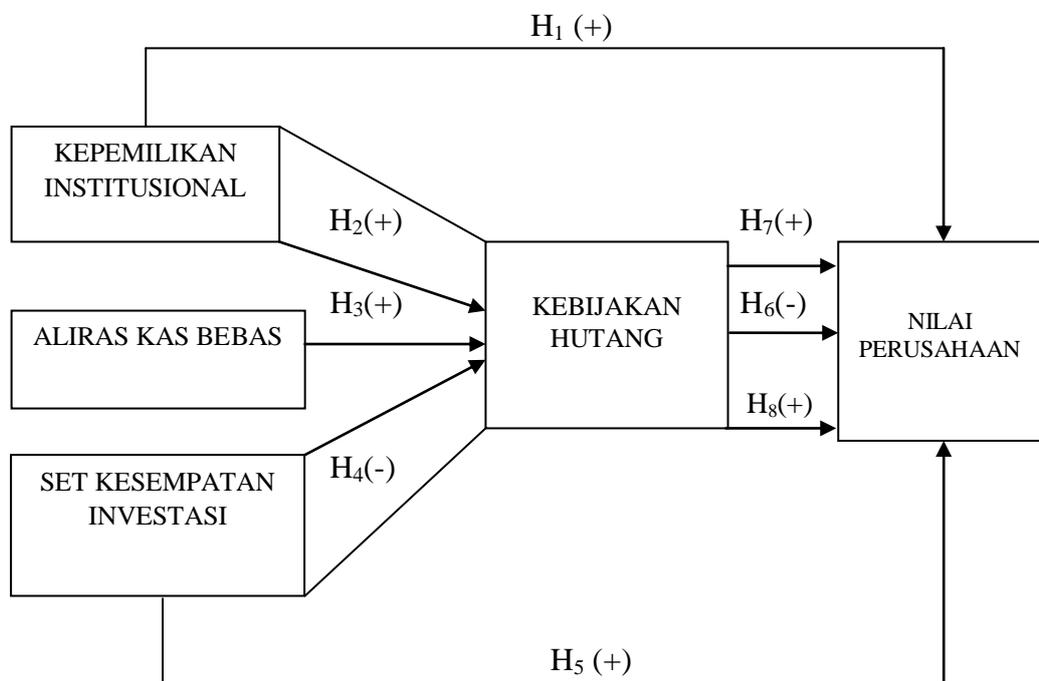
Hipotesis 8 : *Investment opportunity set (investment opportunity set)* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan hutang.

Kerangka Pemikiran Teoritis

Berdasarkan pemaparan latar belakang dan tinjauan pustaka diatas, maka variabel-variabel yang akan diteliti dapat ditunjukkan dalam kerangka pikir sebagai berikut :

Gambar 2.2

Kerangka Pemikiran Teoritis



Sumber :

Pakaryaningsih (2008), Sujoko dan Soebiantoro (2007), Indahningrum dan Ratih (2009), Fury dan Dina (2011), Hasnawati (2005), Muliarti (2010), Rahmawati (2012), Wijaya dan Anas (2010).

2.5 Hipotesis

Berdasarkan daftar pustaka kerangka pemikiran teoritis, maka dapat disusun hipotesis sebagai berikut :

Hipotesis 1 : Kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Hipotesis 2 : Kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang perusahaan .

Hipotesis 3 : Aliran kas bebas (*free cash flow*) berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang perusahaan .

Hipotesis 4 : *Investment opportunity set (investment opportunity set)* berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang perusahaan.

Hipotesis 5 : *Investment opportunity set (investment opportunity set)* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan .

Hipotesis 6 : Kebijakan hutang berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan .

Hipotesis 7 : Kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan hutang.

Hipotesis 8 : *Investment opportunity set (investment opportunity set)* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan hutang.

BAB III

METODE PENELITIAN

3.1 Variabel Penelitian dan Definisi Operasional

Definisi operasional variabel adalah suatu definisi yang diberikan untuk menjabarkan variable tertentu yang timbul dalam sesuatu penelitian kedalam indikator yang lebih terperinci. Pengukuran operasional variabel dari penelitian ini adalah :

1. Kepemilikan Institusional (Institutional Ownership)

Kepemilikan institusional adalah persentase kepemilikan saham oleh investor institusional seperti perusahaan investasi, bank, perusahaan asuransi maupun kepemilikan lembaga dan perusahaan lain .

Kepemilikan institusional diukur sebagai berikut (Indahningrum dan Ratih, 2009):

$$\text{Kepemilikan institusional} = \frac{\text{Jumlah saham institusional}}{\text{Jumlah saham beredar akhir tahun}}$$

2. Arus Kas Bebas

Arus kas bebas merupakan kas yang diperoleh dari operasi perusahaan yang tidak dibutuhkan untuk mendanai proyek-proyek yang mempunyai NPV (*net present value*) positif (Rahmawati, 2012).

Arus kas bebas diukur sebagai berikut (Sartono,2001) :

$$\text{Free cash flow} = \text{AKO} - \text{PM} - \text{NWC}$$

Keterangan :

Free cash flow: Arus kas bebas

AKO : Aliran kas operasi perusahaan

PM : Pengeluaran modal perusahaan

NWC : Modal kerja bersih perusahaan

3. *Investment opportunity set*

Investment opportunity set terdiri dari beberapa proksi, proksi yang digunakan pada penelitian ini adalah proksi berbasis harga. Proksi berbasis harga merupakan proksi yang menyatakan bahwa prospek pertumbuhan perusahaan dinyatakan dalam harga pasar (Fury dan Dina, 2011).

Investment opportunity set diukur dengan menggunakan proksi market to book of equity (MVE/BVE) dengan rumus sebagai berikut sebagai berikut (Kallapur dan Trombley,1999):

$$\text{MVE/BVE} = \frac{\text{MC}}{\text{TE}}$$

MVE/BVE : *Rasio market to book value of equity*

MVE : *Market Value Equity*

BVE : *Book Value Equity*

MC : Kapitalisasi pasar (lembar saham total asset beredar dikalikan harga penutupan saham)

TE : Total ekuitas

4. Kebijakan Hutang

Kebijakan hutang adalah kebijakan yang diambil oleh manajemen dengan tujuan untuk dapat memperoleh sumber pembiayaan bagi perusahaan sehingga dapat digunakan untuk membiayai aktivitas operasional perusahaan (Syafi'i, 2011). Kebijakan hutang dapat dinyatakan sebagai berikut :

$$DEBT = \frac{\text{Total Kewajiban}}{\text{Total Ekuitas}} \times 100\%$$

DEBT merupakan rasio perbandingan antara total hutang dengan ekuitas.

5. Nilai Perusahaan

Nilai perusahaan diprosikan dengan *price book value* (PBV), PBV merupakan hasil perbandingan antara harga saham dengan nilai buku saham (Brigham dan Huston, 2011).

Nilai perusahaan dapat dinyatakan sebagai berikut :

$$PBV = \frac{P_s}{BV_s}$$

P_s adalah harga saham dan BV_s merupakan nilai buku per lembar saham (*book value per share*).

Berdasarkan pada definisi operasional diatas, maka dapat diringkas pada tabel dibawah ini :

Tabel 3.1

Definisi Operasional

Variabel	Notasi	Satuan	Rumus
Debt to Equity Ratio	DER	Rasio	DER : $\frac{\text{Total kewajiban}}{\text{Total ekuitas}}$
Kepemilikan Institusional (Institusional Ownership)	INS	Rasio	$\text{Institutional Ownership} = \frac{\text{Total shares held by institutional}}{\text{Total shares outstanding}}$
Market to book equity (MBVE/BVE)	MVE/BE	Rasio	$\text{MVE/BVE} = \frac{\text{MC}}{\text{TE}}$
Arus Kas Bebas	FCF	Rasio	$\text{FCF} = \text{AKO} - \text{PM} - \text{NWC}$
Nilai Perusahaan	PBV	Rasio	$\text{PBV} = \frac{\text{Ps}}{\text{BVS}}$

Sumber : (Indahningrum dan Ratih, 2009), (Rahmawati, 2012), (Kallapur dan Trombley, 1999), (Syafi'I, 2011), (Brigham dan Huston, 2011).

3.2 Populasi dan sampel

Populasi pada penelitian ini adalah semua perusahaan non keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2008-2011 yang berjumlah 341 perusahaan. Sampel penelitian diambil dari populasi dengan metode *purposive sampling* dengan beberapa kriteria yang harus dipenuhi sebagai berikut:

1. Perusahaan sampel merupakan perusahaan non keuangan yang telah terdaftar dan listing di BEI periode 2008 - 2011.
2. Perusahaan sampel mempublikasikan laporan keuangan selama berturut – turut pada periode tahun 2008 - 2011.
3. Perusahaan sampel mempublikasikan laporan keuangan yang telah di audit selama berturut – turut pada periode tahun 2008 – 2011.

Berdasarkan pada persyaratan sampel diatas, maka jumlah sampel ditentukan sebagai berikut :

Tabel 3.2
Sampel Penelitian

Kriteria	Jumlah sampel
Perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2008-2011 .	434
Perusahaan keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2008-2011	(93)
Perusahaan tidak mempublikasikan laporan keuangan secara berturut – turut selama tahun 2008 – 2011	(84)
Perusahaan yang tidak mempublikasikan laporan keuangan yang telah di audit secara berturut – turut selama 2008-2011	(41)
Jumlah sampel	216

Sumber : ICMD 2008 – 2011

Tabel 3.3
Sampel Perusahaan

No.	Nama Perusahaan	Kode Perusahaan
1.	Astra Argo Lestari Tbk.	AALI
2.	Ace Hardware Indonesia Tbk.	ACES
3.	Tiga Pilar Sejahtera Food Tbk.	AISA
4.	AKR Corperindo Tbk.	AKRA
5.	Aneka Tambang (Persero) Tbk	ANTM
6.	Astra Internasional Tbk	ASII
7.	Astra Otoparts Tbk.	AUTO
8.	Bumi Recources Tbk.	BUMI
9.	Citra Tubindo Tbk.	CTBN
10.	Dyviacom Intrabumi Tbk.	DNET
11.	Fast Food Indonesia Tbk.	FAST
12.	Fajar Surya Wisesa Tbk.	FASW
13.	FKS Multi Agro Tbk.	FISH
14.	HM Sampoerna Tbk.	HMSP
15.	Indocement Tunggal Prakarsa Tbk.	INTP
16.	Indo Tambang Raya Megah Tbk.	ITMG
17.	Jaya Konstruksi Manggala Pratama Tbk.	JKON
18.	Jaya Real Property Tbk.	JRPT
19.	Jasuindo Tiga Perkasa Tbk.	JTPE
20.	Kalbe Farma Tbk.	KLBF
21.	Lippo Karawaci Tbk.	LPKR
22.	PP London Sumatra Tbk.	LSIP
23.	Merckter Tbk.	MERK
24.	Multi Bintang Indo Tbk.	MLBI
25.	Mayora Indah Tbk.	MYOR
26.	Ancora Indonesia Recources Tbk.	OKAS
27.	Perusahaan Gas Negara Tbk.	PGAS
28.	Pudjaji & Sons Estate Tbk.	PNSE
29.	Bentoel Indonesia Investama Tbk.	RMBA
30.	Sampoerna Agro Tbk.	SGRO
31.	SMART Tbk.	SMAR
32.	Semen Gresik (Persero) Tbk.	SMGR
33.	Selamat Sampurna Tbk.	SMSM
34.	Indo Acidtama Tbk.	SRSN
35.	Mandom Indonesia Tbk.	TCID
36.	Timah Persero Tbk.	TINS
37.	Telekomunikasi Indonesia Tbk.	TLKM
38.	Tunas Ridean Tbk.	TURI
39.	United Tractors Tbk.	UNTR
40.	Ultra Jaya Milk Tbk.	ULTJ
41.	Unilever Indonesia Tbk.	UNVR
42.	Yanaprima Hastapersada Tbk.	YPAS
43.	Akbar Indo Makmur Stimec Tbk.	AIMS
44.	Alam Sutra Realty Tbk.	ASRI

45.	Argha Karya Prima Industry Tbk.	AKPI
46.	Astra Graphia Tbk.	ASGR
47.	Bakrie Sumatera Plantations Tbk.	UNSP
48.	Bakrieland Development Tbk.	ELTY
49.	Bayu Buana Tbk.	BAYU
50.	Bekasi Asri Pemula Tbk.	BAPA
51.	Berlina Tbk.	BRNA
52.	Betonjaya Manunggal Tbk.	BTON
53.	Bristoll Myers Squibb Indonesia Tbk.	SQBI
54.	Budi Acid Jaya Tbk.	BUDI
55.	Cahaya Kalbar Tbk.	CEKA
56.	Catur Sentosa Adiprana Tbk.	CSAP
57.	Central Korporindo Internasional Tbk.	CNKO
58.	Ciputa Property Tbk.	CTRP
59.	Ciputra Surya Tbk.	CTRS
60.	Cowell Development Tbk.	COWL
61.	Delta Djakarta Tbk.	DLTA
62.	Duta Anggada Realty Tbk.	DART
63.	Duta Graha Indah Tbk.	DGIK
64.	Duta Pertiwi Tbk.	DUTI
65.	Eterindo Wahanatama Tbk.	ETWA
66.	Fortune Indonesia Tbk.	FORU
67.	Goodyear Indonesia Tbk.	GDYR
68.	Indofarma Tbk.	INAF
69.	Indofood Sukses Makmur Tbk.	INDF
70.	Indospring Tbk.	INDS
71.	Intraco Penta Tbk.	INTA
72.	Jasa Marga Tbk.	JSMR
73.	Jasa Pari Steel Tbk.	JPRS
74.	Kabelindo Murni Tbk.	KBLM
75.	Kageo Igar Jaya Tbk.	IGAR
76.	Kedawang Setia Industri Tbk.	KDSI
77.	Kimia Farma Tbk.	KAEF
78.	Lamicitra Nusantara Tbk.	LAMI
79.	Lion Metal Works Tbk.	LION
80.	Media Nusantara Citra Tbk.	MNCN
81.	Millennium Pharmacon International Tbk.	SDPC
82.	Modern Internasional Tbk.	MDRN
83.	Multi Indocitra Tbk.	MICE
84.	Multi Prima Sejahtera Tbk.	LPIN
85.	Multistrada Arah Sarana Tbk.	MASA
86.	Mustika Ratu Tbk.	MRAT
87.	Pabrik Kertas Twiji Kimia Tbk.	TKIM
88.	Panorama Transportasi Tbk.	WEHA
89.	Pelangi Indah Canindo Tbk.	PICO
90.	Pembangunan Graha Lestari Tbk.	PGLI
91.	Pembangunan Jaya Ancol Tbk.	PJAA
92.	Petrosea Tbk.	PTRO

93.	Pudjiaji Prestige Tbk.	PUDP
94.	Pyridam Farma Tbk.	PYFA
95.	Radiant Utama Interinsco Tbk.	RUIS
96.	Sekar Laut Tbk.	SKLT
97.	Sepatu Bata Tbk.	BATA
98.	Sierad Produce Tbk.	SIPD
99.	Surya Citra Media Tbk.	SCMA
100.	Surya Toto Indonesia Tbk.	TOTO
101.	Tempo Inti Media Tbk.	TMPO
102.	Tempo Scan Pasific Tbk.	TSPC
103.	Tigaraksa Satria Tbk.	TGKA

Sumber : ICMD 2008-2011 dan www.idx.com

3.3 Jenis dan Sumber Data

Jenis data yang diperoleh merupakan data dokumenter, yaitu data yang diperoleh peneliti secara tidak langsung melalui media perantara atau dicatat atau diperoleh dari pihak lain, berupa bukti catatan yang dipublikasikan .

Sumber data yang diperoleh adalah data sekunder. Data sekunder adalah data penelitian yang diperoleh oleh peneliti secara tidak langsung melalui media perantara. Pada penelitian ini data diperoleh dari Bursa Efek Indonesia (BEI) selama 4 tahun berupa laporan keuangan yang dipublikasikan secara berturut – turut periode tahun 2008 – 2011 dan laporan keuangan yang telah di audit periode tahun 2008 – 2011.

3.4 Metode Pengumpulan Data

Metode pengumpulan data dalam penelitian ini dilakukan dengan beberapa cara berikut :

1. Dokumentasi, adalah metode pengumpulan data yang tersedia pada obyek penelitian dalam hal ini dokumen laporan keuangan perusahaan non keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia 2008 -2011 .

2. Studi pustaka, yaitu penggunaan jurnal dan literatur yang berhubungan dengan permasalahan penelitian sehingga dapat dipergunakan sebagai referensi .

3.5 Metode Analisis Data

Analisis data dilakukan dengan menggunakan analisis kuantitatif , yaitu suatu analisis data yang diperlukan terhadap data yang diperoleh , kemudian dilakukan analisis berdasar kepada metode statistik dan data tersebut ke dalam tabel tertentu dengan menggunakan tabel untuk mempermudah dalam menganalisa.

3.5.1 Analisis Deskriptif

Statistik deskriptif adalah analisis yang ditunjukkan pada perkembangan dan pertumbuhan dari suatu keadaan dan hanya memberikan gambaran tentang keadaan tertentu dengan cara menguraikan tentang sifat-sifat dari obyek penelitian tersebut (Umar , 2002 : 78 dalam Rahmawati, 2012). Pada analisis deskriptif data yang dipakai yaitu data minimum , maximum , mean dan standar deviasi.

3.5.2 Uji Asumsi SEM

Asumsi SEM adalah suatu pengujian hipotesis yang digunakan dalam suatu penelitian yang menunjukkan bahwa model SEM tersebut layak atau tidak untuk dilakukan ke pengujian hipotesis penelitian (Ghozali, 2007). Adapun penyimpangan asumsi SEM terdiri dari :

1. Asumsi Normalitas Data

Evaluasi normalitas dilakukan dengan menggunakan kriteria critical ratio skewness value sebesar $\pm 2,58$ pada tingkat signifikansi 0,01. Data dapat disimpulkan mempunyai distribusi normal jika nilai critical ratio skewness value di bawah harga 2,58.

2. Asumsi Univariate dan Multivariate Outlier

Outlier adalah kondisi observasi dari suatu data yang memiliki karakteristik uni yang terlihat sangat berbeda jauh dari observasi-observasi lainnya dan muncul dalam bentuk nilai ekstrim, baik untuk sebuah variabel tunggal ataupun variabel-variabel kombinasi (Ghozali, 2007). Deteksi univariate outlier adalah dengan memperhatikan nilai *Zscore* dari masing-masing variabel. Dengan tingkat signifikansi 5% didapatkan nilai *Zscore* yang dipersyaratkan antara -1,96 sampai dengan +1,96, sedangkan untuk sampel besar lebih dari 100 sebesar -3,00 sampai dengan +3,00. Sedangkan deteksi terhadap multivariate outlier dilakukan dengan memperhatikan nilai mahalanobis distance. Kriteria yang digunakan adalah berdasarkan nilai Chi-squares pada derajat kebebasan (*degree of freedom*) sesuai dengan jumlah variabel dalam model atau pada tingkat signifikansi 1% (Ghozali, 2007).

3. Asumsi Multikolinearitas

Uji multikolinearitas bertujuan untuk melihat pengaruh kuat antar variabel eksogen. Multikolinearitas dapat dilihat melalui determinan matriks kovarians. Nilai determinan yang sangat kecil menunjukkan

indikasi terdapatnya masalah multikolinieritas atau singularitas, sehingga data tidak dapat digunakan untuk penelitian (Ghozali, 2007).

3.5.3 Evaluasi Kriteria *Goodness Of Ffit*

Kesesuaian model dievaluasi melalui telaah terhadap berbagai kriteria *goodness-of-fit*. Tindakan pertama adalah mengevaluasi apakah data yang digunakan dapat memenuhi asumsi–asumsi SEM yaitu ukuran sample, normalitas dan lineritas, outliers, *multikolinierity* dan *singularity*. Setelah itu, peneliti melakukan uji kesesuaian dan uji statistik. Beberapa indeks kesesuaian dan *cut-off value*-nya yang digunakan untuk menguji apakah sebuah model diterima atau ditolak adalah:

a. X^2 – *Chi-square statistic*

Model yang diuji dipandang baik atau memuaskan apabila nilai *chi-square* nya rendah. Semakin kecil nilai X^2 semakin baik model itu dan diterima berdasarkan probabilitas dengan *cut-off value* sebesar $p > 0.05$ atau $p > 0.10$.

b. RMSEA (*The Root Mean Square Error of Approximation*)

Merupakan suatu indeks yang dapat digunakan untuk mengkompensasi *chi-square statistic* dalam sample yang besar. Nilai RMSEA menunjukkan nilai *goodness-offit* yang dapat diharapkan bila model diestimasi dalam populasi (Hair *et al*, 1995 dalam Ghozali, 2007). Nilai RMSEA yang kecil atau sama dengan 0.08 merupakan indeks untuk dapat diterimanya model yang menunjukkan sebuah *close fit* dari model tersebut berdasarkan *degrees of freedom*.

c. GFI (*Goodness of Fit Index*)

Merupakan ukuran non statistik yang mempunyai rentang nilai antara 0 (*poor fit*) sampai dengan 1.0 (*perfect fit*). Nilai yang tinggi dalam indeks ini menunjukkan sebuah (*better fit*).

d. AGFI (*Adjusted Goodness Fit Index*)

Tingkat penerimaan yang direkomendasikan adalah bila AGFI mempunyai nilai sama dengan atau lebih besar dari 0.90 (Hair et al, 1995 dalam Ghozali, 2007).

e. CMIN / DF

CMIN / DF adalah *the minimum sample discrepancy function* yang dibagi dengan *degree of freedom*-nya. CMIN / DF merupakan statistik *chi-square*, X^2 , dibagi Df-nya sehingga X^2 – relatif. Nilai X^2 – relatif kurang dari 2.0 atau 3.0 adalah indikasi dari *acceptable fit* antara model dan data (Arbuckle, 1997 dalam Ghozali, 2007).

f. TLI (Tucker Lewis Index)

Merupakan *incremental index* yang membandingkan sebuah model yang diuji terhadap sebuah *baseline model*, dimana nilai yang direkomendasikan sebagai acuan diterimanya sebuah model adalah = 0.95 (Hair et al, 1995 dalam Ghozali, 2007) dan nilai yang mendekati 1 menunjukkan a *very good fit* (Arbuckle, 1997 dalam Ghozali, 2007).

g. CFI (*Comparative Fit Index*)

Rentang nilai sebesar 0–1, dimana semakin mendekati 1, mengidentifikasi tingkat fit yang paling tinggi – a *very good fit* (Arbuckle, 1997). Secara

ringkas, indeks–indeks yang dapat digunakan untuk menguji kelayakan sebuah model disajikan dalam tabel berikut :

Tabel 3.4
Goodness-of-Fit

<i>Goodness-of-fit indexes</i>	<i>Cut-of-value</i>
<i>Chi-square</i>	df α 0,05
Significancy Probability	$\geq 0,05$
RMSEA	$\leq 0,08$
GFI	$\geq 0,90$
AGFI	$\geq 0,90$
CMIN/DF	$\leq 2,00$
TLI	$\geq 0,95$
CFI	$\geq 0,95$

Sumber : Ghozali , 2007

3.5.4 Interpretasi dan Modifikasi Model

Setelah model diestimasi, residualnya haruslah kecil atau mendekati nol dan distribusi frekuensi dari kovarians residual harus bersifat simetrik. Model yang baik mempunyai *Standardized Residual Variance* yang kecil. Angka 2,58 merupakan batas nilai *Standardized Residual* yang diperkenankan, yang diinterpretasikan sebagai signifikan secara statistik pada tingkat 5% dan menunjukkan adanya *prediction error* yang substansial untuk sepasang indikator.

3.5.5 Squared Multiple Correlation

Squared Multiple Correlation merupakan analisis koefisien determinasi untuk mengukur seberapa jauh kemampuan model dalam menerangkan variasi variable dependen . Nilai koefisien determinasi adalah antara nol dan satu . Nilai R^2 yang kecil berarti kemampuan variable – variable independen dalam menjelaskan variasi variable

dependen amat terbatas . Nilai yang mendekati satu berarti variable – variable independen memberikan hampir semua informasi yang dibutuhkan untuk memprediksi variable dependen .

3.5.6 Path Analysis atau Analisis Jalur

Path Analysis digunakan untuk menguji pengaruh variable intervening. Analisis jalur merupakan perluasan dari analisis regresi linear berganda, atau analisis jalur digunakan untuk menganalisis pola hubungan antar variabel dengan tujuan untuk mengetahui pengaruh langsung maupun tidak langsung seperangkat variabel bebas (*eksogen*) terhadap variabel terikat (*endogen*) (Ghozali ,2005:160). Pada dasarnya koefisien jalur adalah koefisien regresi yang distandarkan (*standardized regression weights*) atau membandingkan koefisien *indirect effect* (pengaruh tidak langsung) dengan koefisien *direct effect* (pengaruh langsung). Pada dasarnya koefisien jalur adalah koefisien regresi yang distandarkan (*standardized regression weights*) atau membandingkan koefisien *indirect effect* (pengaruh tidak langsung) dengan koefisien *direct effect* (pengaruh langsung). Adapun persamaan regresi dapat dirumuskan sebagai berikut (Ghozali, 2007: 150) :

$$Y_1 : \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \varepsilon_1 \text{ persamaan.....(1)}$$

$$Y_2 : \beta_4 X_1 + \beta_5 X_3 + \beta_6 Y_1 + \varepsilon_2 \text{ persamaan(2)}$$

Keterangan

Y_2 = Nilai perusahaan

Y_1 = Kebijakan hutang

X_1 = Kepemilikan institusional

X_2 = *Free Cash Flow*

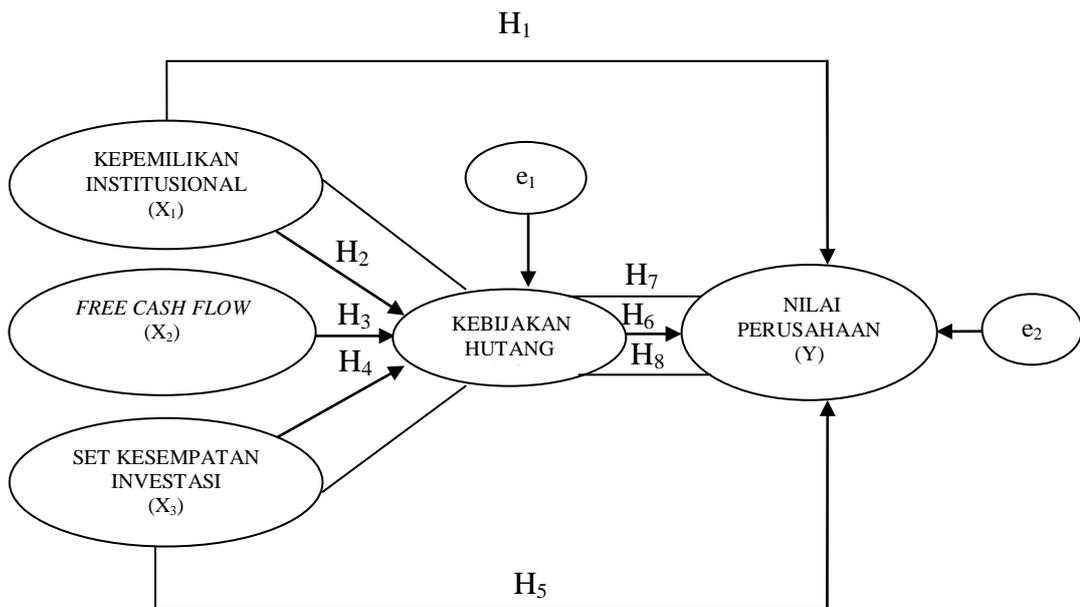
X_3 = Set Kesempatan Investasi

B_{1-6} = koefisien regresi *standardized*

ε_{1-2} = *Error of term* atau variabel pengganggu

Untuk mengetahui apakah nilai tidak langsung mampu menjadi variable langsung dapat dilihat pada gambar berikut ini :

Gambar 3.1
Analisis Jalur



Sumber :Ghozali (2007)

Keterangan :

1. Kontribusi pengaruh langsung dan pengaruh tidak langsung kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan terlihat pada tabel dibawah ini :

Tabel 3.5
Pengaruh Langsung dan Pengaruh Tidak Langsung Kepemilikan Institusional ke Nilai Perusahaan

Pengaruh langsung (<i>direct effect</i>)	= H_1
Pengaruh tidak langsung kepemilikan institusional ke kebijakan hutang (<i>indirect effect</i>)	= $H_2 \times H_6$
Total pengaruh (korelasi kepemilikan institusional ke kebijakan hutang) (<i>total effect</i>)	= $H_1 + (H_2 \times H_6)$

Sumber:Ghozali (2007)

2. Kontribusi pengaruh langsung dan pengaruh tidak langsung antara *investment opportunity set* terhadap nilai perusahaan dapat terlihat pada tabel dibawah ini :

Tabel 3.6
Pengaruh Langsung dan Pengaruh Tidak Langsung IOS ke Nilai Perusahaan

Pengaruh langsung	= H_4
Pengaruh tidak langsung IOS ke kebijakan hutang	= $H_5 \times H_6$
Total pengaruh (korelasi IOS ke kebijakan hutang)	= $H_4 + (H_5 \times H_6)$

Sumber :Ghozali (2007)

3.5.7 Pengujian Hipotesis

Dalam pengujian hipotesis pada analisis SEM, menggunakan *Regression Weights*, dengan kesimpulan penerimaan dan penolakan hipotesis sebagai berikut:

1. Jika t hitung (*Critical Ratio* atau C.R) $> t$ tabel ($\pm 1,96$) dan taraf signifikansi $< 0,05$ maka H_0 ditolak dan H_a diterima, artinya ada pengaruh antara variabel bebas terhadap variabel terikat. Dengan demikian hipotesis dapat diterima / terbukti.
2. Jika t hitung $< t$ tabel ($\pm 1,96$) dan taraf signifikansi $> 0,05$ maka H_0 diterima dan H_a ditolak, artinya tidak ada pengaruh antara variabel bebas terhadap variabel terikat. Dengan demikian hipotesis tidak diterima / tidak terbukti (Ghozali, 2007).

Guna mengetahui pengaruh langsung dan pengaruh tidak langsung variabel kepemilikan institusional, investment opportunity set, terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan dapat diketahui melalui perhitungan *path analysis* apabila pengaruh tidak langsung lebih besar dibandingkan dengan pengaruh langsung maka variabel kebijakan hutang dapat dijadikan sebagai variabel intervening.