



# 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)

Ginza Angelia Purwanto Putri, Mohammad Chabachib<sup>1</sup>

Jurusan Manajemen Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro  
Jl. Prof. Soedharto SH Tembalang, Semarang 50239, Phone: +622476486851

## ABSTRACT

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

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

*Based on Structural Equation Model test, the models was filled the goodness of fit criteria. According to result, institutional ownership has a positive and significant effect on firm value, so that hypothesis 1 is accepted. Institutional ownership has a negative and significant effect on debt policy, so that hypothesis 2 is accepted. Free cash flow has a positive and significant impact on debt policy, so that hypothesis 3 is accepted. Investment opportunity set has a negative and significant impact on debt policy, so that hypothesis 4 is accepted. Investment opportunity set has a positive and significant effect to firm value, so that hypothesis 5 is accepted. Debt policy has a negative and significant effect to firm value, so that hypothesis 6 is accepted. Direct effect of Institutional ownership (X1) to firm value (Y) is 0.175 and indirect effect institutional ownership (X1) effect to value of the company (Y) through the debt policy (X4) is 0.037, direct effect is higher than indirect effect so that hypothesis 7 is rejected. Direct effect of Investment opportunity set (X3) to firm value (Y) is 0.153, and indirect effect Investment opportunity set (X3) to firm value (Y) through debt policy (X4) is 0.0674. Direct effect is higher than indirect effect so that hypothesis 8 was rejected.*

*Keywords: Institutional Ownership, Free Cash Flow, Investment Opportunity Set, Debt Policy*

## PENDAHULUAN

Perusahaan non keuangan merupakan perusahaan yang mendominasi perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia, kategori perusahaan non keuangan terdiri dari perusahaan manufaktur, pertanian, kehutanan, dan kelautan, peternakan, tambang, konstruksi, transportasi, telekomunikasi, retail, real estate dan property, hotel dan jasa travel. Pada penelitian digunakan sampel perusahaan kategori perusahaan non keuangan dengan tujuan untuk memperoleh sampel yang lebih luas dibandingkan dengan penelitian terdahulu dengan tujuan untuk memperoleh hasil penelitian yang lebih baik.

Tujuan utama perusahaan bukanlah untuk memperoleh laba sebesar-besarnya melainkan untuk mendapatkan nilai perusahaan yang baik (Salvatore, 2005). Teori sinyal mengemukakan bahwa

---

<sup>1</sup> Penulis penanggung jawab

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). 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 (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 (Rahmawati, 2012). Penggunaan hutang sebagai sumber pendanaan dapat menambah beban perusahaan karena adanya beban bunga (Sujoko dan Subiantoro, 2007). Penggunaan hutang yang berlebihan dapat meningkatkan risiko kebangkrutan perusahaan. Berdasar pada teori pertukaran (*trade off theory*) semakin besar proporsi penggunaan hutang maka akan semakin besar peluang kebangkrutan yang akan diperoleh perusahaan (Mulianti, 2010). Diperlukan suatu pengawasan penggunaan hutang yang dilakukan oleh manajer, salah satu alat untuk mengawasi manajer dalam penggunaan hutang adalah dengan adanya kepemilikan institusional (Wahidahwati, 2001). 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 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. *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* (Jensen, 1986).

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 investasi tersebut memberikan sinyal positif tentang pertumbuhan dan pendapatan perusahaan sehingga meningkatkan harga saham sebagai indikator nilai perusahaan (Hasnawati, 2005). Perusahaan yang memiliki kesempatan investasi yang tinggi akan menemukan *problem underinvestment*. *Underinvestment* terjadi apabila perusahaan menghadapi kesempatan investasi yang mensyaratkan penggunaan utang dalam jumlah yang besar, tanpa adanya jaminan pembayaran utang yang mencukupi mendorong perusahaan untuk menggunakan pendanaan internal (Fury dan Dina, 2011).

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui hubungan antara kepemilikan institusional, *free cash flow*, dan *investment opportunity set* terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan hutang sebagai variabel intervening.

## **KERANGKA PEMIKIRAN TEORITIS DAN PERUMUSAN HIPOTESIS**

### **Kepemilikan Institusional dan Nilai Perusahaan**

Kepemilikan institusional didefinisikan sebagai sejumlah proporsi saham yang dimiliki oleh institusi (Listyani, 2003). 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 .

H<sub>1</sub> : Kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

### **Kepemilikan Institusional dan Kebijakan Hutang**

Kepemilikan institusional didefinisikan sebagai sejumlah proporsi saham yang dimiliki oleh institusi (Listyani, 2003). Kepemilikan institusional merupakan pihak yang melakukan kegiatan monitoring secara efektif, sebab kepemilikan institusional terfokus kepada proporsi kepemilikan saham yang dimiliki institusi pada suatu perusahaan (Karinaputri, 2012). Penggunaan hutang oleh manajer yang terlalu tinggi akan mendekati 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 .

H<sub>2</sub> :Kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap kebijakan utang perusahaan .

### **Free Cash Flow dan Kebijakan Hutang**

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 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, melauai *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) .

H<sub>3</sub> : Aliran kas bebas berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang .

### **Investment Opportunity Set dan Kebijakan Hutang**

*Investment opportunity set* adalah kombinasi antara *assets in place* (aktiva riil yang dimiliki) dengan pilihan investasi dimasa mendatang dengan *net present value positif* (Myers ,1977). *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).

H<sub>4</sub> : *Investment opportunity set* berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang.

### **Investment Opportunity Set dan Nilai Perusahaan**

*Investment opportunity set* adalah kombinasi antara *assets in place* (aktiva riil yang dimiliki) dengan pilihan investasi dimasa mendatang dengan *net present value positif* (Wijaya, 2010). 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).

H<sub>5</sub> : *Investment opportunity set* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan .

### **Kebijakan Hutang dan Nilai Perusahaan**

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).

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 berselebihan maka akan meningkatkan biaya beban bunga yang harus ditanggung oleh perusahaan dan penggunaan hutang akan mendekati 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) .

H<sub>6</sub> : Kebijakan hutang berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan .

### **Pengaruh Kepemilikan Institusional dan 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).

H<sub>7</sub> : Kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan hutang.

### Pengaruh Investment Opportunity Set dan Nilai Perusahaan melalui Kebijakan Hutang.

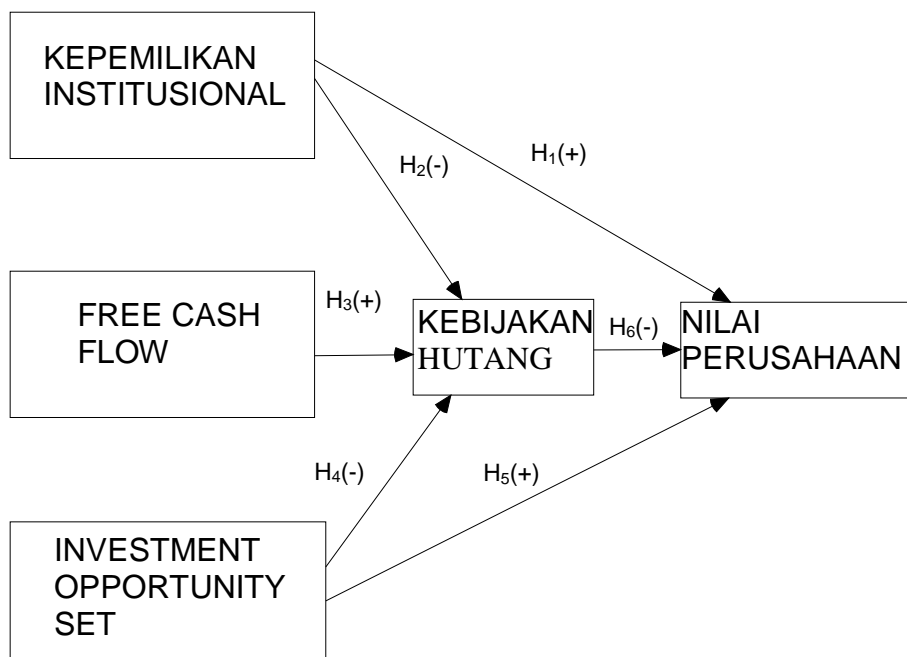
Keputusan pemanfaatan *investment opportunity set* pada suatu perusahaan merupakan kebijakan dari pihak manajemen. Pemanfaatan kesempatan investasi perusahaan mampu menunjukkan prospek perusahaan dimasa depan, dimana keuntungan perusahaan akan meningkat sebagai hasil dari kegiatan investasi perusahaan 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).

H<sub>8</sub> : *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 1  
Kerangka Pemikiran Teoritis



Sumber : Pakaryaningsih (2008), Sujoko dan Soebiantoro (2007),Indahningrum dan Ratih (2009),Fury dan Dina (2011), Hasnawati (2005), Mulianti (2010), Rahmawati (2012), Wijaya dan Anas (2010) dikembangkan untuk penelitian ini,2012.



## METODE PENELITIAN

### 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.

Untuk kepentingan penelitian ini sampel yang digunakan adalah 103 perusahaan dengan periode laporan keuangan selama empat tahun, total keseluruhan data yang dijadikan sampel adalah 412.

### Pengukuran Variabel

Pengukuran operasional variabel dari penelitian ini adalah :

1. Kepemilikan Institusional (Institusional Ownership)

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 :

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

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 :

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

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

Persamaan regresi dapat dirumuskan sebagai berikut (Ghozali, 2007: 150) :

$$Y_1 = +\beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \varepsilon_1 \dots\dots(1)$$

$$Y_2 = +\beta_4 X_1 + \beta_5 X_3 + \beta_6 Y_1 + \varepsilon_2 \dots\dots(2)$$

Keterangan

$Y_2$  = Nilai perusahaan

$Y_1$  = Kebijakan hutang

$X_1$  = Kepemilikan institusional

$X_2$  = *Free Cash Flow*

$X_3$  = Set Kesempatan Investasi

= Konstanta

$B_{1-6}$  = koefisien regresi *standarized*

$\varepsilon_{1-2}$  = Error of term atau variabel pengganggu

## HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

### *Analisis Full Model-Structural Equation Model*

Analisis hasil pengolahan data pada tahap *full model* SEM dilakukan dengan melakukan uji kesesuaian dan uji statistic. Uji terhadap kelayakan model menunjukkan bahwa model ini sesuai dengan data atau fit terhadap data yang digunakan dalam penelitian adalah seperti terlihat pada tabel berikut ini :

Berdasarkan pada hasil pengolahan data terlihat bahwa semua konstruk yang digunakan untuk membentuk sebuah model penelitian, pada proses analisis full model SEM telah memenuhi kriteria *goodness of fit* yang telah ditetapkan. Nilai *probability* pada analisis ini menunjukkan nilai 0,529 di atas batas signifikansi ( $p > 0.05$ ). Nilai ini menunjukkan tidak ada perbedaan antara matriks kovarian prediksi dengan matriks kovarian yang diestimasi. Ukuran *goodness of fit* lain menunjukkan pada kondisi yang baik yaitu nilai RMSEA lebih kecil dari 0,08 sebesar 0,000, nilai GFI lebih besar dari 0,90 yaitu sebesar 0,99, nilai TLI lebih besar dari 0,90 yaitu sebesar 1,086, nilai CFI lebih besar dari 0,90 yaitu sebesar 1,00, dan nilai CMIN/DF lebih kecil dari 2,00 yaitu sebesar 0,396. Dari keseluruhan uji *goodness of fit* data, semua asumsi terpenuhi menunjukkan secara keseluruhan model baik dan dapat dilanjutkan untuk analisis berikutnya.

### **Asumsi SEM**

#### **Evaluasi Normalitas Data**

Asumsi normalitas data diuji dengan melihat nilai *skewness* dan *kurtosis* dari data yang digunakan. Apabila nilai CR pada *skewness* maupun *kurtosis* data berada pada rentang antara  $\pm 2.58$ , maka data masih dapat dinyatakan berdistribusi normal pada tingkat signifikansi 0.01. Hasil pengujian normalitas data menunjukkan bahwa nilai C.R untuk *kurtosis* secara multivariate yang tidak berada di luar rentang  $\pm 2.58$  yaitu sebesar 1,416. Dengan demikian maka data penelitian yang digunakan memenuhi persyaratan normalitas data.

#### **Univariate Outliers**

Menurut Ferdinand (2006) batas tidak adanya outlier untuk sampel besar di atas 80 apabila nilai Z berada pada rentang antara -3 dan +3, apabila di luar rentang tersebut maka akan dikategorikan sebagai outlier jadi harus dikeluarkan dari model SEM. Hasil pengolahan data untuk pengujian ada tidaknya outlier dengan nilai z score Y minimum -2,04 maksimum 2,23, z score  $X_4$  minimum -2,22 maksimum 1,88, z score  $X_1$  minimum -2,41 maksimum 1,68, z score  $X_2$  minimum -2,59 maksimum 2,09, z score  $X_3$  minimum -2,90 maksimum 1,52. Sebaran data untuk setiap *observed variable* menunjukkan tidak terindikasi outlier. Hal ini ditunjukkan dengan nilai Z dari data penelitian yang nilainya berada pada rentang  $\pm 3.00$ .

#### **Multivariate Outliers**

Evaluasi terhadap *multivariate outliers* dilakukan dengan mengevaluasi nilai jarak Mahalanobis (*Mahalanobis Distance*) untuk tiap-tiap observasi (Hair, et al 1995 dalam Ferdinand, 2006). Nilai-nilai tersebut jika dibandingkan dengan nilai *chi-square* pada derajat bebas sebesar 7 pada tingkat  $p < 0,001$  adalah 24,2313 dan nilai p tidak ada yang kurang dari 0,001. Dari hasil pengolahan data dapat diketahui bahwa jarak mahalanobis maksimal 23,409 (terlampir pada hasil output amos). Jadi dalam analisis ini tidak ditemukan adanya *outlier* secara multivariate.

#### **Evaluasi atas Multicollinearity dan Singularity**

Pengujian data selanjutnya adalah untuk melihat apakah terdapat multikolinearitas dan singularitas dalam sebuah kombinasi variabel. Indikasi adanya multikolinearitas dan singularitas dapat diketahui melalui nilai determinan matrik kovarians hasil dari komputasi AMOS, apabila nilainya sangat jauh lebih kecil dari nol (0). Dari hasil pengolahan AMOS didapatkan adalah 0,32 oleh karena itu dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat multikolinearitas atau singularitas, karena itu data ini layak untuk digunakan.

#### **Evaluasi atas Nilai Residual**

Setelah model diestimasi, residualnya haruslah kecil atau mendekati nol dan distribusi frekuensi dari kovarian residual harus bersifat simetrik. Jika suatu model



memiliki nilai kovarians residual yang tinggi maka, maka sebuah modifikasi perlu dipertimbangkan dengan catatan ada landasan teoritisnya. Bila ditemukan bahwa nilai residual yang dihasilkan oleh model itu cukup besar ( $> \pm 2.58$ ) (Hair dalam Ghazali, 2007). Data standardized residual covariances yang diolah dengan program AMOS dapat dilihat dalam tabel . Berdasarkan tabel diperoleh nilai residual dalam matrik tidak ada nilai yang berada di luar rentang antara -2,58 sampai dengan +2,58, menunjukkan bahwa model semakin tepat karena mempunyai residual yang kecil.

**Tabel 1**  
*Standardized Residual Covariances*

	X1	X2	X3	X4	Y
X1	,000				
X2	,000	,000			
X3	,000	,000	,000		
X4	,000	,000	,000	,000	
NY	,000	,498	,000	,000	,000

Sumber : data yang diolah, 2013

### Pengujian Hipotesis

Hasil analisis SEM sebagai langkah pengujian hipotesis adalah sebagai berikut:

**Tabel 2**  
**Uji Hipotesis**

	Estimate	S.E.	C.R.	P	Label
X4 <--- X3	-,130	,036	-3,626	***	par_1
X4 <--- X2	,253	,041	6,235	***	par_7
X4 <--- X1	-,673	,337	-2,000	,046	par_8
Y <--- X4	-,143	,051	-2,789	,005	par_5
Y <--- X3	,063	,025	2,562	,010	par_6
Y <--- X1	,450	,225	2,001	,045	par_9

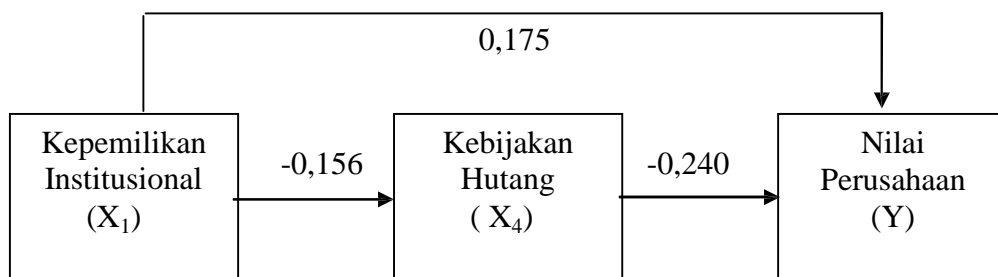
Sumber : data sekunder yang diolah, 2013

Berdasarkan kepada tabel uji hipotesis dapat diketahui bahwa parameter estimasi pengaruh kepemilikan institusional ( $X_1$ ) terhadap PBV (Y), diperoleh sebesar 0,450. Pengujian hubungan kedua variabel tersebut menunjukkan nilai C.R sebesar 2,001 lebih besar dari  $\pm 1,96$  dan probabilitas = 0,045 ( $p < 0,05$ ). Pengaruh kepemilikan institusional ( $X_1$ ) terhadap DER ( $X_4$ ), diperoleh sebesar -0,673. Pengujian hubungan kedua variabel tersebut menunjukkan nilai C.R (*Critical Ratio*) atau t hitung sebesar -2,000 lebih besar dari  $\pm 1,96$  dan probabilitas sebesar 0,046 ( $p < 0,05$ ). Pengaruh *Free cash flow* (X2) terhadap DER ( $X_4$ ), diperoleh sebesar 0,235. Pengujian hubungan kedua variabel tersebut menunjukkan nilai C.R sebesar 6,235 lebih besar dari  $\pm 1,96$  dan probabilitas = 0,005 ( $p = 0,05$ ). Pengaruh *Investment opportunity set* ( $X_3$ ) terhadap DER ( $X_4$ ), diperoleh sebesar -0,130. Pengujian hubungan kedua variabel tersebut menunjukkan nilai C.R sebesar -3,626 lebih besar dari  $\pm 1,96$  dan probabilitas = 0,05 ( $p = 0,05$ ). Pengaruh *Investment opportunity set* ( $X_3$ ) terhadap nilai perusahaan (Y), diperoleh sebesar 0,063. Pengujian hubungan kedua variabel tersebut menunjukkan nilai C.R sebesar 2,562 lebih besar dari  $\pm 1,96$  dan probabilitas = 0,010 ( $p < 0,05$ ). Pengaruh kebijakan hutang ( $X_4$ ) terhadap nilai perusahaan (Y), diperoleh sebesar -0,143. Pengujian hubungan kedua variabel tersebut menunjukkan nilai C.R sebesar -2,789 lebih besar dari  $\pm 1,96$  dan probabilitas = 0,005 ( $p < 0,05$ ).

### Analisis Pengaruh Langsung dan Tidak Langsung Variabel Eksogen Terhadap Variabel Endogen

Diketahui bahwa kepemilikan institusional ( $X_1$ ) berpengaruh langsung terhadap nilai perusahaan ( $Y$ ) dengan koefisien sebesar 0,175. Kepemilikan institusional ( $X_1$ ) berpengaruh tidak langsung terhadap nilai perusahaan ( $Y$ ) melalui DER ( $X_4$ ) sebesar 0,037 yang merupakan perkalian antara -0,156 dengan -0,240. Koefisien pengaruh langsung lebih besar daripada pengaruh tidak langsung. Maka kebijakan hutang tidak mampu dijadikan sebagai variabel intervening antara kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan.

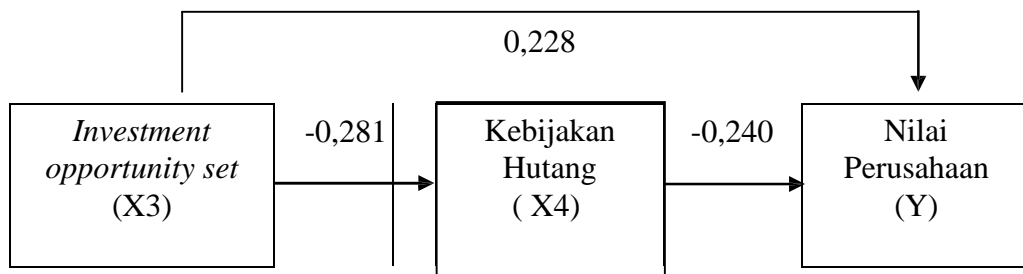
**Gambar 2**  
**Model Analisis Jalur Pengaruh Langsung Kepemilikan Institusional terhadap Nilai Perusahaan dan Pengaruh Tidak Langsung Kepemilikan Institusional terhadap Nilai Perusahaan melalui Kebijakan Hutang**



Sumber : Pengolahan data,2013

*Investment opportunity set* ( $X_3$ ) berpengaruh langsung terhadap nilai perusahaan ( $Y$ ) dengan koefisien sebesar 0,153 , dan *Investment opportunity set* ( $X_3$ ) berpengaruh tidak langsung terhadap nilai perusahaan ( $Y$ ) melalui kebijakan hutang ( $X_4$ ) dengan koefisien sebesar 0,0674 yang merupakan perkalian antara -0,281 dan -0,240. Koefisien pengaruh langsung lebih besar daripada pengaruh tidak langsung.Maka kebijakan hutang tidak mampu dijadikan sebagai variabel intervening antara *investment opportunity set* terhadap nilai perusahaan.

**Gambar 3**  
**Model Analisis Jalur Pengaruh Langsung *Investment Opportunity Set* terhadap Nilai Perusahaan dan Pengaruh Tidak Langsung *Investment Opportunity Set* terhadap Nilai Perusahaan melalui Kebijakan Hutang**



Sumber: Pengolahan data,2013

Hasil pengujian hipotesis 1 ( $H_1$ ) menunjukkan bahwa kepemilikan institusional terbukti mempunyai pengaruh yang positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan pada perusahaan non keuangan yang terdaftar di BEI selama periode tahun 2008 sampai 2011. Hasil penelitian ini mendukung hasil penelitian yang dilakukan oleh Elok Pakaryaningsih (2008).

Hasil ini menunjukkan bahwa perusahaan dengan kepemilikan institusional yang besar akan mampu meningkatkan nilai perusahaan. Kepemilikan institusional merupakan alat pengawasan yang efektif untuk manajer, manajer akan bekerja lebih efisien dan hati-hati. Kinerja manajemen yang efisien dan efektif akan meningkatkan kinerja perusahaan menjadi lebih baik sehingga mampu meningkatkan nilai perusahaan, semakin meningkat kepemilikan institusional akan semakin meningkat pula nilai perusahaan.

Hasil pengujian hipotesis 2 ( $H_2$ ) menunjukkan bahwa kepemilikan institusional terbukti mempunyai pengaruh yang negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang pada perusahaan non keuangan yang terdaftar di BEI selama periode tahun 2008 sampai 2011. Hasil penelitian ini mendukung oleh hasil penelitian yang dilakukan oleh Fury dan Dina (2011) dan Sujoko dan Subiantoro (2007).

Hasil ini menunjukkan bahwa kepemilikan institusional mampu menurunkan penggunaan hutang perusahaan. Kepemilikan institusional merupakan alat monitoring yang efektif bagi kinerja manajer, terdapat kecenderungan bahwa manajer akan mendahulukan kepentingan pribadi dibandingkan dengan kepentingan pemegang saham. Kepemilikan institusional memiliki peranan untuk dapat meminimumkan 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.

Berdasarkan kepada gambar dapat diketahui bahwa terdapat pengaruh langsung kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan memiliki nilai yang lebih besar dibandingkan dengan pengaruh tidak langsung kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan hutang sebagai variabel intervening, hasil penelitian ini tidak sesuai dengan penelitian Rahmawati (2012) yang menunjukkan bahwa kebijakan hutang dapat dijadikan sebagai variabel intervening antara kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh Wardani dan Sri (2011). Hal ini disebabkan karena kepemilikan institusional yang tinggi mampu meningkatkan pengawasan pada kinerja manajer, kinerja manajer yang membaik dapat meningkatkan nilai perusahaan. Kepemilikan institusional mampu menurunkan penggunaan hutang, namun terdapat resiko dari penggunaan hutang seperti mendekati perusahaan pada resiko kebangkrutan sehingga pengaruh tidak langsung dari kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan hutang tidak memberikan pengaruh yang lebih besar dibandingkan dengan pengaruh langsung sehingga hipotesis 7 ditolak.

Hasil pengujian hipotesis 3 ( $H_3$ ) menunjukkan bahwa *free cash flow* memberikan pengaruh yang positif terhadap kebijakan hutang pada perusahaan non keuangan yang terdaftar di BEI pada periode tahun 2008 – 2011. Hasil pembuktian hipotesis memperkuat dengan hasil penelitian yang dilakukan Indahningrum dan Ratih (2009) dan Syafi'i (2011). Hasil menunjukkan bahwa *free cash flow* yang tinggi mengakibatkan meningkatnya penggunaan hutang. *Free cash flow* merupakan hak dari pemegang saham akan tetapi penggunaan *free cash flow* merupakan kebijakan dari pihak manajer. *Free cash flow* dapat memicu terjadinya konflik kepentingan antara pemegang saham dengan manajer atau yang disebut juga sebagai konflik keagenan. *Free cash flow* yang tinggi akan memicu perusahaan untuk menggunakan hutang yang lebih tinggi dengan tujuan untuk mengimbangi biaya keagenan yang terdiri dari biaya pengawasan, biaya penjaminan, dana kerugian residual yang ditimbulkan karena konflik antara manajer dengan pemegang saham.

Hasil pengujian hipotesis 4 ( $H_4$ ) menunjukkan bahwa *investment opportunity set* terbukti mempunyai pengaruh yang negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang pada perusahaan non keuangan yang terdaftar di BEI periode tahun 2008 – 2011. Hasil pembuktian hipotesis ini diperkuat dengan hasil penelitian yang telah dilakukan oleh Fury dan Dina (2011).

Hasil penelitian menunjukkan bahwa semakin meningkatnya *investment opportunity set* akan menurunkan penggunaan hutang perusahaan. Hasil penemuan sesuai dengan *teory pecking*

oder dimana perusahaan akan cenderung menggunakan alternatif pendanaan internal guna melakukan pembiayaan kegiatan investasi. 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, kesempatan investasi yang tinggi cenderung menggunakan pendanaan internal sebagai alternatif pendanaan sehingga hutang akan menurun.

Hasil pengujian hipotesis 5 ( $H_5$ ) menunjukkan bahwa *investment opportunity set* terbukti mempunyai pengaruh yang positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan pada perusahaan non keuangan yang terdaftar di BEI periode tahun 2008-2011. Hasil pembuktian hipotesis ini memperkuat hasil penelitian yang telah dilakukan oleh Sri Hasnawati (2005), Wijaya dan Anas (2010), dan Zulkarnain (2009).

Hasil menunjukkan bahwa perusahaan dengan *investment opportunity set* yang tinggi dapat meningkatkan nilai perusahaan. Kesempatan investasi merupakan kesempatan bagi manajer untuk meningkatkan pertumbuhan perusahaan, berdasarkan pada teori sinyal, pengeluaran modal perusahaan tampak sangat penting dalam upaya meningkatkan nilai perusahaan karena jenis investasi memberikan sinyal positif pertumbuhan dan pendapatan perusahaan sehingga meningkatkan harga saham sebagai indikator nilai perusahaan.

Dapat diketahui bahwa terdapat pengaruh langsung *investment opportunity set* terhadap nilai perusahaan memiliki nilai yang lebih besar dibandingkan dengan pengaruh tidak langsung *investment opportunity set* terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan hutang sebagai variabel intervening, hal ini menunjukkan bahwa hipotesis 8 ditolak. *Investment opportunity set* yang tinggi mampu meningkatkan nilai perusahaan, sebab penggunaan modal perusahaan sangat penting untuk meningkatkan nilai perusahaan, jenis investasi tersebut mampu menunjukkan sinyal tentang pertumbuhan pendapatan perusahaan dimasa yang akan datang dan mampu meningkatkan nilai perusahaan. Sedangkan penggunaan *set kesempatan investasi* mampu menurunkan penggunaan hutang perusahaan akan tetapi tidak mampu memberikan pengaruh yang besar terhadap peningkatan nilai perusahaan sebab mampu mendekatkan perusahaan kepada resiko kebangkrutan.

Hasil pengujian hipotesis 6 ( $H_6$ ) menunjukkan bahwa kebijakan hutang berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan. Hasil pembuktian hipotesis ini memperkuat hasil penelitian yang telah dilakukan oleh Muliarti (2010). Berdasarkan hasil penelitian tampak bahwa kebijakan perusahaan mampu menurunkan nilai perusahaan. *Trade off theory* menyatakan bahwa penggunaan hutang mampu memberikan keuntungan berupa pengurangan beban pajak, akan tetapi sampai pada titik optimal, keuntungan dari penggunaan hutang akan menurunkan nilai perusahaan. Penggunaan hutang mampu mendekatkan perusahaan terhadap resiko kebangkrutan yang berkaitan dengan ketidakmampuan perusahaan dalam membayar bunga dan pengembalian hutang. Semakin besar penggunaan hutang maka nilai perusahaan akan menurun.

## KESIMPULAN DAN KETERBATASAN

Berdasarkan kepada penelitian maka dapat diperoleh simpulan bahwa kepemilikan institusional memiliki pengaruh yang positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan sehingga hipotesis 1 diterima. Kepemilikan institusional memiliki pengaruh yang negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang sehingga hipotesis 2 diterima. *Free cash flow* memiliki pengaruh yang positif dan signifikan terhadap kebijakan hutang sehingga hipotesis 3 diterima. *Investment opportunity set* memiliki pengaruh yang negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang sehingga hipotesis 4 diterima. *Investment opportunity set* memiliki pengaruh yang positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan sehingga hipotesis 5 diterima. Kebijakan hutang memiliki pengaruh yang negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan sehingga hipotesis 6 diterima. Kepemilikan

institusional ( $X_1$ ) berpengaruh langsung terhadap nilai perusahaan ( $Y$ ) sebesar 0,175 dan kepemilikan institusional ( $X_1$ ) berpengaruh terhadap nilai perusahaan ( $Y$ ) melalui DER ( $X_4$ ) sebesar 0,037 koefisien pengaruh langsung lebih besar daripada pengaruh tidak langsung sehingga hipotesis 7 ditolak. *Investment opportunity set* ( $X_3$ ) berpengaruh langsung terhadap nilai perusahaan ( $Y$ ) sebesar 0,153, dan *Investment opportunity set* ( $X_3$ ) berpengaruh terhadap nilai perusahaan ( $Y$ ) melalui kebijakan hutang ( $X_4$ ) sebesar 0,0674. Koefisien pengaruh langsung lebih besar daripada pengaruh tidak langsung sehingga hipotesis 8 ditolak.

Hasil penelitian bahwa kepemilikan institusional terbukti mempunyai pengaruh yang positif dan signifikan terhadap nilai. Hasil penelitian ini mendukung oleh hasil penelitian yang dilakukan oleh Elok Pakaryaningsih (2008). Kepemilikan institusional terbukti mempunyai pengaruh yang negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang. Hasil penelitian ini mendukung oleh hasil penelitian yang dilakukan oleh Fury dan Dina (2011) dan Sujoko dan Subiantoro (2007). Pengaruh langsung kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan memiliki nilai yang lebih besar dibandingkan dengan pengaruh tidak langsung kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan hutang sebagai variabel intervening, hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Wardani dan Sri (2011).

*Free cash flow* memberikan pengaruh yang positif terhadap kebijakan hutang pada perusahaan. Hasil pembuktian hipotesis memperkuat dengan hasil penelitian yang dilakukan Indahningrum dan Ratih (2009) dan Syafi'i (2011). *Investment opportunity set* terbukti mempunyai pengaruh yang negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang. Hasil pembuktian hipotesis ini memperkuat dengan hasil penelitian yang telah dilakukan oleh Fury dan Dina (2011). *Investment opportunity set* terbukti mempunyai pengaruh yang positif dan signifikan terhadap nilai. Hasil pembuktian hipotesis ini memperkuat dengan hasil penelitian yang telah dilakukan oleh Sri Hasnawati (2005), Wijaya dan Anas (2010), dan Zulkarnain (2009). Dapat diketahui bahwa terdapat pengaruh langsung *investment opportunity set* terhadap nilai perusahaan memiliki nilai yang lebih besar dibandingkan dengan pengaruh tidak langsung *investment opportunity set* terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan hutang sebagai variabel intervening, sesuai dengan penelitian Wijaya dan Anas (2010). Kebijakan hutang berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan. Hasil pembuktian hipotesis ini memperkuat dengan hasil penelitian yang telah dilakukan oleh Mulianti (2010).

Berdasarkan pada hasil penelitian melalui *squared multiple correlation* diketahui bahwa kebijakan hutang ( $X_4$ ) dipengaruhi oleh kepemilikan institusional ( $X_1$ ), *Free cash flow* ( $X_2$ ), *Investment opportunity set* ( $X_3$ ) sebesar 30,8% dan sisanya sebesar 69,2% dipengaruhi oleh faktor lain. Kemudian nilai perusahaan ( $Y$ ) dipengaruhi oleh kepemilikan institusional ( $X_1$ ), *Investment opportunity set* ( $X_3$ ) dan kebijakan hutang ( $X_4$ ) sebesar 15,4% dan sisanya sebesar 84,6% dipengaruhi oleh faktor lain.

Bagi investor proporsi kepemilikan institusional dapat dijadikan sebagai bahan pertimbangan sebab berdasarkan kepada hasil penelitian menunjukkan bahwa kepemilikan institusional memiliki pengaruh yang dominan terhadap nilai perusahaan sebab mampu meningkatkan nilai perusahaan melalui pengawasan yang dilakukan pemilik institusional terhadap kinerja manajemen. Bagi perusahaan harus dapat mengendalikan penggunaan hutang perusahaan agar tidak memperbesar resiko kebangkrutan yang dapat berpengaruh pada menurunnya nilai perusahaan karena kebijakan hutang memiliki pengaruh yang negatif signifikan terhadap nilai perusahaan. Kesempatan investasi memberikan pengaruh yang positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan maka perusahaan dapat mencari dan memanfaatkan peluang investasi guna pertumbuhan pendapatan perusahaan dimasa yang akan datang sehingga nilai perusahaan dapat meningkat.



**REFERENSI**

- Ang, Robert. 1997. *Buku Pintar Pasar Modal Indonesia*. Mediasoft Indonesia: Jakarta
- Arieska , Metha dan Barbara Gunawan . *Pengaruh Aliran Kas Bebas dan Keputusan Pendanaan Terhadap Nilai Pemegang Saham Dengan Set Kesempatan Investasi dan Deviden Sebagai Variabel Moderasi* . Jurnal Akuntansi dan Keuangan Vol.18 No.1,Mei 2011,18-23 .
- Atmaja, Lukas Setia. 2002. *Manajemen Keuangan*. Yogyakarta: Andi.
- Bearly , Richard A. ,dkk.2008.*Dasar – Dasar Manajemen Keuangan : Jilid 2*.Jakarta:Erlangga.
- Brigham dan Huston . 2011.*Dasar – Dasar Manajemen Keuangan : Buku 2*. Jakarta:Salemba Empat.
- Dewi, Sisca Christianty. *Pengaruh Kepemilikan Manajerial , Kepemilikan Institusional ,Kebijakan Hutang , Profitabilitas dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Deviden* . Jurnal Bisnis dan Akuntansi . Vol.10,No.1 .April 2008 , 47-58 .
- Ferdinand, Augusty. 2006.*Structural Equation Modeling dalam Penelitian Manajemen*. Semarang:Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Fitriyah , Fury K. dan Dina Hidayat . *Pengaruh Keputusan Institusional , Set Kesempatan Investasi , dan Arus Kas Terhadap Utang* . Jurnal Media Riset Akuntansi Vol.1 No.1 Februari 2011 , 31-39 .
- Ghozali , Imam . 2007. *Model Permasalahan Struktural Konsep dan Aplikasi dengan Program Amos 16.0* .Semarang:Badan Penerbit Universitas Diponegoro .
- Hasnawati , Sri . *Dampak Set Peluang Investasi Terhadap Nilai Perusahaan Publik di Bursa Efek Jakarta* . Jurnal JAAI Vol.9 No.2 , Desember 2005 : 117 – 128.
- Indahningrum , Rizka Putri dan Ratih Handayani . *Pengaruh Kepemilikan Manajerial , Kepemilikan Institusional , Deviden , Pertumbuhan Perusahaan , Free Cash Flow dan Profitabilitas Terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan* . Jurnal Bisnis dan Akuntansi Vol. 11 No.3 Desember 2009,189-207 .
- Jensen, M. C. (1986). *Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeover*. American Economics Review,76, 323-329.
- Kallapur, S., & Trombley, M. A. (1999). *The Association Between Investment OpportunitySet Proxies and Realized Growth* . Journal of Business Finance and Accounting.
- Karinaputri , Nanda .2012. *Analisis Pengaruh Kepemilikan Institusional , Kebijakan Deviden , Profitabilitas dan Pertumbuhan Perusahaan Terhadap Kebijakan Hutang* . Skripsi : Universitas Diponegoro .
- Listyani, Theresiana Tyas.2003.*Kepemilikan Manajerial, Kebijakan Hutang, dan Pengaruhnya terhadap Kepemilikan Institusional ( Studi pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Jakarta)*.Jurnal Maksi , Vol.3,Agustus,Hlm98-114.
- Mamduh. 2004. *Manajemen Keuangan Edisi 1*. Bpfe : Yogyakarta
- Mulianti , Fitri Mega .2010. *Analisa Faktor – Faktor Yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang Dan Pengaruhnya Terhadap Nilai Perusahaan* . Tesis : Universitas Diponegoro .
- Pakaryaningsih , Elok . *Peranan Kepemilikan Institusional Terhadap Nilai Perusahaan Dalam Tinjauan Hubungan Non Linear* . Benefit Jurnal Manajemen dan Bisnis Volume 12 No.2 Desember 2008 , 128 – 137 .
- Rahmawati , Apriliana Nuzul .2012 . *Analisa Faktor Kebijakan Hutang Yang Mempengaruhi Nilai Perusahaan* . Skripsi : Universitas Diponegoro .
- Salvatore, Dominick. 2005. *Ekonomi Manajerial dalam Perekonomian Global*. Salemba Empat:Jakarta.
- Sartono,Agus.2001.*Manajemen Keuangan Terori dan Aplikasi*.Penerbit : BPFE-Yogyakarta.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1986). *Large shareholders and corporate control*. Journal of Political Economy 94, 461–488.





- Sujoko dan Ugy Soebiantoro . *Pengaruh Struktur Kepemilikan Saham , Leverage , Faktor Intern dan Faktor Ekstern Terhadap Nilai Perusahaan .* Jurnal Manajemn dan Kewirausahaan . Vol.9 No.1 Maret 2007 , 41-45 .
- Syafi'I Iman . *Manajerial Ownership , Free Cash Flow dan Growth Opportunity Terhadap Kebijakan Hutang .*Media Mahardika Vol.1 No.1 September 2011, 1-21.
- Wachowicz., John M.,JR dkk.2005.*Prinsip-Prinsip Manajemen Keuangan Jilid:1.*Jakarta : Salemba Empat.
- Wahidahwati. (2001). *Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Institusional terhadap Kebijakan Utang Perusahaaan: Sebuah Perspektif Teori Agensi.* Jurnal Riset Akuntansi Indonesia. Vol. 5, No.1, Januari 2002, 1-16.
- Wardani, Dewi Kusuma dan Sri Hermuningsih.*Pengaruh Struktur Kepemilikan Terhadap Nilai Perusahaan dengan Kinerja Keuangan dan Kebijakan Hutang Sebagai Variabel Intervening.*Siasat Bisnis Vol.15 No.1 Januari 2011, 27-36.
- Wijaya , Lihan Rini Puspo dan Anas Wibawa . 2010.*Pengaruh Keputusan Investasi , Keputusan Pendanaan dan Kebijakan Deviden Terhadap Nilai Perusahaan .* Jurnal Simposium Nasional Akuntasni XIII :Purwokerto .
- Zulkarnain . *Analisis Pengaruh Set Kesempatan Investasi Terhadap Hubungan Antara Aliran Kas Bebas dan Nilai Pemegang Saham .* Jurnal Bisnis dan Manajemen Vol.6 No.1 September 2009 , 1-12 .