

PENGARUH KEBIJAKAN HUTANG TERHADAP NILAI PERUSAHAAN

MUHYARSYAH

(Fakultas Ekonomi Universitas Muhammadiyah Sumatera Utara)

ABSTRACT

This Study investigated the influences of debt to the firm value. Furthermore, this study investigated the effect of the insider ownership, firm size and profitability to the firm value too. Using purposive sampling, this study involves the 95 sample size and those data have met normality test. The analysis of data use the structural equation modeling (SEM). The Result shows that debt policy had positif effect and not significant to the firm value. Insider ownership, firm size and profitability had positive and significant effect to firm value.

PENDAHULUAN

Semakin tinggi harga saham semakin tinggi nilai perusahaan. Nilai perusahaan yang tinggi menjadi keinginan para pemilik perusahaan, sebab dengan nilai yang tinggi menunjukkan kemakmuran pemegang saham juga tinggi. Untuk mencapai nilai perusahaan umumnya para pemodal menyerahkan pengelolaannya kepada para profesional. Para profesional diposisikan sebagai manajer ataupun komisaris. Ketika penyerahan manajemen terjadi maka konflik kepentingan mulai terjadi. Mengapa demikian?. Para manajer dan komisaris dapat berkutat untuk memakmurkan diri sendiri misalnya dengan melakukan ekspansi dengan harapan dapat meningkatkan status maupun gaji, meminta fasilitas yang lebih dan kemungkinan membuat keputusan yang penuh risiko misalnya dengan menciptakan hutang yang tinggi untuk meningkatkan nilai perusahaan. Perilaku seperti ini tidak disukai oleh pemilik.

Hutang adalah instrumen yang sangat sensitive terhadap perubahan nilai perusahaan. Nilai perusahaan ditentukan oleh struktur modal (Mogdiliani & Miller dalam Brigham, 1999). Semakin tinggi proporsi hutang maka semakin tinggi harga saham, namun pada titik tertentu peningkatan hutang akan menurunkan nilai

perusahaan karena manfaat yang diperoleh dari penggunaan hutang lebih kecil daripada biaya yang ditimbulkannya. Para pemilik perusahaan lebih suka perusahaan menciptakan hutang pada tingkat tertentu untuk menaikkan nilai perusahaan. Agar harapan pemilik dapat dicapai, Perilaku manajer dan komisaris harus dapat dikendalikan melalui keikutsertaan dalam kepemilikan saham perusahaan. Dengan demikian perimbangan kepemilikan dapat menciptakan kehati-hatian para insider dalam mengelola perusahaan. Kebangkrutan perusahaan bukan hanya menjadi tanggungan pemilik utama, namun juga para insider ikut menanggungnya. Konsekuensinya para insider akan bertindak hati-hati termasuk dalam menentukan hutang perusahaan. Oleh karena itu kepemilikan oleh para manajer menjadi pertimbangan penting ketika hendak meningkatkan nilai perusahaan.

Kebijakan hutang bisa digunakan untuk menciptakan nilai perusahaan yang diinginkan, namun kebijakan hutang juga tergantung dari ukuran perusahaan. Artinya perusahaan yang besar relatif lebih mudah untuk akses ke pasar modal. Kemudahan ini mengindikasikan bahwa perusahaan besar relatif mudah memenuhi sumber dana dari hutang melalui pasar modal. Oleh karena itu mengkaitkan *Firm size* dengan hutang dan nilai perusahaan menjadi relevan.

Kebijakan hutang dan ukuran perusahaan yang relatif besar perlu didukung oleh kemampuan perusahaan memperoleh laba. Para investor menanamkan saham pada perusahaan adalah untuk mendapatkan return. Return saham terdiri dari *yield* dan *capital gain*. Semakin tinggi kemampuan memperoleh laba, maka semakin besar return yang diharapkan oleh investor. Oleh karena itu perusahaan yang memiliki profitabilitas tinggi akan diminati sahamnya oleh para investor. Dengan demikian profitabilitas dapat mempengaruhi nilai perusahaan.

Tingkat profitabilitas yang tinggi ini didukung oleh peningkatan kepemilikan oleh insider. Kepemilikan insider dapat ditangkap sebagai informasi penting mengenai proyek-proyek yang dikerjakan perusahaan. Semakin besar kepemilikan oleh *insider* sebagai sumber informasi yang dapat meningkatkan nilai perusahaan.

Riset-riset yang terkait dengan beberapa variable diatas telah dilakukan antara lain oleh Jensen. Penelitian Jensen, et al (1992) menguji determinan-determinan dari perbedaan *cross sectional* dalam *insider ownership*, *debt* dan *dividend* menunjukkan bahwa keputusan finansial dan tingkat *insider ownership* adalah interdependensi. Secara khusus bahwa *insider ownership* mempunyai hubungan negatif dengan tingkat *debt* dan *dividend*.. Disamping itu Fried and Lang (1988) melakukan penelitian yang berkaitan dengan hubungan antara kepentingan manajer terhadap struktur modal. Hasilnya adalah bahwa *insider ownership* berpengaruh negatif terhadap kebijakan *debt*. Keadaan ini dapat dilihat pada perusahaan tertutup. Sedangkan Crutchney and Hansen (1989) melakukan penelitian dalam konteks keagenan yang berdasarkan tiga keputusan yaitu *ownership*, kebijakan hutang dan dividen. Kesimpulannya adalah bahwa kebijakan dividen dipengaruhi oleh *diversification loss*, *standart deviation of return*, *firm size*, *non debt tax shield* dan *advertising, research & development*. Hansen dan Crutchney mengatakan kelima karakteristik itu juga mempengaruhi secara signifikan terhadap *insider ownership*, kebijakan hutang dan kebijakan dividen dalam mengurangi *agency problem*. Dari penelitian ini memberikan gambaran bahwa perusahaan dapat mengkombinasikan *insider ownership*, kebijakan hutang guna meminimalkan *agency cost*. Dukungan terhadap hasil penelitian ini dilakukan oleh Jensen, et al (1992) yang melakukan penelitian tentang hubungan antara *insider ownership*, kebijakan hutang dan kebijakan dividen dengan menggunakan analisa least square 3 tahap. Hasilnya mendukung pernyataan bahwa *ownership*, kebijakan hutang dan kebijakan dividen mempunyai hubungan yang interdependensi. Secara khusus *insider ownership* berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang dan dividen. Kontribusi penelitian ini adalah bahwa *insider ownership*, kebijakan hutang dan kebijakan dividen yang dikaitkan dengan karakteristik perusahaan mempunyai hubungan yang interdependensi.

Penelitian-penelitian tersebut dilakukan masih pada persoalan-persoalan hubungan keagenan, sehingga belum mengungkap sasaran utama setiap kebijakan baik kebijakan hutang, dividen maupun masalah kepemilikan oleh manajerial yaitu

memaksimalkan nilai perusahaan. Penelitian masih berhenti pada konsekuensi bagi efisiensi biaya akibat kebijakan tersebut. Padahal semua kebijakan akan berujung pada kepentingan nilai perusahaan. Oleh karena itu penelitian yang mengungkapkan pengaruh langsung dari kebijakan tersebut perlu dilakukan , terutama di indonesia yang sepengetahuan peneliti belum pernah dilakukan. Konsistensi teori dan temuan-temuan para peneliti sebelumnya menjadi masukan yang sangat berharga dalam penelitian ini. Dalam penelitian terdahulu yang disebutkan diatas masih menggunakan pengujian hubungan searah (menggunakan regresi), sedangkan dalam penelitian ini melihat hubungan antar variable secara simultan dan serempak dan langsung dikaitkan dengan tujuan perusahaan yakni nilai perusahaan.

TINJAUAN TEORI DAN HIPOTESIS.

Dalam pengambilan keputusan dibidang keuangan, terdapat kekuatan yang kompleks yang dapat mempengaruhi struktur modal yang optimal. Hal ini menuntut kemampuan untuk mengarahkan kekuatan tersebut pada tingkat struktur modal yang optimal (*balancing theory*) dan mengikuti hirarki (*pecking order*) saat mengambil pilihan pembiayaan (*financing*). Dalam *balancing theory* akan terjadi struktur modal yang optimal bila ada keseimbangan antara manfaat dan biaya. Namun demikian tidak semua mendukung teori ini. Myers mengintroduksi teori *pecking order* yang didasarkan pada *asymmetric information*, apabila harga saham di pasar terlalu mahal (*over value*) maka perusahaan harus menolak menerbitkan saham baru. Sebab harga saham tersebut akan turun sebagai proses koreksi/penilaian. Dengan demikian akan lebih baik kalau menerbitkan hutang dan menurut Gordon Donaldson apabila terjadi *asymmetric information* akan mendorong perusahaan untuk menggunakan hutang bukan menerbitkan saham baru. Ini bisa dipahami karena para pemodal akan melihat bahwa penawaran saham baru sebagai sinyal yang buruk, sehingga harga saham tersebut akan turun bila saham baru tersebut diterbitkan. Dengan demikian biaya modal sendiri menjadi tinggi dan nilai perusahaan cenderung menurun. Karena itu bila ada *asymmetric information*, Gordon

Donalson menyarankan perusahaan untuk menggunakan dana dengan urutan laba ditahan, hutang dan penjualan saham baru. Modigliani dan Miller pada tahun 1963 berpendapat bahwa bila ada pajak penghasilan perusahaan maka penggunaan hutang akan meningkatkan nilai perusahaan karena biaya bunga hutang adalah biaya yang mengurangi pembayaran pajak (*tax deductible expense*). Namun demikian pendapat MM pada tahun 1963 tersebut belum mempertimbangkan *financial distress* dan *agency cost*. Model *trade off* tersebut menjelaskan bahwa perusahaan yang membayar pajak tinggi sebaiknya lebih banyak menggunakan hutang dibandingkan dengan perusahaan yang membayar pajak rendah. Namun demikian penggunaan hutang yang terlalu tinggi akan menghadapi bahaya kebangkrutan dan biaya agensi yang tinggi. Dengan demikian peningkatan hutang akan meningkatkan nilai perusahaan, namun pada titik tertentu akan menurunkan nilai perusahaan.

Untuk mengurangi biaya keagenan dapat dilakukan dengan peningkatan *insiders ownership*. *Agency problem* bisa dikurangi bila manajer mempunyai kepemilikan saham dalam perusahaan (Jensen and Meckling (1976). Hal ini perlu sebab akan terjadi penyebaran pengambilan keputusan dan risiko. Para manajer umumnya mempunyai kecenderungan untuk menggunakan kelebihan keuntungan untuk konsumsi dan perilaku oportunistik. Para manajer juga mempunyai kecenderungan untuk menggunakan hutang yang tinggi bukan untuk memaksimalkan nilai perusahaan, melainkan untuk kepentingan oportunistik manajer. Hal ini akan meningkatkan beban bunga hutang karena risiko kebangkrutan perusahaan yang meningkat, sehingga *agency cost of debt* semakin tinggi. *Agency cost of debt* yang tinggi pada gilirannya akan berpengaruh pada penurunan nilai perusahaan. Dengan adanya kepemilikan saham oleh pihak *insiders*, maka *insiders* akan ikut memperoleh manfaat langsung atas keputusan-keputusan yang diambilnya, namun juga akan menanggung risiko secara langsung bila keputusan itu salah. Dengan demikian kepemilikan saham oleh *insider* merupakan insentif untuk meningkatkan kinerja perusahaan

Jensen & Meckling (1976) menganalisis bagaimana nilai perusahaan dipengaruhi oleh distribusi kepemilikan antara *insider ownership* yang menikmati manfaat dan *outside ownership* yang tidak menikmati manfaat. Dalam kerangka ini, peningkatan *insiders ownership* akan mengurangi konflik keagenan. Pengurangan ini potensial bagi misalokasi *resources* yang sia-sia dan pada gilirannya meningkatkan nilai perusahaan.

Sementara itu Leland dan Pyle (1977) berpendapat bahwa insider berkeinginan untuk menginvestasikan modalnya kedalam proyek mereka yang berkualitas, dan hal ini dapat mengindikasikan bahwa ekuitas yang dipegang oleh insider dapat bertindak sebagai signal nilai perusahaan. Vermalen (1981) membuktikan bahwa dalam penilaian terhadap pembelian kembali saham yang telah dijual, para investor memandang proporsi pemegang saham insider sebagai informasi penting. Sedangkan Hirschey dan Zaima (1989) memberikan bukti bahwa keputusan menjual perusahaan dengan kepemilikan insider yang lebih besar akan memperoleh respon investor yang lebih menguntungkan daripada perusahaan dengan kepemilikan insider yang lebih rendah.

Penelitian Jensen, et al (1992) yang menguji determinan-determinan dari perbedaan *cross sectional* dalam *insider ownership*, *debt* dan *dividend* menunjukkan bahwa kebijakan –kebijakan tersebut tidak hanya berkaitan dengan karakteristik –karakteristik operasional perusahaan. Hasil penelitian mendukung hipotesis bahwa keputusan finansial dan tingkat *insider ownership* adalah interdependensi. Secara khusus bahwa *insider ownership* mempunyai hubungan negatif dengan tingkat *debt*.

Kim dan Sorenson (1986) mengajukan *demand and supply hyphotesies*. Dalam *demand hyphoteses* dijelaskan bahwa perusahaan-perusahaan yang dikuasai secara tertutup membutuhkan hutang yang lebih banyak karena *insider* dapat mempertahankan kontrol efektif jika kepemilikan mereka tidak diganti dengan lebih banyak *equity*. Disisi *supply*, kim dan Sorenson berargumen bahwa perusahaan-perusahaan yang dikontrol oleh *insider* memiliki *agency cost of debt* yang lebih rendah, sehingga dapat meningkatkan ketersediaan pendanaan hutang perusahaan.

Penelitian ini dapat menjelaskan bahwa perusahaan-perusahaan yang dikuasai secara tertutup dapat memiliki *cost of debt* yang lebih rendah.

Penelitian-penelitian tersebut dilakukan masih pada persoalan-persoalan hubungan keagenan, sehingga belum mengungkap sasaran utama setiap kebijakan baik kebijakan hutang maupun kepemilikan oleh manajerial untuk memaksimalkan nilai perusahaan. Penelitian masih berhenti pada konsekuensi bagi efisiensi biaya akibat kebijakan tersebut. Padahal semua kebijakan akan berujung pada kepentingan nilai perusahaan. Oleh karena itu penelitian yang mengungkapkan pengaruh langsung dari kebijakan tersebut perlu dilakukan, terutama di Indonesia yang sepengetahuan peneliti belum pernah dilakukan. Konsistensi teori dan temuan-temuan para peneliti sebelumnya menjadi masukan yang sangat berharga dalam penelitian ini.

Pendapat Modigliani and Miller pada tahun 1963, bila ada pajak penghasilan perusahaan maka penggunaan hutang akan meningkatkan nilai perusahaan karena biaya bunga hutang adalah biaya yang mengurangi pembayaran pajak (*tax deductible expense*).

Jensen (1986) menyatakan bahwa dengan adanya hutang dapat digunakan untuk mengendalikan penggunaan *free cash flow* secara berlebihan oleh manajemen, dengan demikian menghindari investasi yang sia-sia, dengan demikian akan meningkatkan nilai perusahaan. Peningkatan nilai tersebut dikaitkan dengan harga saham dan penurunan hutang akan menurunkan harga saham (Masulis, 1988).

Hipotesis 1 : Kebijakan hutang berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan

Menurut Bathala et al (1994) dalam *agency model* yang dikemukakan oleh Jensen dan Meckling, perusahaan merupakan subyek terhadap meningkatnya konflik, karena adanya penyebaran keputusan dan risiko. Dalam konteks ini para manajer cenderung untuk menggunakan kelebihan keuntungan untuk konsumsi perilaku oportunistik yang lain. Mereka menerima manfaat penuh tapi tidak menanggung risiko ataupun biaya yang oleh Jensen dan Meckling disebut *agency cost of equity*.

Disisi lain para manajer juga mempunyai kecenderungan untuk menggunakan hutang yang tinggi bukan atas dasar maksimalisasi nilai perusahaan, melainkan untuk kepentingan oportunistik. Ini jelas akan menimbulkan risiko kebangkrutan. Untuk menekan hal ini Jensen and Meckling (1976) menyarankan untuk meningkatkan kepemilikan insider dalam perusahaan. Dengan demikian akan memaksa para manajer untuk menanggung risiko sebagai konsekuensi apabila mereka melakukan kesalahan dalam keputusan. Kepemilikan saham oleh para manajer/insider akan membuat mereka semakin hati-hati dalam menentukan hutang.

Hipotesis 2 : *Insider ownership* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang.

Firm profitability. Profitabilitas adalah tingkat keuntungan bersih yang mampu diraih oleh perusahaan pada saat menjalankan operasinya. Keuntungan yang layak dibagikan kepada pemegang saham adalah keuntungan setelah bunga dan pajak. Semakin besar keuntungan yang diperoleh semakin besar kemampuan perusahaan untuk membayarkan dividennya. Para manajer tidak hanya mendapatkan dividen yang tapi juga akan memperoleh *power* yang lebih besar dalam menentukan kebijakan perusahaan . Dengan demikian semakin besar dividen (*dividend payout*) akan semakin menghemat biaya modal, disisi lain para manajer (*insider*) menjadi meningkat powernya bahkan bisa meningkatkan kepemilikannya akibat penerimaan dividen sebagai hasil keuntungan yang tinggi. Oleh karena itu profitabilitas menjadi pertimbangan penting bagi investor dalam keputusan investasi.

Hipotesis 3 : Tingkat profitabilitas berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.

Firm size. Sejumlah studi telah mengemukakan bahwa ukuran perusahaan akan berpengaruh pada kebijakan hutang perusahaan. Semakin besar perusahaan maka semakin banyak dana yang digunakan untuk menjalankan operasi perusahaan. Salah satu sumbernya adalah hutang. Brigham dan Gapenski (1999) menyatakan bahwa perusahaan yang memiliki tingkat pertumbuhan yang tinggi cenderung

membutuhkan dana dari sumber eksternal yang besar. Peningkatan hutang bisa meningkatkan nilai perusahaan.

Size yang besar memudahkan perusahaan dalam masalah pendanaan. Perusahaan umumnya memiliki fleksibilitas dan aksesibilitas yang tinggi dalam masalah pendanaan melalui pasar modal. Kemudahan ini bisa ditangkap sebagai informasi yang baik. Size yang besar dan tumbuh bisa merefleksikan tingkat profit dimasa mendatang.

Hipotesis 4: Size berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.

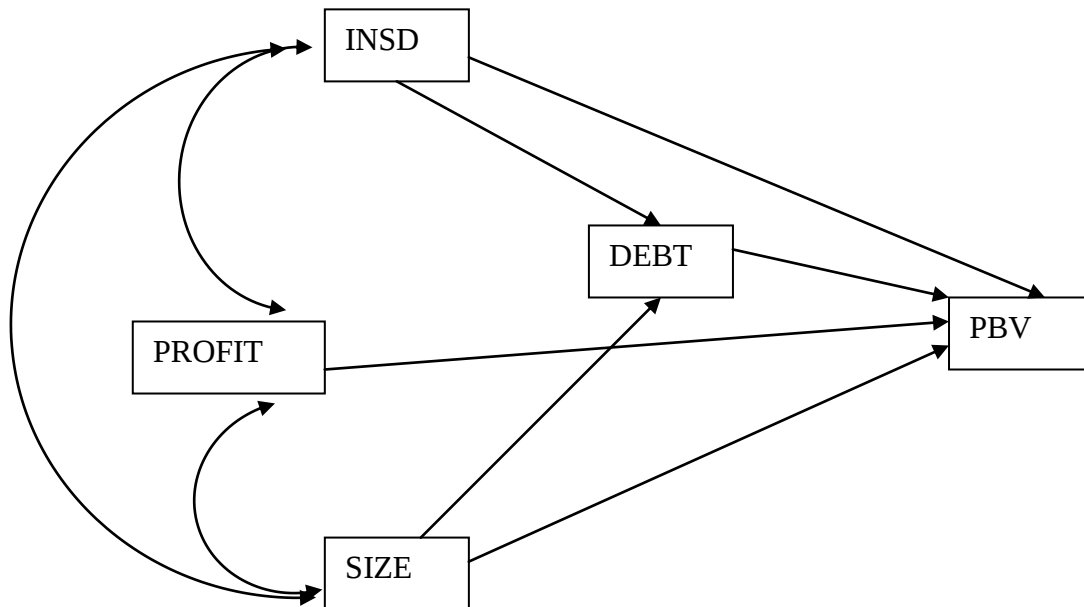
Perusahaan besar dapat dengan mudah mengakses ke pasar modal. Kemudahan untuk mengakses ke pasar modal berarti perusahaan memiliki fleksibilitas dan kemampuan untuk mendapatkan dana. Banyak penelitian yang menyatakan bahwa kebijakan hutang perusahaan dipengaruhi oleh ukuran perusahaan dan menyatakan ada hubungan positif antara ukuran perusahaan (*firm size*) dengan *debt ratio*. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan cenderung untuk meningkatkan hutangnya karena mereka berkembang semakin besar. Hasil studi Moh'd et al (1998) dan Homaifat et al (1994) dan Friend dan lang (1988) menemukan bahwa *firm size* berhubungan positif dan berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang.

Hipotesis 5: *Firm Size* berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan hutang.

METODE PENELITIAN

Perusahaan yang menjadi populasi adalah seluruh perusahaan manufaktur yang telah go publik sejak 1993 hingga 1997. Sedangkan pemilihan sampel dengan menggunakan metode *purposive sampling* dengan tipe *judgment sampling* yaitu pemilihan sampel dengan mendasarkan pada kriteria tertentu (Cooper & Schindler, 2000). Kriteria yang digunakan adalah memiliki laporan keuangan selama periode penelitian, ada kebijakan dividen, memiliki data jumlah pinjaman yang dimiliki, memiliki EBIT yang positif, price book value lebih besar dari 1. Hasil investigasi menunjukkan sample size sebesar 95 sample. *Path diagram* yang menggambarkan

hubungan yang dipotesiskan merupakan model penelitian ini, seperti pada gambar berikut ini :



Gambar 1. Model Penelitian

Keterangan :

INSD= Kepemilikan Manajerial; PROFIT= Tingkat Profitabilitas Perusahaan;
SIZE= Ukuran Perusahaan ; DEBT= Kebijakan Hutang; PBV= Nilai Perusahaan;

Persamaan Struktural adalah sebagai berikut:

$$\text{PBV} = b_1 \text{DEBT} + b_2 \text{INSD} + b_3 \text{PROFIT} + b_4 \text{SIZE} + e_1$$

$$\text{DEBT} = b_5 \text{INSD} + b_6 \text{SIZE} + e_2$$

Pengujian model ini bertujuan untuk mengetahui kesesuaian model teoritis yang dibangun dengan fenomena yang terjadi dengan mendasarkan pada kriteria seperti pada tabel 1 sebagai berikut:

Tabel 1.
Kriteria Uji fit

Uji Fit	Direkomendasikan
Chi Square	Semakin kecil semakin baik
GFI	³ 0,90
RMR	£ 1,00
NFI	³ 0,90
AGFI	³ 0,90
CMIN/DF	£ 2,00
CFI	³ 0,94

Untuk menguji hipotesis yang dibangun diperlukan pengamatan terhadap *output* yang dihasilkan, terutama pada *regression weights*. Hubungan dan signifikansi antara variable yang dibangun dalam model dapat ditentukan melalui C.R-nya. *Critical ratio* ini merupakan t hitung. Oleh karena itu untuk mengetahui signifikansinya perlu dibandingkan dengan t tabel. Hubungan akan signifikan bila *Critical ratio* atau t hitung lebih besar dari t tabel.

ANALISA DATA DAN PEMBAHASAN

Analisis data dilakukan dengan menggunakan model persamaan structural (Structural Equation Modeling) yang terdiri dari lima variable. Variabel tersebut adalah PBV, DEBT, INSD, PROFIT, dan SIZE. Data yang dianalisis diperoleh dari perusahaan yang *go publik* di Bursa Efek Jakarta dan memenuhi kriteria dalam *purposive sampling* dengan periode waktu selama lima tahun yaitu tahun 1992, 1993, 1994, 1995 dan 1996 dengan pertimbangan data tersebut dihasilkan dari aktifitas ekonomi secara normal (tidak terpengaruh krisis ekonomi & moneter sejak tahun 1997). Untuk kepentingan analisis kemudian digunakan *pooling data* untuk periode tersebut. Jumlah observasi atau *sample size* dalam penelitian ini yang dianalisis dengan model persamaan struktural adalah 95 sample .

Data yang diperoleh selanjutnya diuji normalitas. Uji normalitas dapat dilakukan dengan fasilitas uji normalitas dalam SPSS. Nilai statistik yang digunakan adalah *Z value* yang diketahui dengan mengamati *skewnes value* maupun kurtosis. Dengan tingkat 0,01 atau 1% maka dapat dikatakan bahwa bila nilai *cr* terletak antara -2,58 sampai dengan 2,58 berarti data tersebut berdistribusi normal. Sebaliknya bila terletak diluar *t table* tersebut berarti data berdistribusi tidak normal. Dalam riset ini seperti tampak pada table 2 dengan menggunakan *software* terlihat bahwa tidak terdapat nilai *skewnes* maupun *kurtosis* yang tidak normal. Dengan demikian dapat dikatakan bahwa data riset ini berdistribusi normal dan dari segi asumsi ini analisis data bisa dilanjutkan.

Tabel 2.
Output Pengujian Normalitas Data

No.	Variabel	Skewnes	c.r	Kurtosis	c.r
1	Profit	0,494	1,965	0,460	0,915
2	Insd	0,639	2,542	-0,949	-1,888
3	Size	0,244	0,970	-0,763	-1,518
4	Debt	0,604	2,403	-0,566	-1,126
5	PBV	0,559	2,223	-0,964	-1,918

Model dibangun dari teori kausalitas antara variable yang diteliti dan logika. Model yang sesuai adalah model yang memenuhi indeks-indeks kesesuaian yang direkomendasikan, seperti tampak pada tabel 3 akan dapat diketahui kesesuaian modelnya.

Tabel 3.
Output Uji Kesesuaian Model

Uji Fit	Direkomendasikan	Hasil Model **	Keterangan
Chi Square		1,999	Semakin kecil semakin baik
GFI	³ 0,90	0,992	Baik
RMR	£ 1,00	0,001	Baik
NFI	³ 0,90	0,929	Baik
AGFI	³ 0,90	0,875	Marginal
CMIN/DF	£ 2,00	1,999	Baik
CFI	³ 0,94	0,945	Baik

Sumber : Hasil Olah data

Pengujian terhadap model digunakan beberapa indeks statistik antara lain adalah:

1. χ^2 atau Chi Square Statistic.

Dalam uji ini yang diperlukan adalah nilai yang tidak signifikan. Artinya semakin kecil semakin baik model tersebut. Bila chi square sebesar nol berarti model tersebut benar-benar fit dengan fenomena yang didukung teori yang mendalam. Dalam uji model diatas $\chi^2 = 1,999$ pada level 0,157 dan df =1. Chi square ini memberikan indikasi tidak signifikan. Artinya model ini memiliki fit yang baik.

2. Goodness of Fit Index (GFI)

GFI ini akan menghitung proporsi tertimbang dari varians dalam matriks kovarians sample yang dijelaskan oleh matriks kovarians populasi yang terestimasi. GFI 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 *better fit*. Pada tabel 3 terlihat GFI sebesar 0,992 dan mendekati angka 1 dengan demikian kesesuaian model dari sudut pandang indeks ini sangat baik.

3. Adjusted Goodness of Fit Index (AGFI).

Dalam indeks ini akan meng-adjust GFI (yang bisa dianalogikan R^2 dalam regresi berganda) terhadap degree of freedom yang tersedia untuk menguji diterima atau tidak sebuah model. Tingkat penerimaan yang direkomendasikan adalah bila mempunyai nilai sama atau lebih besar dari 0,90 (Hair et al, 1995). Hasil uji menunjukkan angka AFGI sebesar 0,875 ini berarti pada kondisi marginal model tersebut.

4. *The minimum sample discrepancy function* (CMIN) dibagi dengan *degree of freedom* akan menghasilkan indeks CMIN/DF.

Indek ini sebenarnya merupakan perbandingan antara statistik Chi Square c^2 dengan DF-nya sehingga sering disebut c^2 relatif. Indeks kurang dari 2 dianggap model itu memiliki *acceptable fit* antara model dengan data yang baik (Arbuckle, 1997). Hasil uji menunjukkan nilai 1,999. Dengan demikian dari sisi indeks ini bahwa model memiliki kesesuaian yang dapat diterima secara baik.

5. *Comperative Fit Index* (CFI).

Indek ini adalah sama dengan *Relative Noncentrality Index* (RNI) yang besarnya tidak dipengaruhi oleh sample sehingga sangat baik untuk mengukur tingkat penerimaan sebuah model (Hulland et al, 1996). Besaran indek ini adalah 0-1. semakin mendekati 1 mengindikasikan tingkat fit yang tinggi (Very good fit) (Arbuckle, 1997). Sedangkan nilai yang direkomendasikan adalah CFI ³ 0,95. Hasil uji menunjukkan CFI=0,945 yang berarti model ini mempunyai kesesuaian yang sangat baik ditinjau dari CFI.

Dengan memperhatikan uji kesesuaian diatas , maka dapat dikatakan bahwa model tersebut secara umum dapat diterima walaupun ada keterbatasan pada AGFI yang masih pada kondisi marginal. Model penelitian ini secara umum dapat diterima untuk konfirmatori atas dimensi atau factor serta hubungan kausalitas antara variable yang diteliti.

Untuk menguji hipotesis dalam penelitian/model ini, diperlukan uji hipotesa nol yang menyatakan bahwa koefisien regresi antara hubungan (variable) adalah sama dengan nol melalui uji t yang lazim dipakai dalam model-model regresi. Tabel 4 memberikan informasi dari hasil pengolahan, yaitu bisa dilihat *Critical Ratio*

(CR) yang tidak lain adalah t hitung. Pada table 4 terlihat bahwa CR atau semua koefisien regresi secara signifikan adalah tidak sama dengan nol. Dengan demikian dapat dikatakan bahwa hubungan antara variabel yang dihipotesiskan dapat diterima baik hubungan/korelasi negatif maupun positif.

Korelasi antara variabel yang dihipotesiskan selanjutnya harus diketahui signifikansinya. Dengan t table pada level 0,25 , df sebesar 1, maka diperoleh t table sebesar 1,000. Ho akan ditolak bila CR lebih kecil dari t table. Menolak H0 berarti menerima Ha. Dengan demikian suatu korelasi antara variabel yang dihipotesiskan akan signifikan baik secara positif maupun negatif bila angka CR lebih besar dari 1,000.

Table 4.
Pengaruh dan Signifikansi antara Variable

No	PATH	Cr	Arah Hubungan	Signifikansi
1	Debt ----- Size	1,550	Positif	Signifikan
2	Debt ----- INSD	0,864	Positif	Tidak Signifikan
3	PBV ----- debt	0,922	Positif	Tidak Signifikan
4	PBV ----- Insd	2,959	Positif	Signifikan
5	PBV ----- Size	2,393	Positif	Signifikan
6	PBV ----- Profit	1,970	Positif	Signifikan

Sumber : Hasil Olah Data Dengan Amos 3.6

Dengan memperhatikan tabel 4 sebagai hasil pengolahan data maka dapat dijelaskan bahwa Variable Size berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Perusahaan besar dapat dengan mudah mengakses ke pasar modal. Kemudahan untuk mengakses ke pasar modal berarti perusahaan memiliki fleksibilitas dan kemampuan untuk mendapatkan dana . Karena kemudahan aksesibilitas ke pasar modal cukup berarti fleksibilitas dan kemampuannya untuk memunculkan dana lebih besar. Dengan kemudahan tersebut ditangkap oleh investor sebagai sinyal positif dan prospek yang baik sehingga size bisa memberikan pengaruh yang positif terhadap nilai perusahaan.

Penciptaan nilai perusahaan yang dipengaruhi oleh size ternyata didukung oleh kemampuan perusahaan memperoleh laba. Variable Profit berhubungan positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Profitabilitas disini adalah tingkat keuntungan bersih yang mampu diraih oleh perusahaan pada saat menjalankan operasinya. Dividen adalah sebagai laba bersih yang diperoleh perusahaan, oleh karena itu dividen akan dibagikan apabila perusahaan memperoleh keuntungan. Keuntungan yang layak dibagikan kepada pemegang saham adalah keuntungan setelah bunga dan pajak. Semakin besar keuntungan yang diperoleh semakin besar kemampuan perusahaan untuk membayarkan dividennya. Semakin besar dividen yang dibagi akan semakin tinggi nilai perusahaan (*tax differential theory*). Disamping itu profit yang tinggi memberikan indikasi prospek perusahaan yang baik sehingga dapat memicu investor untuk ikut meningkatkan permintaan saham. Permintaan saham yang menaik menyebabkan nilai perusahaan meningkat.

Berbeda dengan variable diatas, Variabel kebijakan hutang berpengaruh positif namun tidak signifikan terhadap nilai perusahaan (PBV). Hasil riset pada variable ini konsisten dengan temuan MM pada tahun 1963 (dalam arti arah hubungannya) bahwa dengan memasukkan pajak penghasilan perusahaan, maka penggunaan hutang akan meningkatkan nilai perusahaan karena biaya bunga hutang adalah biaya yang mengurangi pembayaran pajak (*tax deductible expense*). Hal ini juga konsisten dengan Jensen (1986) yang menyatakan bahwa dengan adanya hutang akan dapat digunakan untuk mengendalikan penggunaan *free cash flow* secara berlebihan oleh manajemen, dengan demikian dapat menghindari investasi yang sia-sia yang pada gilirannya dapat meningkatkan nilai perusahaan. Namun demikian pengaruhnya tidak signifikan.

Sementara itu Variabel *Insider Ownership* berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Dengan demikian hipotesis yang menyatakan bahwa semakin besar kepemilikan oleh insider akan menaikkan nilai perusahaan adalah terbukti. Temuan dalam riset ini konsisten dengan temuan Leland dan Pyle (1977). Temuan studi ini mengindikasikan bahwa kepemilikan insider merupakan insentif bagi peningkatan kinerja perusahaan, para investor memandang proporsi

kepemilikan saham sebagai sinyal yang baik . Sedangkan pengaruh kepemilikan oleh insider (INSD) terhadap kebijakan hutang (DEBT) adalah positif. Temuan ini tidak konsisten dengan studi yang dilakukan oleh Bathala et al (1994), Jensen & Meckling (1976). Para manajer cenderung menggunakan hutang untuk kepentingan oportunistik. Para insider ternyata sangat berani mengambil risiko. Semakin besar kepemilikannya semakin besar hutang yang diciptakan. Peningkatan hutang oleh para manajer ternyata semata-mata untuk meningkatkan nilai perusahaan. Para insider lebih berkepentingan untuk mencapai *capital gain* daripada *yield*. Namun demikian pengaruhnya tidak begitu berarti.

KESIMPULAN DAN SARAN

Kesimpulan

Adapun kesimpulan dari penelitian ini adalah :

1. Kebijakan hutang berpengaruh positif namun tidak signifikan terhadap nilai perusahaan (PBV). Hasil riset variabel ini konsisten dengan temuan Modigliani and Miller pada tahun 1963 bahwa dengan memasukan pajak penghasilan perusahaan, maka penggunaan hutang akan meningkatkan nilai perusahaan. Disamping itu dengan hutang dapat digunakan untuk mengendalikan penggunaan *free cash flow* secara berlebihan. Para manajer telah terpengaruh oleh adanya hutang, namun masih perlu dukungan pengendalian manajer misalnya melalui *institutional ownership* agar terhindar dari penggunaan *free cash flow* yang sia-sia. Dengan demikian dapat memberikan pengaruh yang signifikan terhadap nilai perusahaan.
2. *Insider Ownership* berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Dengan demikian hipotesis yang menyatakan bahwa semakin besar kepemilikan oleh insider akan menaikkan nilai perusahaan adalah terbukti. Temuan dalam riset ini konsisten dengan temuan Leland dan Pyle (1977). Temuan studi ini mengindikasikan bahwa kepemilikan *insider* merupakan insentif bagi peningkatan kinerja perusahaan. Hal ini didukung oleh profitabilitas yang meningkat juga memberikan nilai perusahaan yang meningkat. Oleh karena itu

bila ini terjadi pada perusahaan yang berukuran besar (size) maka menjadi konsisten dalam meningkatkan nilai perusahaan. Namun demikian insider harus diwaspadai sebab mereka sangat berani mengambil risiko dalam kebijakan hutang demi mencapai nilai perusahaan yang diinginkan. Dengan kata lain insider ownership berhubungan positif dengan nilai perusahaan.

Saran

Penelitian selanjutnya perlu memperluas variable dan meningkatkan sample serta kemungkinan dikhususkan pada perusahaan jasa saja atau manufaktur saja. Meningat dua jenis usaha memiliki karakteristik yang berbeda sehingga bisa melahirkan perilaku keputusan yang berbeda.

DAFTAR PUSTAKA

- Agrawal, A. and G. Mandalker (1987), Managerial incentives and Corporate invesment and Financing decision" *journal of Finance* 42, 283-837
- Bathala, CT., Moon, KP., Rao, RP., 1994, Managerial Ownership, Debt Policy, and The Impact of Institutional Holding: An Agency Perspective, *Financial Management*, Vol 23, No.3.P. 38-50.
- Barclay, Michael J., and Clifford G. Holdeness, 1989., Private benefits from control of public Corporations, *Journal of Financial Economics*. P. 371-395.
- Bringham, EF., & Gapenski, LC., Daves, PR., 1999, Intermediate Financial Management, *The Dryden Press*, New York.
- Chaganti, R. & F. Damanpour, 1996, Institutional Ownership, Capital Structure and Firm Performance, *Strategic Management Journal* , p. 479-491.
- Coffee, J.C., JR., 1991, Liquidity Versus Control: The Institutional Investor as corporate Monitor, *Columbia Law Review*, October, 1277-1368.
- Coopers, D.R., & Pamela S. Schindler, 2000, Business Research Methods, *McGraw-Hill International editions*, New York.
- Deangelo, Harry and Linda E. Deangelo, 1985, Managerial Ownership of Voting Righths: A Study of Public Corporation With dual Classes om Common Stock, *Journal of Financial economics* . p. 33-71.
- Easterbrook, Frank. H., 1984., Two agency –cost explanations of dividends, *American Economic Review*, p 650-659.
- Grossman, S and O. Hart 1982, *Corporate Financial Structure and Managerial incentive*, in John McCall ed., The Economics of Information and Uncertenty (University of Chicago Press, IL.
- Gujarati, DN., 1995, *Basic Econometric*, *Singapore*; Mc Graw-Hill Company.
- Faisal, 2000, Pengaruh Struktur kepemilikan Terhadap kebijakan Hutang Pada Industri manufaktur di BEJ , *Tesis S2 UGM*, tidak dipublikasikan.
- Fama, Eugene F and Kenneth R. French (1989), Business Conditions and Expected Return on Stock and Bonds, *Journal of Financial Economics*, pp.23-49.

- Hair JE, Jr. , Anderson RE, Tatham, RL., Black WG., 1998. ***Multivariate Data Analysis***, Prentice Hall International Inc. New york.
- Homaifar, G. J. Ziest, and O. Benkato, 1994, "An empirical model of capital structure: some new evidence", ***Journal of Business Finance and Accounting*** 21, p. 1-14
- Homaifar, G., Zeitz, J., and Benkako, 1994. An Empirical Model Of Capital Structure: Some New evidence, ***Journal of Business Finance and Accounting***, January.
- Jensen, G.,D. Solberg and T. Zorn, 1992, Simultaneous Determination of Insider Ownership, debt, and Dividend Policies, ***Journal of Financial and Quantitative Analysis***, Vol 27, p.247-263.
- Jensen, Michael C., and Richard S. ruback, 1983., The Market of Corporate Control : The Scientific Evidence, ***Journal of Financial economics***, p. 5-50.
- Jensen, M.C., & W.H. Meckling, 1976, "Theory of the Firm: Managerial behavior, Agency Cost and Ownership Structure"., ***Journal of Financial Economics*** p. 3-24.
- Kim, W., and E. Sorenson, 1986, Evidence on the impact of the agency cost of debt on corporate debt policy, ***journal of Financial and Quantitative Analysis***, p. 247-263
- Leland, H., , and D. Pyle, 1977., Informational Asymetries, Financial Structure, and Financial intermediation, ***Journal of Finance***, p 371-388.
- Laxmi, Chand , Bhandari, 1988, Debt Equity ratio and Common Stock Returns: Empirical Evidence, ***Journal of Finance***, June.
- Masulis, R, W., 1988, The Debt/Equity Choice, ***Canbridge, MA, Ballinger***.
- Mehran, H., 1992, Executive Incentive Plans, Corporate Control, and capital Structure, ***journal of Fiancial and Quantitative Analysis***, 27, p. 539-560.
- Moh'd, M.A., Perry, LG., Rimbey, JN., 1998, The Impact Of Ownership Structure On Corporate Debt Policy: a Time-Series Cross-Sectional Analysis, ***The Financial Review***, 33, p.85-98.
- Meyers, s., 1984, The Capital Structure Puzzle, ***Journal of Finance*** 39, p 575-692.

- Meyers S., and N. Majluf, 1984, Corporate financing and investment decision when firms have information investors do not have, *Journal of Financial Economics*, 13, p. 187-221.
- Rozeff M, 1982, Growth Beta and Agency Cost as determinants of Dividend Payout Ratios, *Journal of Financial Research*, p.249-259
- Ross, S., 1977., The determinations of Financial Structures: The Incentive Signaling Approach, *Bell Journal of Economics*, p 23-40.
- Slovin, M.B. and Marie E. Sushka, 1993., Ownership Concentration, Corporate Control Activity and Firm Value: Evidence From The Death of Inside Blockholders, *The Journal of Finance*, p. 1293-1321.
- Stulz, Rene., 1988., Managerial Control of Voting Rights: Financing policies and the market for corporate control, *Journal of Financial Economics*. P. 25-54.
- Vermalen, 1981. Common Stock Repurchases and Market Signaling: An Empirical Study, *Journal of Financial Economics*, June, p. 163-181

