

PENGARUH INSIDER OWNERSHIP TERHADAP NILAI PERUSAHAAN DENGAN KEBIJAKAN HUTANG SEBAGAI VARIABEL INTERVENING

(Studi Pada Perusahaan non Perbankan yang Terdaftar di BEI)

Aris Risna Ristianti
Universitas Negeri Malang
arisrinaristianti17@gmail.com

Abstrak: Penelitian ini termasuk jenis penelitian *explanatory research*. Pengumpulan data dilakukan dengan cara dokumentasi berupa laporan keuangan tahunan perusahaan non perbankan yang telah dipublikasikan di BEI tahun 2013 dengan meneliti sejumlah 179 perusahaan non perbankan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama tahun 2013 dengan kriteria memiliki *insider ownership*. Penelitian ini menggunakan analisis jalur (*path analysis*). Pengujian hipotesis menggunakan uji t dengan signifikansi 5%, serta pengujian analisis menggunakan alat bantu program SPSS 16.0.

Hasil pengujian hipotesis menunjukkan bahwa (1) *insider ownership* berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang, (2) kebijakan hutang berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan, dan (3) terdapat pengaruh positif antara *insider ownership* terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan hutang sebagai variabel *intervening*. Penelitian ini memiliki keterbatasan yaitu penelitian ini hanya menggunakan *insider ownership* sebagai variabel independen tanpa melibatkan variabel lain yang juga memiliki pengaruh terhadap nilai perusahaan, dan tahun pengamatan yang terlalu singkat yaitu 1 tahun. Oleh karena itu, untuk penelitian selanjutnya diharapkan dapat menambahkan variabel lain yang kemungkinan mempengaruhi nilai perusahaan seperti kepemilikan institusional, kebijakan dividen dan kinerja keuangan untuk lebih mendapatkan hasil yang lebih representatif.

Keywords: *insider ownership*, nilai perusahaan dan kebijakan hutang.

Pendahuluan

Pada umumnya, berdirinya suatu perusahaan dilatar belakangi oleh beberapa tujuan yang jelas. Tujuan tersebut berupa tujuan jangka pendek dan tujuan jangka panjang. Dalam jangka pendek, perusahaan bertujuan untuk mendapatkan keuntungan secara maksimal dengan menggunakan sumber daya yang ada, sedangkan untuk tujuan jangka panjang, perusahaan ingin meningkatkan nilai perusahaan. Tujuan jangka panjang perusahaan merupakan tujuan utama perusahaan didirikan.

Nilai perusahaan merupakan harga yang bersedia dibayar seandainya perusahaan tersebut akan dijual. Harga jual tersebut mencerminkan nilai aset perusahaan, tingkat risiko usaha, prospek perusahaan, manajemen, lingkungan usaha dan faktor lainnya (Sartono, 2001:9). Nilai perusahaan sangat penting karena mencerminkan kinerja perusahaan yang dapat mempengaruhi penilaian investor terhadap perusahaan. Nilai perusahaan selama ini sering dihubungkan dengan harga saham, dimana semakin optimal (tidak terlalu rendah atau terlalu tinggi) harga saham, maka nilai perusahaan dan kemakmuran pemegang saham juga akan optimal (Sartono, 2001:9). Pengukuran seberapa baik nilai perusahaan yang ditunjukkan melalui harga saham dapat diukur menggunakan *price book value* (PBV). *Price book value* adalah perbandingan antara harga pasar saham per lembar dengan nilai buku dari perusahaan (Hanafi, 2010:131). Besarnya nilai PBV dipengaruhi oleh kebijakan yang akan diambil perusahaan. Salah satu kebijakan yang mempengaruhi *price book value* adalah kebijakan hutang.

Kebijakan hutang adalah kebijakan yang diambil oleh pihak manajemen dalam rangka memperoleh sumber pembiayaan bagi perusahaan sehingga dapat digunakan untuk membiayai aktivitas operasional perusahaan (Riyanto, 2001:96). Penggunaan hutang sebagai keputusan pendanaan memiliki keunggulan dan kelemahan. Keunggulan tersebut yaitu: (1) Bunga yang dibayarkan atas hutang dapat menjadi pengurang pajak. (2) Pengembalian atas hutang jumlahnya tetap, sehingga pemegang saham tidak ikut menerima laba perusahaan jika perusahaan meraih keberhasilan yang luar biasa. Adapun kelemahan dalam penggunaan hutang antara lain: (1) Penggunaan hutang dalam jumlah yang besar akan meningkatkan risiko perusahaan, yaitu meningkatkan biaya dari hutang maupun ekuitas. (2) Jika perusahaan mengalami masa-masa yang buruk dan laba operasi perusahaan tidak mencukupi untuk menutup beban bunga, pemegang saham terpaksa harus menutupi kekurangan tersebut. Namun, jika perusahaan tidak mampu menutupi kekurangan tersebut, maka perusahaan akan mengalami kebangkrutan (Brigham dan Houston, 2011:153).

Tingginya nilai perusahaan dapat terlihat melalui peningkatan kemakmuran pemilik atau pemegang saham. Peningkatan kemakmuran pemegang saham ini dapat dijadikan ukuran dari nilai perusahaan, dimana semakin baik nilai suatu perusahaan maka semakin baik juga kinerja manajer

perusahaan dalam meningkatkan kemakmuran pemegang saham. Untuk dapat mencapai tujuan utama tersebut, diperlukan suatu kerja sama antara manajer perusahaan dengan pemegang saham dalam membuat keputusan-keputusan keuangan yang bertujuan memaksimalkan modal kerja perusahaan. Namun pada kenyataannya, penyatuan kepentingan antara kedua pihak tersebut sering menimbulkan permasalahan. Permasalahan antara manajer dan pemegang saham disebut konflik keagenan (*agency conflict*). Dengan adanya *agency conflict*, tujuan perusahaan untuk meningkatkan nilai perusahaan akan sulit tercapai.

Tarjo dan Jogiyanto (2003:282), kepemilikan manajerial (*insider ownership*) adalah pemegang saham dari pihak manajemen yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan perusahaan (direktur dan komisaris). Peningkatan kepemilikan manajerial juga mensejajarkan kepentingan manajemen dan pemegang saham, sehingga manajer akan merasakan langsung manfaat dari keputusan yang diambilnya, baik itu keputusan salah maupun benar. Dengan adanya peningkatan *insider ownership*, diharapkan pihak manajer perusahaan akan merasa termotivasi untuk bertindak sesuai dengan tujuan perusahaan, yaitu meningkatkan kinerja perusahaan dan bertanggung jawab dalam peningkatan kemakmuran pemegang saham. Semakin baik kinerja manajemen maka akan memberikan sinyal yang positif bagi investor dan berdampak pada peningkatan nilai perusahaan. Pada perusahaan *go public*, kebijakan hutang tidak hanya salah satu mekanisme yang dapat mengontrol terjadinya konflik keagenan (*agency conflict*), tetapi kebijakan hutang juga mampu mengimbangi *agency cost* yang ditimbulkan dari konflik keagenan. *Agency cost* adalah semua biaya untuk memonitor tindakan manajer, mencegah tindakan manajer yang tidak sesuai, dan *opportunity cost* akibat pembatasan dari pemegang saham terhadap tindakan manajer (Kodrat dan Herdinata, 2009:14). Kepemilikan saham oleh manajemen merupakan insentif bagi para manajer untuk meningkatkan kinerja perusahaan, sehingga manajer akan menggunakan hutang secara optimal. Berdasarkan pemaparan tersebut, dapat dijelaskan bahwa *insider ownership* dapat meminimumkan biaya keagenan (*agency cost*) serta meningkatkan nilai perusahaan melalui kebijakan hutang.

Berdasarkan penelitian terdahulu yang masih menghasilkan berbagai kesimpulan beragam, maka perlu dilakukan penelitian kembali. Kelebihan penelitian ini dibandingkan dengan penelitian terdahulu yaitu penelitian ini meneliti hubungan antara struktur kepemilikan manajerial (*insider ownership*) dengan nilai perusahaan, dimana kebijakan hutang berperan sebagai variabel *intervening*. Penelitian ini menggunakan semua perusahaan non perbankan yang terdaftar di BEI tahun 2013 karena perusahaan tersebut memiliki rasio hutang atas modal relatif tetap dibandingkan dengan perusahaan perbankan cenderung mempunyai rasio hutang atas modal yang relatif sangat tinggi. Disamping alasan

tersebut, penggunaansampel lebih luas dalam penelitian akan mendapatkan hasil yang lebih representatif.

Kajian Teori

1. Teori Keagenan (*Agency Theory*)

Menurut Haryono (2005:64), teori keagenan adalah adanya pemisahan antara kepemilikan (*investor/principal*) dan pengendalian (*agent/manajer*). Di dalam teori keagenan, yang dimaksud dengan *agent* adalah manajer perusahaan, sedangkan *principal* merupakan pemegang saham. *Principal* menyediakan fasilitas dan dana untuk kebutuhan operasi perusahaan, sedangkan *agent* sebagai pengelola berkewajiban mengelola *principal* melalui peningkatan nilai perusahaan. Sebagai imbalan, *agent* akan memperoleh gaji, bonus, dan berbagai kompensasi lainnya (Haryono, 2005:66). Berdasarkan pemaparan di atas, dapat dijelaskan bahwa teori keagenan adalah teori yang menjelaskan tentang pemisahan kepemilikan dan pengendalian antara manajer dengan pemegang saham dalam perusahaan. Pemisahan kepemilikan dan pengendalian tersebut dapat menimbulkan suatu potensi konflik antara manajer dengan pemegang saham perusahaan.

Tujuan utama perusahaan yaitu memaksimalkan kemakmuran pemegang saham, dimana semakin baik nilai suatu perusahaan maka semakin baik juga kinerja manajer perusahaan dalam meningkatkan kemakmuran pemegang saham. Untuk dapat mencapai tujuan utama tersebut, diperlukan suatu kerja sama antara manajer perusahaan dengan pemegang saham dalam membuat keputusan- keputusan keuangan yang bertujuan memaksimalkan modal kerja perusahaan. Namun pada kenyataannya, penyatuan kepentingan antara kedua pihak tersebut sering menimbulkan permasalahan. Permasalahan antara manajer dan pemegang saham disebut konflik keagenan (*agency conflict*). Dengan adanya *agency conflict*, tujuan perusahaan untuk meningkatkan nilai perusahaan akan sulit tercapai.

Menurut Kodrat dan Herdinata (2009:14), masalah keagenan antara manajer dengan pemegang saham terjadi ketika pemegang saham menginginkan manajer bekerja untuk tujuan memaksimalkan kemakmuran pemegang saham. Namun sebaliknya, manajer perusahaan bertindak tidak untuk memaksimalkan kemakmuran pemegang saham, tetapi memaksimalkan kemakmuran sendiri, sehingga menimbulkan konflik keagenan (*agency conflict*). Kepentingan pribadi manajer dapat terlihat melalui kecenderungan manajer dalam menggunakan hutang yang tinggi bukan untuk memaksimalkan nilai perusahaan, melainkan untuk kepentingan kemakmuran manajer (Husnan dan Pudjiastuti, 2006:11). Pemegang saham dapat melakukan sejumlah tindakan untuk memastikan bahwa manajer akan bertindak secara konsisten dengan tujuan pemegang saham. Namun tindakan tersebut membutuhkan biaya yang disebut sebagai biaya keagenan

(*agency cost*). Biaya keagenan tersebut terdiri dari biaya untuk memonitor tindakan manajer, mencegah tindakan manajer yang tidak sesuai, dan *opportunity cost* akibat pembatasan yang dilakukan pemegang saham terhadap tindakan manajer (Kodrat dan Herdinata, 2009:14).

2. Kepemilikan Manajerial (*Insider Ownership*)

Tarjo dan Jogiyanto (2003:282), kepemilikan manajerial (*insider ownership*) adalah pemegang saham dari pihak manajemen yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan perusahaan. Pihak tersebut adalah mereka yang duduk di dewan komisaris dan dewan direksi perusahaan. Keberadaan manajemen dalam perusahaan memiliki latar belakang yang berbeda, antara lain: (1) Untuk mewakili pemegang saham institusi, (2) Merupakan tenaga- tenaga profesional yang di angkat oleh pemegang saham dalam Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS), (3) Memiliki jabatan sebagai seorang manajer perusahaan karena turut memiliki saham perusahaan.

Berdasarkan pemaparan di atas, dapat dijelaskan bahwa *insider ownership* adalah pihak manajemen perusahaan yang memiliki saham perusahaan. Pihak- pihak tersebut adalah pihak yang memiliki kedudukan sebagai dewan komisaris dan dewan direksi perusahaan. *Insider ownership* merupakan salah satu mekanisme untuk mengatasi konflik keagenan. Masalah keagenan antara manajer dengan pemegang saham potensial terjadi apabila manajer tidak memiliki saham mayoritas perusahaan. Pemegang saham menginginkan manajer bekerja untuk tujuan memaksimalkan kemakmuran pemegang saham. Namun sebaliknya, manajer perusahaan bertindak tidak untuk memaksimalkan kemakmuran pemegang saham, tetapi memaksimalkan kemakmuran sendiri (Kodrat dan Herdinata, 2009:14).

Insider ownership dalam kaitannya dengan kebijakan hutang memiliki peranan yang sangat penting. Hal tersebut dikarenakan manajer mempunyai kecenderungan untuk menggunakan hutang yang tinggi bukan atas dasar maksimalisasi nilai perusahaan, melainkan untuk kepentingan opportunistik. Hal ini dapat dilihat melalui pemilihan proyek- proyek berisiko tinggi yang menyebabkan meningkatnya beban bunga perusahaan karena risiko kebangkrutan semakin tinggi, sehingga biaya *agency* hutang semakin tinggi. Peningkatan *insider ownership* dapat mensejajarkan kepentingan antara manajemen dan pemegang saham, sehingga manajer akan merasakan langsung manfaat dari keputusan yang diambilnya, baik itu keputusan salah maupun benar, terutama keputusan mengenai hutang. Dengan manajer ikut memiliki perusahaan maka manajer tidak akan bertindak opportunistik, manajer akan semakin berhati- hati dalam menggunakan hutang dan manajer akan berusaha meminimumkan biaya keagenan, sehingga penggunaan hutang dapat meningkatkan nilai perusahaan. Disamping hal tersebut, tingkat *insider ownership* yang terlalu tinggi juga dapat berdampak buruk terhadap perusahaan. Dengan *insider ownership*

yang tinggi, manajer memiliki hak suara tinggi juga sehingga manajer mempunyai posisi kuat untuk mengendalikan perusahaan, hal ini akan menimbulkan kesulitan bagi para pemegang saham eksternal dalam mengendalikan tindakan manajer. *Agency conflict* dapat dikurangi apabila manajer memiliki kepemilikan saham dalam perusahaan, dimana *insider ownership* yang semakin meningkat akan membuat kekayaan pribadi manajer semakin terikat erat dengan kekayaan perusahaan, sehingga manajer akan berusaha semaksimal mungkin untuk mengurangi risiko kehilangan kekayaannya. Tingkat *insider ownership* yang rendah mengakibatkan peluang terjadinya sifat opportunistik manajer akan meningkat. Dengan demikian, *insider ownership* dipandang dapat menyelaraskan potensi perbedaan kepentingan antara manajer perusahaan dengan pemegang saham.

3. *Trade Off Theory*

Trade off theory atau teori pertukaran merupakan kondisi dimana perusahaan menukar manfaat pajak dari pendanaan hutang dengan masalah yang ditimbulkan oleh potensi kebangkrutan. Adanya fakta bahwa bunga yang dibayarkan sebagai beban pengurang pajak membuat utang menjadi lebih murah dibandingkan saham biasa atau preferen. Secara tidak langsung, pemerintah membayar sebagian biaya hutang, atau dengan kata lain, hutang memberikan manfaat perlindungan pajak (Brigham dan Houston, 2011:183). Semakin besar proporsi hutang suatu perusahaan, maka akan semakin besar peluang kebangkrutan yang dialami oleh perusahaan. Penggunaan pendanaan melalui hutang memiliki keuntungan bagi perusahaan. Keuntungan tersebut yaitu: (1) Biaya bunga yang dibayarkan atas hutang dapat menjadi pengurang pajak, sehingga akan menurunkan biaya relatif hutang. (2) Kreditur hanya mendapatkan biaya bunga yang bersifat relatif tetap, kelebihan keuntungan akan menjadi klaim bagi pemilik perusahaan (Brigham dan Houston, 2011:153). Penggunaan hutang yang berlebihan akan mendekati perusahaan pada posisi kebangkrutan. Untuk menghindari kebangkrutan tersebut, penggunaan hutang harus digunakan seoptimal mungkin oleh perusahaan.

4. Kebijakan Hutang

Kebijakan hutang merupakan bagian dari struktur keuangan perusahaan yang berkaitan dengan cara perusahaan mendanai aktivitas operasinya. Keputusan pendanaan perusahaan dipengaruhi oleh struktur modal perusahaan. Terdapat pilihan sumber pendanaan, antara lain yaitu modal internal dan modal eksternal. Modal internal merupakan sumber dana yang berasal dari laba ditahan perusahaan, sedangkan modal eksternal berasal dari para kreditur dan pemilik perusahaan. Modal yang berasal dari kreditur disebut sebagai hutang perusahaan (Riyanto, 2001:6).. Menurut FASB dalam Suwardjono (2011:305), kewajiban (hutang) adalah pengorbanan manfaat ekonomi masa datang yang cukup pasti timbul dari keharusan sekarang suatu kesatuan usaha untuk mentransfer aset atau

menyediakan/menyerahkan jasa kepada kesatuan lain di masa mendatang sebagai akibat transaksi atau kejadian masa lalu.

5. *Signaling Theory*

Informasi merupakan faktor penting bagi seorang investor dan pelaku bisnis karena informasi pada hakekatnya menyajikan keterangan, catatan atau gambaran mengenai keadaan masa lalu, saat ini maupun masa mendatang mengenai kelangsungan hidup suatu perusahaan. Informasi baik bagi investor atau pelaku bisnis untuk digunakan sebagai alat analisis dalam mengambil keputusan investasi adalah informasi yang lengkap, relevan, akurat dan tepat waktu.

Informasi yang dipublikasikan sebagai suatu pengumuman akan memberikan signal bagi investor dalam mengambil keputusan investasi. Jika pengumuman tersebut mengandung nilai positif, maka diharapkan pasar akan bereaksi pada waktu pengumuman tersebut diterima oleh pasar.

Signaling theory mengemukakan bahwa suatu tindakan yang diambil oleh manajemen perusahaan memberikan petunjuk kepada investor tentang bagaimana manajemen menilai prospek perusahaan tersebut. *Signaling theory* 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 yaitu situasi di mana manajer memiliki informasi berbeda (lebih baik) tentang prospek perusahaan dibandingkan dengan yang dimiliki oleh investor (Brigham dan Houston, 2011:186).

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. Penjualan saham baru akan menimbulkan dua asumsi dari pasar, antara lain: Pertama, penjualan saham baru menunjukkan bahwa perusahaan memiliki kesulitan keuangan dan struktur modal yang tidak baik. Kedua, pasar menduga bahwa investor atau pemilik perusahaan menginginkan keluar dari bisnis, melakukan diversifikasi bisnis lain. Hal ini dilakukan karena risiko yang sudah terlalu tinggi. Dengan kata lain, investor baru akan curiga bahwa investor lama dan pemilik perusahaan ingin berbagi risiko dengan orang lain (Sartono, 2001:9). Oleh karena itu, manajer menyadari reaksi negatif pasar terhadap penerbitan saham baru karena dapat menurunkan nilai perusahaan, sehingga penerbitan hutang dianggap sebagai kabar baik bagi investor. Kenaikan *Leverage* mengandung probabilitas yang lebih tinggi atas kebangkrutan, hal ini dikarenakan, semakin meningkatnya risiko 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 akan jauh lebih baik dibandingkan dengan yang tercermin oleh harga sahamnya, dimana kenaikan *Leverage* merupakan sinyal positif bagi investor.

6. Nilai Perusahaan

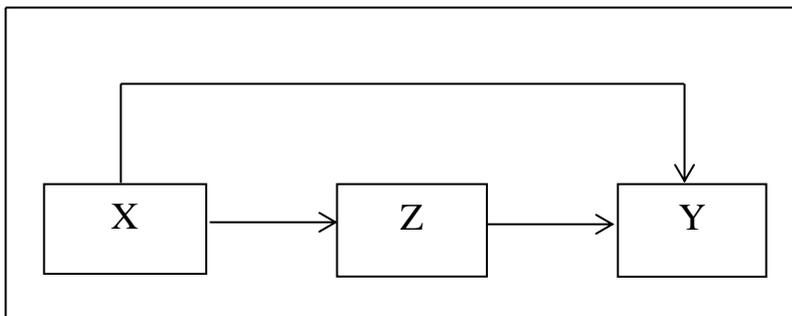
Nilai perusahaan merupakan konsep penting bagi investor, karena nilai perusahaan merupakan indikator bagaimana pasar menilai perusahaan secara keseluruhan. Menurut Sartono (2001:9), nilai perusahaan merupakan harga jual sebenarnya seandainya perusahaan tersebut akan dijual tidak hanya mencerminkan nilai aset perusahaan tetapi meliputi tingkat risiko usaha, prospek perusahaan, manajemen, lingkungan usaha dan faktor- faktor lain apabila perusahaan tersebut belum *go publik*. Menurut Husnan (1998:7), nilai perusahaan merupakan harga yang bersedia dibayar oleh calon pembeli apabila perusahaan tersebut di jual.

Berdasarkan pemaparan di atas, dapat disimpulkan bahwa nilai perusahaan merupakan harga pasar dari perusahaan yang mencerminkan seluruh sumber daya perusahaan. Indikator dari nilai perusahaan dapat dilihat dari harga saham perusahaan tersebut. Apabila perusahaan beroperasi secara lancar maka nilai saham akan meningkat, sebaliknya apabila operasi perusahaan tidak lancar maka nilai saham perusahaan akan turun, dan pada akhirnya akan berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Dengan demikian, harga saham merupakan gambaran keadaan perusahaan sebenarnya, dimana dapat dijadikan indeks yang tepat untuk mengukur efisiensi perusahaan.

Nilai perusahaan pada umumnya dapat diukur dari beberapa aspek, salah satunya adalah nilai pasar saham. Nilai pasar saham dapat diukur menggunakan rasio *Price to Book Value* (PBV). Rasio PBV menggambarkan seberapa besar pasar menghargai nilai buku saham suatu perusahaan. Nilai buku saham (*book value per share*) dihitung sebagai hasil bagi antara ekuitas pemegang saham dengan jumlah saham yang beredar. Rasio PBV menunjukkan tingkat kemampuan perusahaan menciptakan nilai relatif terhadap jumlah modal yang diinvestasikan. Pengukuran kinerja perusahaan dapat dilakukan melalui penilaian laporan keuangan. Rasio PBV mengukur nilai yang diberikan pasar keuangan kepada manajemen dan organisasi perusahaan sebagai sebuah perusahaan yang terus tumbuh (Brigham dan Houston, 2010:151). *Price to book value* yang tinggi akan membuat pasar percaya pada prospek perusahaan ke depan. *Price to book value* merupakan perbandingan antara harga saham dengan nilai buku per saham (Hanafi, 2010:131). Harga pasar saham perusahaan mencerminkan penilaian khusus dari semua pelaku pasar atas nilai suatu perusahaan. Harga pasar saham berfungsi sebagai barometer kinerja bisnis harga tersebut menunjukkan seberapa baiknya kinerja manajemen atas nama paa pemegang saham. Oleh karena itu, manajemen harus berfokus pada penciptaan nilai bagi para pemegang saham. Dari pemaparan diatas dapat disimpulkan bahwa *price to book value* merupakan perbandingan antara harga saham dengan nilai buku saham.

Metode Penelitian

Berdasarkan latar belakang masalah dan rumusan masalah yang diterangkan diatas, maka penelitian ini termasuk jenis penelitian *explanatory research*. *Explanatory research* merupakan penelitian yang menjelaskan hubungan kausal antara variabel- variabel penelitian melalui suatu pengujian hipotesis tertentu, sehingga dalam perhitungannya menggunakan statistik inferensial. Penelitian ini bermaksud untuk mengetahui pengaruh variabel independen (X) yaitu *insider ownership*, terhadap variabel dependen yaitu kebijakan hutang (Z) dan nilai perusahaan (Y). Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh *insider ownership* (MOWN) terhadap nilai perusahaan (PBV), dimana variabel kebijakan hutang (DER) sebagai variabel *intervening*. Analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah analisis jalur (*path analysis*). Analisis jalur merupakan pengembangan dari analisis regresi. Identifikasi pengaruh variabel *intervening* menggunakan uji *path* dilakukan dengan 2 langkah, yaitu melihat koefisien *path* atas pengaruh langsung dan kombinasi pengaruh langsung dan pengaruh tidak langsung. Adapun hubungan antar variabel yang akan diteliti dapat digambarkan sebagai berikut:



Keterangan:

X = *Insider ownership*

Z = Kebijakan hutang

Y = Nilai perusahaan

—————> = Pengaruh langsung antar variabel independen terhadap variabel dependen

1. Variabel Independen (X)

Variabel independen atau variabel bebas merupakan variabel- variabel yang secara independen berpengaruh pada variabel dependen atau variabel terikat (Y). Variabel independen dalam penelitian ini adalah *insider ownership*. Kepemilikan manajerial (*insider ownership*) adalah jumlah kepemilikan saham oleh pihak komisaris dan direksi perusahaan dari seluruh modal saham perusahaan yang dikelola. *Insider ownership* dalam penelitian ini diukur melalui total saham yang dimiliki manajerial dari seluruh modal saham yang beredar. Rumus *insider ownership* adalah sebagai berikut:

$$\text{MOWN} = \frac{\text{Kepemilikan Manajerial}}{\text{Total Saham yang Beredar}} \times 100\%$$

2. Variabel *Intervening* (Z)

Variabel ini merupakan variabel penyela/antara yang terletak di antara variabel independen dan dependen, sehingga variabel independen tidak langsung mempengaruhi berubahnya variabel dependen. Dalam penelitian ini digunakan kebijakan hutang sebagai variabel *intervening*, yaitu seberapa besar perusahaan dibiayai oleh hutang dibanding dengan modal sendiri untuk membiayai kebutuhan usahanya. Kebijakan hutang dalam penelitian ini diukur menggunakan *debt to equity ratio* (DER). Rumus *debt to equity ratio* (DER) adalah sebagai berikut:

$$\text{DER (debt to equity ratio)} = \frac{\text{Total Hutang}}{\text{Total Modal}}$$

3. Variabel *Dependen* (Y)

Variabel dependen yang digunakan dalam penelitian ini adalah nilai perusahaan. Nilai perusahaan adalah harga yang bersedia dibayar apabila perusahaan dijual, nilai perusahaan ini tercermin dari harga saham suatu perusahaan. Nilai perusahaan dalam penelitian ini diukur menggunakan rasio *price to book value* (PBV). Rumus *price book value* (PBV) adalah sebagai berikut:

$$\text{PBV (price to book value)} = \frac{\text{Harga Saham}}{\text{Nilai Buku Saham}}$$

$$\text{Book value per share} = \frac{\text{Modal}}{\text{Jumlah Saham yang Beredar}}$$

Populasi dan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan non perbankan yang terdaftar di BEI tahun 2013.

Pengambilan sampel dalam penelitian ini dilakukan dengan menggunakan *purposive sampling*. Sampel diambil berdasarkan kriteria sebagai berikut:

1. Merupakan perusahaan non perbankan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) tahun 2013.
2. Perusahaan tersebut memiliki *insider ownership* pada tahun penelitian yaitu tahun 2013.

Berdasarkan kriteria- kriteria tersebut, maka proses pemilihan sampel dilakukan seperti dalam Tabel 3.1 berikut ini:

Tabel 3.1 Proses Pengambilan Sampel

Keterangan	Jumlah
Populasi penelitian adalah seluruh perusahaan non perbankan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada tahun 2013	446
Perusahaan tersebut tidak memiliki <i>insider ownership</i> pada tahun penelitian yaitu tahun 2013	(267)
Jumlah Sampel	179

(Sumber : Indonesia Capital Market Directory/ ICMD tahun 2013)

Berdasarkan kriteria diatas, maka sampel dalam penelitian ini terdiri dari 179 perusahaan.

Jenis Data dan Teknik Pengumpulan Data

1. Jenis Data

Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder, yaitu data yang telah dibuat oleh pihak lain. Data sekunder yang digunakan dalam penelitian ini adalah laporan keuangan perusahaan yang telah dipublikasikan di BEI tahun 2013.

2. Teknik Pengumpulan Data

Sesuai dengan jenis data di atas, maka sumber data dalam penelitian ini adalah dari situs resmi BEI di www.idx.co.id, jurnal-jurnal serta referensi pendukung lain.

Teknik Analisis Data

Sesuai dengan rumusan masalah peneliti yaitu mengetahui pengaruh antara variabel bebas terhadap variabel terikat melalui variabel perantara, maka teknik analisa data yang digunakan adalah analisis jalur atau *path analysis*. Adapun analisis data dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Analisis Deskriptif

Analisis ini mendeskripsikan data sampel yang telah terkumpul tanpa membuat kesimpulan yang berlaku umum.

2. Uji Asumsi Klasik

Penelitian ini menggunakan teknik analisis jalur atau *path analysis* sebagai pengembangan dari analisis regresi karena dalam penelitian bermaksud untuk mencari apakah terdapat pengaruh secara langsung maupun tidak langsung diantara variabel independen terhadap variabel dependen melalui variabel *intervening*. Agar data yang digunakan tidak bias, maka diperlukan uji asumsi klasik dalam penelitian ini. Uji asumsi klasik tersebut meliputi:

a. Uji Normalitas

Uji normalitas dilakukan untuk mengetahui apakah dalam sebuah model regresi, variabel independen, variabel dependen, atau keduanya mempunyai distribusi normal atau tidak. Data dapat dianalisis menggunakan statistik parametrik apabila berdistribusi normal dan dianalisis menggunakan statistik non parametrik apabila data tidak berdistribusi normal. Uji normalitas pada penelitian ini menggunakan uji *Kolmogorov Smirnov* dengan kriteria pengujian $\alpha = 0,05$ (Singgih, 2000:102) sebagai berikut:

1. Jika $\alpha \text{ sig} \geq \alpha$, maka data sampel berdistribusi normal
2. Jika $\alpha \text{ sig} \leq \alpha$, maka data sampel tidak berdistribusi normal

b. Uji Heteroskedastisitas

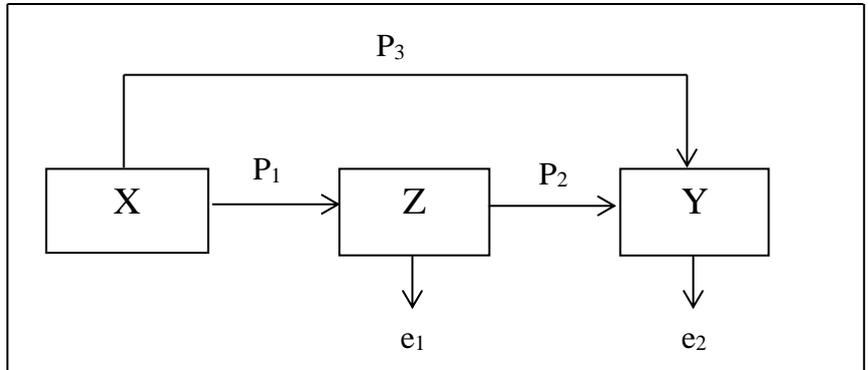
Pengujian dalam penelitian ini menggunakan grafik *scatterplot* dengan melihat pola pada grafik. Jika terdapat pola tertentu, seperti titik- titik (*point-point*) yang ada membentuk pola tertentu dengan teratur (bergelombang, melebar kemudian menyempit), maka mengindikasikan telah terjadi heteroskedastisitas. Jika tidak ada pola yang jelas, serta titik- titik menyebar di atas dan di bawah angka 0 pada sumbu Y, maka tidak terjadi heteroskedastisitas (Santoso, 2002:210).

3. Analisis Jalur (*Path Analysis*)

Sugiyono (2011:297), analisis jalur (*path analysis*) merupakan pengembangan dari analisis regresi, sehingga analisis regresi dapat dikatakan sebagai bentuk khusus dari analisis jalur (*regression is special case of path analysis*). Di dalam analisis jalur terdapat pengaruh langsung dan pengaruh tidak langsung. Pengaruh langsung terjadi jika suatu variabel mempengaruhi variabel lain tanpa ada variabel ke tiga yang memediasi. Pengaruh tidak langsung adalah jika ada variabel ke tiga yang memediasi hubungan dua variabel. Analisis jalur digunakan untuk menguji pengaruh variabel *intervening*. 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). Langkah kerja dalam analisis jalur ini adalah sebagai berikut:

- a. Menentukan model hubungan lintas antara variabel independen dengan variabel dependen berdasarkan konsep dan teori.



Keterangan:

X = *Insider ownership*

Z = Kebijakan hutang

Y = Nilai perusahaan

P₁, P₂, P₃ = Pengaruh langsung antar variabel independen terhadap variabel dependen

- b. Menyatakan model tersebut dalam persamaan regresi, sehingga membentuk koefisien jalur sebagai berikut:

1. Persamaan struktural untuk memberikan nilai (P₁) yaitu:

$$Z = \alpha + \beta_1 X + e_1 \quad (\text{Ghozali, 2006:175})$$

2. Persamaan struktural untuk memberikan nilai (P₂) dan (P₃) yaitu:

$$Y = \alpha + \beta_1 X + \beta_2 Z + e_2 \quad (\text{Ghozali, 2006:175})$$

3. Persamaan struktural untuk memberikan nilai pengaruh tidak langsung yaitu:

$$\text{PTL } (X - Z - Y) = P_1 \times P_2 \quad (\text{Ghozali, 2006:175})$$

Keterangan:

X = *Insider ownership*

Z = Kebijakan hutang (variabel *intervening*)

Y = Nilai perusahaan

α = Konstanta

$\beta_1 - \beta_2$ = Koefisien regresi dari setiap variabel independen

e = Error

Jumlah varians yang tidak dapat dijelaskan oleh variabel independen akan disimbolkan dengan anak panah (e) yang menuju ke variabel dependen dan variabel *intervening*. Besarnya nilai tersebut dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$e = \sqrt{(1 - R^2)} \quad (\text{Ghozali, 2006:175})$$

4. Uji Hipotesis

Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh *insider ownership* terhadap nilai perusahaan dengan kebijakan hutang sebagai variabel *intervening* secara parsial, oleh sebab itu menggunakan uji parsial atau uji t sebagai alat analisis. Uji statistik t pada dasarnya menunjukkan seberapa jauh pengaruh satu variabel independen secara individual dalam menerangkan variasi variabel dependen (Ghozali, 2011:98). Dasar pengambilan keputusan adalah dengan membandingkan antara nilai probabilitas (p) dari t- hitung dengan taraf signifikansi $\alpha = 5\%$. Adapun kriteria pengambilan keputusan yaitu jika p- value lebih kecil dari α ($p \leq 0,05$), maka H_0 ditolak dan sebaliknya, jika p- value lebih besar dari α ($p \geq 0,05$), maka H_0 diterima.

Hasil Analisis dan Pembahasan

A. Deskripsi Variabel

Berikut ini diuraikan deskripsi data dari masing- masing variabel penelitian baik variabel independen yaitu *insider ownership*, kebijakan hutang sebagai variabel *intervening* serta nilai perusahaan sebagai variabel dependen.

1. *Insider Ownership*

Tabel 4.1 Hasil Statistik Deskriptiv Variabel Penelitian

Descriptive Statistics				
	N	Minimum	Maximum	Mean
Insider Ownership (X)	179	.0001	.9600	.158149
Kebijakan Hutang (Z)	179	-51.21	32.05	1.2873
Nilai Perusahaan (Y)	179	-15.4	182.6	4.078
Valid N (listwise)	179			

Berdasarkan data rata- rata nilai *insider ownership* yang terdapat pada Tabel 4.1 dapat diketahui bahwa secara umum rata- rata *insider ownership* seluruh perusahaan non perbankan di BEI tahun 2013 sebesar 15,81%, dengan nilai terendah 0,01% dan nilai tertinggi sebesar 96%. Nilai rata- rata sebesar

15,81% dapat diartikan bahwa dari 100% saham perusahaan yang beredar, 15,81% saham tersebut dimiliki oleh pihak manajemen perusahaan. Terdapat 126 perusahaan yang memiliki rata-rata *insider ownership* di bawah rata-rata industri pada periode penelitian yaitu tahun 2013, sedangkan 53 perusahaan lainnya memiliki rata-rata di atas industri. Jumlah 126 perusahaan yang memiliki nilai rata-rata *insider ownership* di bawah rata-rata industri ini dikarenakan sebagian besar saham perusahaan di Indonesia dimiliki oleh institusi.

2. Kebijakan Hutang

Berdasarkan data rata-rata kebijakan hutang yang terdapat pada Tabel 4.1 dapat diketahui bahwa secara umum rata-rata nilai kebijakan hutang seluruh perusahaan non perbankan di BEI tahun 2013 sebesar 1,29% , dengan nilai terendah – 51,21% dan nilai tertinggi sebesar 32,05%. Terdapat 113 perusahaan yang memiliki rata-rata kebijakan hutang di bawah rata-rata industri pada periode penelitian yaitu tahun 2013, sedangkan 66 perusahaan lainnya memiliki rata-rata di atas industri.

3. Nilai Perusahaan

Berdasarkan data rata-rata kebijakan hutang yang terdapat pada Tabel 4.1 dapat diketahui bahwa secara umum rata-rata nilai perusahaan seluruh perusahaan non perbankan di BEI tahun 2013 sebesar 4,08% , dengan nilai terendah – 15,4% dan nilai tertinggi sebesar 182,6%. Terdapat 149 perusahaan yang memiliki rata-rata nilai perusahaan di bawah rata-rata industri pada periode penelitian yaitu tahun 2013, sedangkan 30 perusahaan lainnya memiliki rata-rata di atas industri. Hal ini menunjukkan bahwa sebagian besar nilai perusahaan non perbankan yang terdaftar di BEI relatif rendah, karena rata-rata nilai perusahaan berada di bawah nilai tertinggi yaitu sebesar 182,6%.

B. Hasil Uji Asumsi Klasik

Dalam regresi akan memberikan hasil yang benar-benar memenuhi persyaratan jika memenuhi uji asumsi klasik. Uji asumsi klasik dalam penelitian ini adalah uji normalitas dan uji heterokedastisitas.

1. Uji Normalitas

Adapun hasil uji normalitas yang dihasilkan adalah sebagai berikut:

Tabel 4.2 Uji normalitas pengaruh *insider ownership* terhadap kebijakan hutang

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test		
		Unstandardized Residual
N		179
Normal Parameters ^a	Mean	.0000000
	Std. Deviation	.81475687
	Most Extreme Absolute Differences	.057
	Positive	.057
	Negative	-.049
Kolmogorov-Smirnov Z		.764
Asymp. Sig. (2-tailed)		.603
a. Test distribution is Normal.		

Sumber: Data diolah SPSS 16, 2014

Tabel 4.2 adalah hasil uji normalitas yang dihasilkan dari pengaruh *insider ownership* terhadap kebijakan hutang.

Pada tabel tersebut menunjukkan bahwa nilai signifikansi (Asymp.Sig 2-tailed) lebih besar dari nilai signifikansi $0,05 > 0,603$, maka dapat disimpulkan bahwa data antara variabel *insider ownership* terhadap kebijakan hutang berdistribusi normal.

Tabel 4.3 Uji normalitas pengaruh *insider ownership*, kebijakan hutang terhadap nilai perusahaan

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test		
		Unstandardized Residual
N		179
Normal Parameters ^a	Mean	.0000000
	Std. Deviation	.79590832
	Most Extreme Absolute Differences	.061
	Positive	.061
	Negative	-.041
Kolmogorov-Smirnov Z		.817
Asymp. Sig. (2-tailed)		.517
a. Test distribution is Normal.		

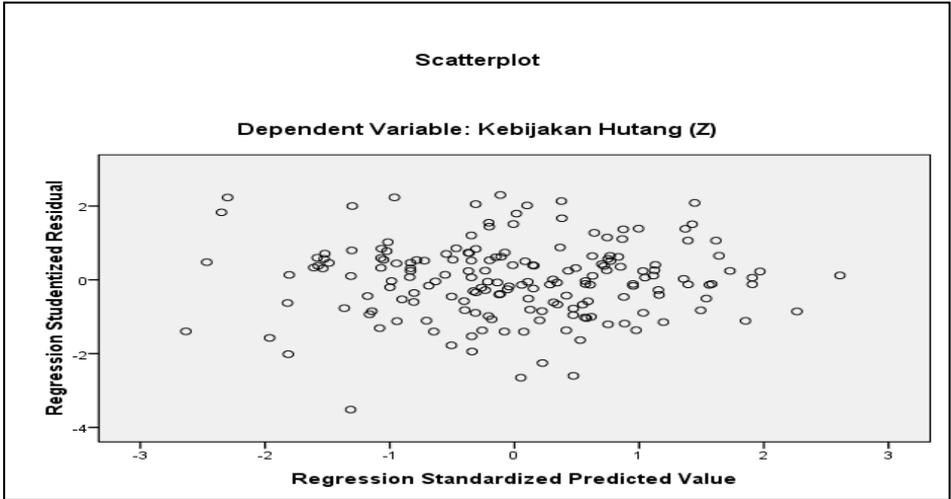
Sumber: Data diolah SPSS 16, 2014

Tabel 4.3 adalah hasil uji normalitas yang dihasilkan dari pengaruh *insider ownership*, kebijakan hutang terhadap nilai perusahaan. Pada tabel tersebut menunjukkan bahwa nilai signifikansi (Asymp.Sig 2-tailed) lebih besar dari nilai signifikansi $0,05 > 0,517$, maka dapat disimpulkan bahwa data antara variabel *insider ownership*, kebijakan hutang terhadap nilai perusahaan berdistribusi normal.

Berdasarkan data pada tabel di atas, terlihat bahwa nilai signifikansi dari kedua model regresi tersebut (Asymp.Sig 2-tailed) lebih besar dari nilai signifikansi $0,05$. Dengan demikian, dapat diketahui bahwa variabel independen, variabel dependen, atau keduanya mempunyai distribusi normal, sehingga dari segi normalitas model regresi layak digunakan untuk menganalisis pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen.

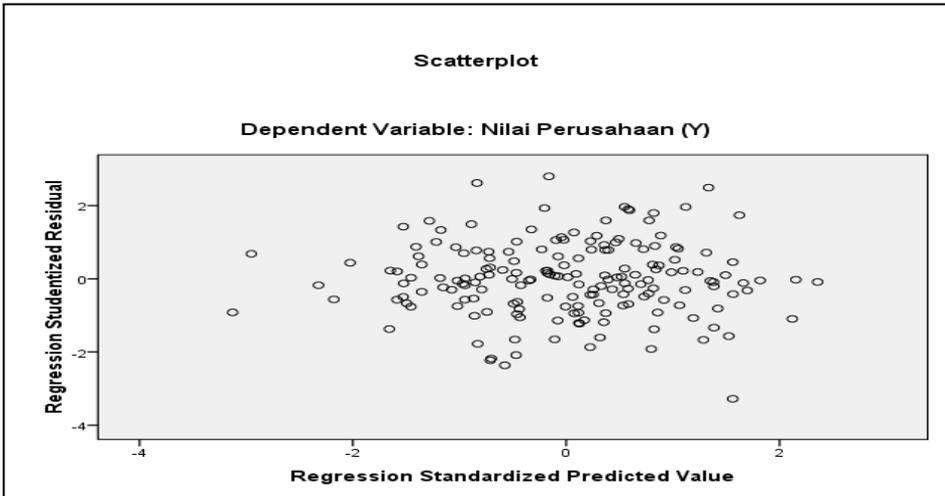
2. Uji Heteroskedastisitas

Adapun hasil uji heteroskedastisitas yang dihasilkan adalah sebagai berikut:



Gambar 4.1 Uji heteroskedastisitas pengaruh *insider ownership* terhadap kebijakan hutang

Gambar 4.1 adalah hasil uji heteroskedastisitas yang dihasilkan dari pengaruh *insider ownership* terhadap kebijakan hutang. Pola pada grafik tersebut menunjukkan bahwa tidak terjadi masalah heteroskedastisitas dalam model regresi.



Gambar 4.2 Uji heteroskedastisitas pengaruh *insider ownership*, kebijakan hutang terhadap nilai perusahaan

Gambar 4.2 adalah hasil uji heteroskedastisitas yang dihasilkan dari pengaruh *insider ownership* dan kebijakan hutang terhadap nilai perusahaan. Pola pada grafik tersebut menunjukkan bahwa tidak terjadi masalah heteroskedastisitas dalam model regresi.

Berdasarkan hasil gambar grafik *scatterplot* di atas dapat diketahui bahwa titik-titik tidak membentuk pola yang jelas. Titik-titik menyebar di atas dan di bawah angka 0 pada sumbu Y. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa kedua model regresi tersebut tidak terjadi masalah heteroskedastisitas.

C. Pengujian Hipotesis

1. Hipotesis 1 (*Insider ownership* berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang perusahaan)

Tabel 4.4 Hasil Regresi *Insider Ownership* terhadap Kebijakan Hutang

Coefficients ^a					
Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients		
	B	Std. Error	Beta	t	Sig.
1 (Constant)	1.953	.455		4.291	.000
Insider Ownership (X)	-4.208	1.619	-.192	-2.600	.010
R = 0,192					
R Square = 0,037					
a. Dependent Variable: Kebijakan Hutang (Z)					

Sumber: Data diolah SPSS 16, 2014

Berdasarkan hasil regresi pada Tabel 4.4 di atas dapat diketahui bahwa *insider ownership* (X) memiliki nilai signifikansi t adalah sebesar 0,010. Karena memiliki nilai signifikansi t kurang dari $\alpha = 0,05$, maka H_0 ditolak. Jika melihat dari nilai koefisien *insider ownership* yang bertanda negatif (-), yaitu sebesar -0,192 ini menunjukkan bahwa bahwa *insider ownership* berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang. Sehingga hipotesis dalam penelitian ini (H_1) yaitu *insider ownership* berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang ditolak.

2. Hipotesis 2 (Kebijakan hutang berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan)

Tabel 4.5 Hasil Regresi Kebijakan Hutang terhadap Nilai Perusahaan

Coefficients ^a						
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients		
		B	Std. Error	Beta	t	Sig.
1	(Constant)	2.133	1.066		2.001	.047
	Kebijakan Hutang (Z)	1.511	.203	.489	7.458	.000
R = 0,489						
R Square = 0,239						
a. Dependent Variable: Nilai Perusahaan (Y)						

Sumber: Data diolah SPSS 16, 2014

Berdasarkan hasil regresi pada Tabel 4.5 di atas dapat diketahui bahwa kebijakan hutang (Z) memiliki nilai signifikansi t adalah sebesar 0,000. Karena memiliki nilai signifikansi t kurang dari $\alpha = 0,05$, maka H_0 ditolak. Jika melihat dari nilai koefisien kebijakan hutang yang bertanda positif (+), yaitu sebesar 0,489 ini menunjukkan bahwa kebijakan hutang berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Sehingga hipotesis dalam penelitian ini (H_2) yaitu kebijakan hutang berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan diterima.

3. Hipotesis 3 (*insider ownership* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan hutang)

Tabel 4.6 Hasil Regresi *Insider Ownership* dan Kebijakan Hutang terhadap Nilai Perusahaan

Coefficients ^a						
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients		
		B	Std. Error	Beta	t	Sig.
1	(Constant)	-2.888	1.147		-2.519	.013
	Insider Ownership (X)	29.643	3.955	.437	7.495	.000
	Kebijakan Hutang (Z)	1.770	.180	.573	9.820	.000
R = 0,651						
R Square = 0,423						
F Hitung = 64,561						
Sig F = 0.000						
a. Dependent Variable: Nilai Perusahaan (Y)						

Sumber: Data diolah SPSS 16, 2014

Berdasarkan hasil output SPSS pada Tabel 4.4 diketahui bahwa nilai *standardized beta insider ownership* pada persamaan (1) sebesar $-0,192$ dan nilai signifikansi t sebesar $0,010$, maka dapat diartikan bahwa *insider ownership* berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang. Nilai koefisien *standardized beta* $-0,192$ merupakan nilai jalur P_1 (pengaruh langsung).

Pada hasil output SPSS Tabel 4.5 memberikan nilai *standardized beta insider ownership* terhadap nilai perusahaan sebesar $0,437$ dan kebijakan hutang terhadap nilai perusahaan sebesar $0,573$. *Insider ownership* dan kebijakan hutang sama-sama memiliki signifikansi t sebesar $0,000$. Hal ini berarti *insider ownership* dan kebijakan hutang sama-sama berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan secara langsung dengan nilai signifikansi t kurang dari $\alpha = 0,05$ atau $\text{sign } t = 0,000 < 0,05$. Hasil dari hubungan antar variabel tersebut dapat diringkas dalam Tabel 4.7 berikut ini:

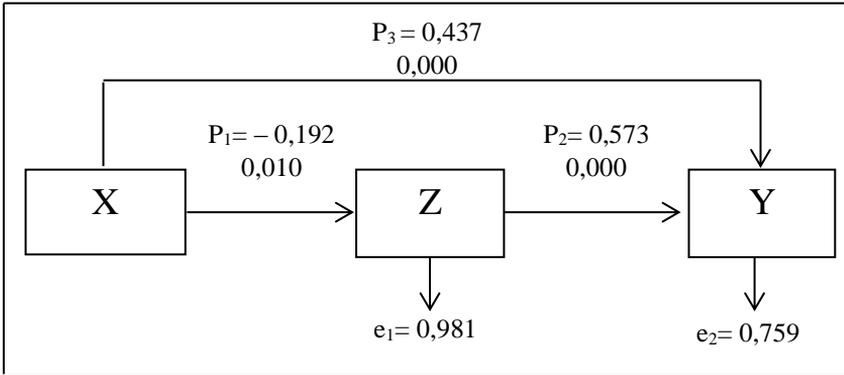
Tabel 4.7 Ringkasan hasil hubungan antar variabel

Hipotesis	Pengaruh Langsung	Signifikansi	Keputusan
X – Z	$-0,192$	$0,010$	Ho ditolak
Z – Y	$0,573$	$0,000$	Ho ditolak
X – Y	$0,437$	$0,000$	Ho ditolak

Sumber: Data diolah SPSS 16, 2014

Berdasarkan Tabel 4.7 di atas dapat disimpulkan bahwa *insider ownership* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan hutang. Sehingga hipotesis dalam penelitian ini (H_3) yaitu *insider ownership* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan hutang diterima. Nilai koefisien *standardized beta insider ownership* sebesar $0,437$ merupakan nilai jalur secara langsung (P_3) dan nilai koefisien *standardized beta* kebijakan hutang sebesar $0,573$ merupakan nilai jalur P_2 . Pengaruh tidak langsung X terhadap Y melalui Z dapat dihitung dengan menggunakan rumus $PTL X - Z - Y = \beta_1 \times \beta_2$. Berdasarkan rumus tersebut, hasil dari pengaruh tidak langsung *insider ownership* terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan hutang adalah sebesar $-0,192 \times 0,573 = -0,110016$ atau $-11,00\%$. Hasil penelitian tersebut dapat diartikan bahwa besarnya pengaruh hubungan langsung antara *insider ownership* terhadap nilai perusahaan jika melalui kebijakan hutang maka besaran pengaruhnya akan menurun sebesar $-11,00\%$. Berdasarkan hasil tersebut dapat diambil kesimpulan bahwa *insider ownership* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan hutang, namun pengaruhnya akan berkurang sebesar $11,00\%$ apabila melalui kebijakan hutang.

D. Model Lintasan



Gambar 4.3 Model Path

Hubungan antar variabel *insider ownership* terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan hutang secara teoritis dapat di buat model lintasan pengaruh pada Gambar 4.3 di atas. Berdasarkan model di atas, sehingga dibakukan dengan menggunakan koefisien *path* untuk menentukan jalur pengaruh variabel independen yang berpengaruh terhadap variabel dependen. Model yang dapat dibakukan adalah sebagai berikut:

$$Z = - 4,208 X + e_1$$

$$Y = 1,770 Z + e_2$$

Pada hasil pengujian sebelumnya, dapat diketahui bahwa nilai e_1 dan e_2 adalah jumlah varians yang tidak dapat dijelaskan oleh variabel independen menuju ke variabel dependen dan variabel *intervening*. Besarnya nilai $e_1 = \sqrt{(1 - 0,037)} = 0,981$ atau 98%. Dengan pengaruh *error* (e_1) pada model regresi pertama sebesar 98%, dapat diartikan bahwa pengaruh variabel independen dalam model pertama sebesar 2% terhadap variabel dependen, sedangkan sebesar 98 % dipengaruhi oleh variabel lain (yang belum terdapat dalam model regresi *insider ownership* terhadap kebijakan hutang).

Besarnya nilai $e_2 = \sqrt{(1 - 0,423)} = 0,759$ atau 76%. Dengan pengaruh *error* (e_1) pada model regresi pertama sebesar 76% dapat diartikan bahwa pengaruh variabel independen dalam model kedua sebesar 24% terhadap variabel dependen, sedangkan sebesar 76% dipengaruhi oleh variabel lain (yang belum terdapat dalam model regresi *insider ownership*, kebijakan hutang terhadap nilai perusahaan).

A. Analisis Data

Setelah melakukan uji asumsi klasik, diketahui bahwa data dapat digunakan dalam model regresi. Adapun bentuk persamaan regresi dalam penelitian ini yaitu:

$$Z = \alpha + \beta_1 X + e_1$$

$$Y = \alpha + \beta_1 X + \beta_2 Z + e_2$$

Berdasarkan model persamaan regresi di atas, dengan bantuan *software SPSS 16 for Windows* diperoleh hasil sebagai berikut:

1. Analisis Regresi Linier *Insider Ownership* terhadap Kebijakan Hutang

Berdasarkan hasil regresi yang terdapat pada Tabel 4.4, maka dapat diperoleh hasil persamaan regresi sebagai berikut ini:

$$Z = 1,953 - 4,208 X + e_1$$

$$\alpha = 1,953$$

Jika nilai konstanta variabel *insider ownership* (X) adalah 0, maka dapat diartikan bahwa kebijakan hutang (Z) nilainya sebesar 1,953. Jika nilai koefisien regresi variabel *insider ownership* (β_1) adalah - 4,208, dapat diartikan bahwa setiap peningkatan *insider ownership* (X) sebesar 1%, maka kebijakan hutang (Z) akan mengalami penurunan sebesar - 4,208%.

Pada model regresi diperoleh R^2 sebesar 0,037 atau 3,7% menyatakan bahwa variasi variabel X dapat menjelaskan variasi Z sebesar 3,7% dan sisanya sebesar 96,3% dipengaruhi oleh variabel lain yang tidak dimasukkan dalam model ini dan *error*. Sedangkan nilai R sebesar 0,192 menunjukkan hubungan yang terjadi antara *insider ownership* terhadap kebijakan hutang cukup lemah karena nilai tersebut jauh dari 1.

2. Analisis Regresi Linier Kebijakan Hutang terhadap Nilai Perusahaan

Berdasarkan hasil regresi di atas, maka dapat diperoleh hasil persamaan regresi sebagai berikut ini:

$$Y = 2,133 + 1,511 Z + e_2$$

$$\alpha = 2,133$$

Jika nilai konstanta variabel kebijakan hutang (Z) adalah 0, maka dapat diartikan bahwa nilai perusahaan (Y) nilainya sebesar 2,133. Jika nilai koefisien regresi variabel kebijakan hutang (β_2) adalah 1,511, dapat diartikan bahwa setiap peningkatan kebijakan hutang (Z) sebesar 1%, maka nilai perusahaan (Y) akan mengalami kenaikan sebesar 1,511%.

Pada model regresi diperoleh R^2 sebesar 0,239 atau 23,9% menyatakan bahwa variasi variabel Z dapat menjelaskan variasi Y sebesar 23,9% dan sisanya sebesar 76,1% dipengaruhi oleh variabel lain yang tidak dimasukkan dalam model ini dan *error*. Sedangkan nilai R sebesar 0,489 menunjukkan hubungan

yang terjadi antara kebijakan hutang terhadap nilai perusahaan cukup lemah karena nilai tersebut jauh dari 1.

3. Analisis Regresi Linier *Insider Ownership* terhadap Nilai Perusahaan

Hasil dari analisis regresi antara variabel *insider ownership* terhadap nilai perusahaan dapat di lihat dalam Tabel 4.8 berikut ini:

Tabel 4.8 Hasil Regresi *Insider Ownership* terhadap Nilai Perusahaan

Coefficients ^a						
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients		
		B	Std. Error	Beta	t	Sig.
1	(Constant)	.569	1.354		.420	.675
	Insider Ownership (X)	22.194	4.816	.327	4.608	.000
R		= 0,327				
R Square		= 0,107				
a. Dependent Variable: Nilai Perusahaan (Y)						

Sumber: Data diolah SPSS 16, 2014

Berdasarkan hasil regresi pada Tabel 4.8 di atas dapat diketahui bahwa *insider ownership* (X) memiliki nilai signifikansi t adalah sebesar 0,000. Karena memiliki nilai signifikansi t kurang dari $\alpha = 0,05$, maka dapat diartikan bahwa *insider ownership* berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Jika melihat dari nilai koefisien *insider ownership* yang bertanda positif (+), yaitu sebesar 0,327 ini menunjukkan bahwa bahwa *insider ownership* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Sehingga hasil regresi dalam penelitian ini dapat disimpulkan bahwa *insider ownership* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Berdasarkan hasil regresi pada Tabel 4.8 di atas, maka dapat diperoleh hasil persamaan regresi sebagai berikut ini:

$$Y = 0,569 + 22,194 X + e_2$$

$$\alpha = 0,569$$

Jika nilai konstanta variabel *insider ownership* (X) adalah 0, maka dapat diartikan bahwa nilai perusahaan (Y) nilainya sebesar 0,569. Jika nilai koefisien regresi variabel *insider ownership* (β_1) adalah 22,194, dapat diartikan bahwa setiap peningkatan *insider ownership* (X) sebesar 1%, maka nilai perusahaan (Y) akan mengalami kenaikan sebesar 22,194%.

Pada model regresi diperoleh R² sebesar 0,107 atau 10,7% menyatakan bahwa variasi variabel X dapat menjelaskan variasi Y sebesar 10,7% dan sisanya

sebesar 89,3% dipengaruhi oleh variabel lain yang tidak dimasukkan dalam model ini dan *error*. Sedangkan nilai R sebesar 0,327 menunjukkan hubungan yang terjadi antara *insider ownership* terhadap nilai perusahaan cukup lemah karena nilai tersebut jauh dari 1.

4. Analisis Regresi Linier *Insider Ownership* dan Kebijakan Hutang terhadap Nilai Perusahaan

Hasil dari analisis regresi antara variabel *insider ownership* dan kebijakan hutang terhadap nilai perusahaan dapat di lihat dalam Tabel 4.6, sehingga diperoleh persamaan regresi yaitu $Y = -2,888 + 29,643 X + 1,770 Z + e_2$

$$\alpha = -2,888$$

Nilai konstanta (α) adalah $-2,888$ dapat diartikan jika variabel *insider ownership* (X) dan kebijakan hutang (Z) diabaikan atau sama dengan 0, maka variabel nilai perusahaan (Y) nilainya sebesar $-2,888$. Nilai koefisien regresi variabel *insider ownership* (β_1) bernilai positif, yaitu 29,643 dapat diartikan bahwa setiap peningkatan *insider ownership* (X) sebesar 1%, maka nilai perusahaan (Y) akan mengalami peningkatan sebesar 29,643% dengan asumsi variabel independen lain nilainya tetap ($Z = 0$). Nilai koefisien regresi variabel kebijakan hutang (β_2) bernilai positif, yaitu 1,770. Jika kebijakan hutang (Z) berubah 1%, maka nilai perusahaan (Y) akan mengalami kenaikan sebesar 1,770% dengan asumsi variabel independen lain nilainya tetap ($X = 0$).

Pada model regresi diperoleh R^2 sebesar 0,423 atau 42,3% menyatakan bahwa variasi variabel *insider ownership* (X) dan kebijakan hutang (Z) dapat menjelaskan variasi variabel nilai perusahaan (Y) sebesar 42,3% dan sisanya sebesar 57,7% dijelaskan oleh variabel lain yang tidak dimasukkan dalam model ini dan *error*. Sedangkan nilai R sebesar 0,651 menunjukkan keeratan hubungan antara X dan Z terhadap Y cukup kuat, karena nilai R mendekati 1.

Pengaruh *Insider Ownership* terhadap Kebijakan Hutang pada perusahaan Non Perbankan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2013

Berdasarkan hasil penelitian yang telah dilakukan dalam penelitian dapat diketahui bahwa *insider ownership* berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang perusahaan non perbankan tahun 2013. Hal ini dapat diartikan bahwa semakin tinggi tingkat *insider ownership* suatu perusahaan, maka semakin rendah kebijakan hutang perusahaan atau sebaliknya. Dengan demikian, hasil penelitian ini menolak hipotesis pertama (H_1) yang menyatakan bahwa *insider ownership* berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang.

Hasil penelitian ini tidak mendukung *agency theory* sepenuhnya yang dikemukakan oleh Jensen dan Meckling (1976) dalam Kodrat dan Herdinata (2009:16), *insider ownership* merupakan insentif bagi para manajer untuk meningkatkan kinerja perusahaan dan manajer dalam menggunakan hutang secara optimal sehingga akan meminimumkan biaya keagenan. Namun arah

negatif dalam penelitian ini sesuai dengan penjelasan teori keagenan yang menyatakan bahwa semakin besar *insider ownership*, maka hutang akan mengalami penurunan dengan tujuan pengurangan risiko kebangkrutan sehingga dapat digunakan untuk mengurangi biaya keagenan.

Berpengaruhnya *insider ownership* terhadap kebijakan hutang secara negatif dan melemahnya hubungan antara *insider ownership* terhadap kebijakan hutang juga disebabkan oleh kondisi *insider ownership* di Indonesia, dimana kepemilikan saham perusahaan publik di Indonesia masih di dominasi oleh kepemilikan institusional yang dikendalikan melalui entitas berbadan hukum perseroan terbatas dan perusahaan induk yang umumnya mayoritas saham masih dikendalikan oleh kalangan keluarga atau pendiri. Hal ini menjelaskan bahwa *insider ownership* menjadikan kebijakan hutang sebagai bagian dari fenomena *trade off* antara konflik keagenan hutang dengan konflik keagenan ekuitas. Selain hal tersebut, kondisi pasar modal di Indonesia sebagai alternatif pendanaan bagi perusahaan masih sangat kecil dibandingkan negara dengan pasar modalnya sudah maju seperti di Amerika Serikat juga menjadi faktor yang mengakibatkan hubungan *insider ownership* terhadap kebijakan hutang berpengaruh negatif dan cukup lemah. Secara historis pendanaan perusahaan di Indonesia masih sebagian besar dari bank, kondisi ini menyebabkan perusahaan publik di Indonesia sangat rentan terhadap *financial distress*.

Perekonomian dunia yang diliputi ketidakpastian pasar keuangan global mengakibatkan pertumbuhan ekonomi Indonesia tahun 2013 mengalami penurunan dari 6,1% di tahun 2012 menjadi 5,78% di tahun 2013 (www.kompas.com, 15 April:14). Menurut Damayanti Ekonom Bank Mandiri menyatakan bahwa perlambatan perekonomian Indonesia tahun 2013 disebabkan berkurangnya konsumsi domestik, baik dari konsumsi swasta maupun investasi. Penurunan sektor konsumsi domestik tersebut disebabkan oleh melemahnya nilai tukar rupiah terhadap dollar Amerika, kebijakan Bank Indonesia (BI) yang menaikkan suku bunga acuan BI (*BI rate*) sebesar 75 basis poin (bps) dan kenaikan bahan bakar minyak yang berpengaruh terhadap inflasi sebesar 3,29%, akibatnya bunga pinjaman mengalami kenaikan. Hal ini berdampak pada sektor investasi, sehingga kredit perbankan ke sektor investasi berkurang akibat naiknya bunga kredit (www.kompas.com, 4 Agustus:13). Dengan kondisi penurunan kredit perbankan ke sektor investasi akibat melemahnya nilai tukar rupiah, naiknya bunga kredit pinjaman serta berkurangnya konsumsi domestik menyebabkan risiko gagal bayar serta risiko kebangkrutan perusahaan atas hutang yang dipinjam semakin meningkat. Penurunan konsumsi domestik dalam hal ini akan memberikan dampak penurunan laba perusahaan, dimana semakin kecil laba yang didapatkan perusahaan, maka semakin kecil juga kemampuan perusahaan untuk dapat membayar beban bunga dari penggunaan hutang. Hal ini dikarenakan biaya bunga dari penggunaan hutang tersebut lebih tinggi dibandingkan keuntungan dari penggunaan hutang itu sendiri, sehingga *insider ownership* dalam penelitian ini mengambil keputusan untuk mengurangi penggunaan hutang dan memanfaatkan penggunaan hutang secara optimal dalam

kegiatan operasional perusahaan dengan tujuan menghindari risiko kebangkrutan. Menurut Kasmir (2010:12), dengan adanya *insider ownership* di dalam perusahaan dapat memberikan keyakinan pada investor bahwa keputusan yang diambil oleh pihak *insider ownership* tersebut bertujuan memaksimalkan kesejahteraan pemegang saham (investor), termasuk penurunan tingkat penggunaan modal hutang.

Pengaruh Kebijakan Hutang terhadap Nilai Perusahaan pada perusahaan Non Perbankan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2013

Berdasarkan hasil penelitian yang telah dilakukan dalam penelitian dapat diketahui bahwa kebijakan hutang berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan pada perusahaan non perbankan tahun 2013. Hal ini dapat diartikan bahwa semakin tinggi kebijakan hutang suatu perusahaan, maka semakin tinggi nilai perusahaan tersebut dan juga sebaliknya. Dengan demikian, hasil penelitian ini menerima hipotesis kedua (H2) yang menyatakan bahwa kebijakan hutang berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Hasil penelitian ini mendukung keberadaan *signaling theory* yaitu motivasi manajer menggunakan hutang yang lebih besar adalah untuk memberikan sinyal positif kepada investor. Kenaikan *leverage* mengandung probabilitas yang lebih tinggi atas kebangkrutan, hal ini dikarenakan, semakin meningkatnya risiko 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 akan jauh lebih baik dibandingkan dengan yang tercermin oleh harga sahamnya, dimana kenaikan *leverage* merupakan sinyal positif bagi investor. Adanya pengaruh positif kebijakan hutang terhadap nilai perusahaan, berarti perusahaan menggunakan hutang dengan tingkat tinggi memiliki nilai perusahaan lebih bagus daripada perusahaan yang tidak menggunakan hutang dalam struktur modalnya.

Hubungan antara kebijakan hutang terhadap nilai perusahaan yang menunjukkan hasil cukup lemah dikarenakan kondisi perekonomian Indonesia tahun 2013 juga sedang melemah, dimana pada tahun ini investasi mengalami penurunan, turunnya belanja negara dan meningkatnya inflasi akibat naiknya harga bahan bakar minyak. Inflasi yang tinggi dalam suatu negara mendorong negara tersebut menerapkan suku bunga tinggi. Hal ini berdampak pada sektor investasi, dimana kredit perbankan ke sektor investasi mengalami penurunan, sehingga tingkat hutang perusahaan mengalami penurunan. Dengan segala informasi dan kemampuan yang dimiliki investor asing bahwa pasar modal negara berkembang, khususnya Indonesia memiliki pertumbuhan sangat pesat, yaitu dibuktikan dengan kemampuan negara Indonesia dalam memulihkan kondisi perekonomiannya pascakrisis ekonomi. Dengan kondisi demikian, kepercayaan investor asing terhadap kondisi perekonomian Indonesia dapat

meningkatkan harga saham, dimana modal asing tersebut masuk ke Indonesia melalui transaksi pembelian surat hutang dan saham (www.kompas.com, 15 April:13). Hal ini juga terbukti bahwa IHSG pada penghujung tahun 2013 ditutup menguat 1,45 % atau 61,19% pada level psikologis 4.724,4 apabila dibandingkan dengan bulan Agustus, IHSG mengalami penurunan hingga ke level psikologis 3.900 seiring pengumuman *the Fed* yang akan mengurangi program *Quantitative Easing* (QE). (www.kompas.com, 30 Desember:13). Prospek pasar yang baik tahun 2013 juga tercermin dari banyaknya perusahaan untuk melakukan *Initial Public Offering* (IPO) maupun *right issued* dan meningkatnya kinerja emiten jika dibandingkan dengan tahun 2012, yaitu dari laba bersih emiten kuartal pertama tahun 2013 tumbuh sebesar 2% dibandingkan tahun 2012, (www.idx.co.id, 30 Agustus:13). Dengan demikian, kebijakan hutang yang digunakan dalam penelitian ini adalah kebijakan hutang pada titik optimal, sehingga berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Berpengaruhnya kebijakan hutang terhadap nilai perusahaan secara positif pada tahun 2013 ini disebabkan oleh faktor sentimen pasar, bukan faktor fundamental yang terkait dengan kinerja manajer (www.idx.co.id, 30 Agustus:13).

Tujuan utama perusahaan didirikan adalah memaksimalkan kekayaan pemegang saham dengan cara memaksimalkan harga saham biasa perusahaan (Brigham dan Houston, 2010:7). Perusahaan dengan peluang pertumbuhan yang kuat dan kondisi perekonomian yang baik akan memberikan keuntungan lebih besar, sehingga hal ini akan membuat investor menilai tinggi harga saham perusahaan tersebut. Hal ini menunjukkan bahwa semakin tinggi harga saham suatu perusahaan, maka semakin tinggi juga kepercayaan investor terhadap prospek baik perusahaan dimasa mendatang. Dengan kondisi demikian, pihak manajemen tidak akan melakukan pendanaan dengan hutang tinggi hanya berdasarkan alasan struktur modal hutang tinggi memberikan sinyal positif bagi investor, namun tingkat penggunaan hutang tinggi harus diimbangi optimalisasi penggunaan hutang itu sendiri. Struktur modal yang baik dan optimal adalah struktur modal yang dapat meminimumkan biaya dan menyeimbangkan risiko dengan tingkat pengembaliannya (Brigham dan Houston, 2011:155). Penggunaan struktur modal hutang yang tidak optimal akan mendekatkan perusahaan pada risiko kebangkrutan, sehingga hal ini akan berdampak pada menurunnya nilai perusahaan.

Pengaruh *Insider Ownership* terhadap Nilai Perusahaan dengan Kebijakan Hutang sebagai Variabel *Intervening* pada perusahaan Non Perbankan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2013

Berdasarkan hubungan antar variabel independen dan dependen seperti pada penjelasan di atas, dapat disimpulkan bahwa *insider ownership* berpengaruh terhadap nilai perusahaan secara langsung dan tidak langsung melalui kebijakan

hutang. Adanya pengaruh yang positif antara *insider ownership* terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan hutang, terlihat dari hasil pengujian hipotesis 1 yaitu *insider ownership* berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang dan hasil pengujian hipotesis 2 yaitu kebijakan hutang berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Dengan demikian, hasil penelitian ini menerima hipotesis ketiga (H3) yang menyatakan bahwa *insider ownership* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan hutang.

Berpengaruhnya *insider ownership* terhadap kebijakan hutang secara negatif disebabkan oleh faktor pertumbuhan ekonomi Indonesia tahun 2013 yang sedang mengalami penurunan dari 6,1% di tahun 2012 menjadi 5,78% di tahun 2013. Penurunan ini disebabkan oleh faktor kenaikan harga bahan bakar minyak yang berpengaruh terhadap inflasi sebesar 3,29% sehingga mengakibatkan suku bunga pinjaman mengalami kenaikan dan mengakibatkan tingginya biaya modal. Hal ini berdampak pada sektor investasi di Indonesia karena kredit perbankan ke sektor investasi mengalami penurunan akibat naiknya tingkat suku bunga bank (www.kompas.com, 4 Agustus:13). Dengan kondisi demikian, *insider ownership* dalam hal ini mengambil keputusan untuk mengurangi tingkat penggunaan hutang yang memiliki risiko lebih tinggi dibandingkan dengan manfaat dari penggunaan hutang.

Adanya pengaruh positif dari kebijakan hutang terhadap nilai perusahaan menunjukkan bahwa kebijakan hutang merupakan salah satu parameter investor dalam mengambil keputusan berinvestasi di pasar modal. Menurut Hanafi (2010:316), perusahaan yang meningkatkan penggunaan hutang dapat dipandang sebagai perusahaan yang yakin dengan prospek perusahaan di masa mendatang.

Hasil penelitian ini mendukung keberadaan *trade off theory*, perusahaan mampu memperoleh keuntungan penggunaan hutang berupa pengurangan pajak penghasilan karena adanya beban bunga yang dibayarkan perusahaan. Teori *trade off* menjelaskan bahwa nilai perusahaan dengan penggunaan hutang akan semakin meningkat karena meningkatnya penggunaan hutang, namun nilai tersebut akan mengalami penurunan pada titik tertentu. Pada titik tersebut, tingkat penggunaan hutang merupakan tingkat yang optimal, sehingga penggunaan hutang tidak optimal dan tidak hati-hati oleh manajer akan menyebabkan kebangkrutan serta dapat menurunkan nilai perusahaan (Brigham dan Houston, 2011:183). Dengan demikian, *insider ownership* dalam perusahaan akan mensejajarkan kepentingan antara manajemen dengan pemegang saham, sehingga manajer akan merasakan langsung manfaat dari keputusan yang di ambil dengan benar dan merasakan kerugian apabila keputusan di ambil salah, terutama keputusan mengenai hutang.

Dengan adanya kenaikan tingkat suku bunga acuan (*BI rate*) tahun 2013, maka tingkat risiko penggunaan hutang juga akan mengalami peningkatan dan kredit perbankan ke sektor investasi akan mengalami penurunan. Apabila investor mendapati tingkat suku bunga yang dijanjikan bank lebih tinggi dari

pada tingkat pengembalian saham, maka investor akan menjual sahamnya dan memindahkannya pada investasi yang menawarkan tingkat pengembalian lebih baik. Kondisi tersebut terbukti dari penjualan saham besar-besaran yang mencapai Rp 9,22 triliun (www.idx.co.id, 30 Agustus:13). Adanya aksi jual saham akan membuat permintaan saham menurun dan terjadi *oversupplays* saham, sehingga akan berdampak pada penurunan harga saham. Dengan membeli saham yang *undervalue*, investor akan diuntungkan karena investor akan memperoleh saham dengan harga yang lebih murah. Hal ini akan diikuti oleh investor lain, sehingga pada akhirnya dapat meningkatkan kembali harga saham.

Berdasarkan hasil penelitian tersebut terbukti bahwa investor perusahaan non perbankan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2013 cenderung menyukai hutang tinggi dengan harapan mendapatkan pengembalian hasil investasi berupa dividen tinggi, sehingga dapat diartikan bahwa perusahaan memiliki prospek usaha yang bagus untuk jangka panjang. Disamping pengembalian hasil investasi berupa dividen tinggi, adanya *insider ownership* dalam perusahaan juga akan memberikan keyakinan pada pemegang saham (investor) bahwa manajer akan membuat keputusan yang akan dapat memaksimalkan kesejahteraan pemegang saham.

Kesimpulan

Dari hasil pengujian yang dilakukan terhadap 179 perusahaan non perbankan pada tahun 2013, maka dapat disimpulkan sebagai berikut:

1. Berdasarkan hipotesis pertama, hasil pengujian menunjukkan bahwa *insider ownership* berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang. Dengan demikian, hasil penelitian ini mendukung teori keagenan (*agency theory*).
2. Berdasarkan hipotesis kedua, hasil pengujian menunjukkan bahwa kebijakan hutang berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Dengan demikian, hasil penelitian ini mendukung teori sinyal (*signaling theory*).
3. Berdasarkan hipotesis ketiga, hasil pengujian menunjukkan bahwa *insider ownership* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan hutang. Dengan demikian, hasil penelitian ini mendukung teori pertukaran (*trade off theory*).

Daftar Pustaka

- Brigham, Eugene, dan Gapenski, Louis C. 1996. *Manajemen Keuangan*. Jakarta: Erlangga
- Brigham, dan Houston. 2011. *Dasar-dasar Manajemen Keuangan. Buku 1, Edisi 11*. Jakarta: Salemba Empat
- Brigham, dan Houston. 2011. *Dasar-dasar Manajemen Keuangan. Buku 2, Edisi 11*. Jakarta: Salemba Empat
- Brigham dan Houston. 2006. *Dasar – Dasar Manajemen Keuangan Jilid 1*. Jakarta: Salemba Empat.
- Hanafi, Mamduh. 2008. *Manajemen Keuangan*. Yogyakarta: BPFE
- Ghozali, Imam. 2006. *Aplikasi Multivariate dengan Program SPSS*. Semarang: UNDIP
- Riyanto, Bambang. 2010. *Dasar-dasar Pembelian Perusahaan*. Yogyakarta: BPFE
- Sartono, R.A. 2001. *Manajemen Keuangan Teori dan Aplikasi*. Edisi 4. Yogyakarta: BPFE.
- Sugiono. 2011. *Statistika untuk Penelitian*. Bandung: Alfabeta.
- www.bi.go.id
- www.sahamok.com
- www.idx.com
- www.kemenkeu.go.id
- http://andrystar-7.blogspot.com/2012_04_01_archive.html