

**PENGARUH *INVESTMENT OPPORTUNITY SET* DAN KEPEMILIKAN
MANAJERIAL TERHADAP NILAI PERUSAHAAN DENGAN KEBIJAKAN
HUTANG SEBAGAI VARIABEL *INTERVENING***

***THE EFFECT OF INVESTMENT OPPORTUNITY SET AND MANAGERIAL
OWNERSHIP ON COMPANY VALUE WITH DEBT POLICY
AS INTERVENING VARIABLES***

Sheyla Salima Oktabrina¹, Komala Inggarwati²

Universitas Kristen Satya Wacana^{1,2}

komala@uksw.edu¹, sheylas890@gmail.com²

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh *Investment Opportunity Set* dan Kepemilikan Manajerial terhadap Nilai Perusahaan dengan Kebijakan Hutang sebagai Variabel *Intervening* di Perusahaan Manufaktur. Sampel dalam penelitian ini adalah 27 perusahaan yang dari sub-sektor *industrials*. Tahapan dari pengujian ini meliputi *outer model, reliability and consistency, convergent and discriminant validity, inner model, coefficient determinations, effect size, prediction relevance*, dan *path coefficient*. Analisis yang digunakan dalam penelitian ini yaitu SEM-PLS. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa: (1) *Investment opportunity set* secara signifikan berpengaruh terhadap nilai perusahaan secara positif, (2) Kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan, (3) *Investment opportunity set* secara negatif berpengaruh terhadap kebijakan hutang, (4) Kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang, (5) Kebijakan hutang secara positif berpengaruh terhadap nilai perusahaan, (6) *Investment opportunity set* secara negatif berpengaruh terhadap nilai perusahaan dengan dimediasi oleh kebijakan hutang, (7) Kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan meskipun dimediasi oleh kebijakan hutang.

Kata Kunci: *Investment Opportunity Set*, Kepemilikan Manajerial, Nilai Perusahaan, Kebijakan Hutang

ABSTRACT

This study aims to determine the effect of Investment Opportunity Set and Managerial Ownership to Firm Value through Debt Policy as Intervening Variable at Manufacture Company. The sample in this study were 27 companies from sub-sector Industrials. Stages of testing include outer model, reliability and consistency, convergent and discriminant validity, inner model, coefficient determinations, effect size, prediction relevance, and path coefficient. The analysis used in this research is SEM-PLS. The result showed that; (1) Investment opportunity set positively influences firm value, (2) Managerial ownership has no effect on firm value, (3) Investment opportunity set negatively influences debt policy, (4) Managerial ownership has no effect on debt policy, (5) Debt policy positively influences firm value (6) Investment opportunity set negatively influences firm value with debt policy as intervening variable, (7) Managerial ownership has no effect on firm value with debt policy as intervening variable.

Keywords: *Investment Opportunity Set, Managerial Ownership, Firm Value, Debt Policy*

PENDAHULUAN

Perusahaan manufaktur merupakan perusahaan yang menjalankan proses untuk mengubah barang mentah menjadi barang jadi. Perkembangan perusahaan manufaktur di Indonesia semakin ketat setiap harinya. Banyak dari perusahaan tersebut yang mulai memberanikan diri untuk mulai melantai di Bursa Efek Indonesia agar bisa mendapatkan modal yang lebih besar untuk mengembangkan dan meningkatkan nilai perusahaannya. Peningkatan nilai perusahaan merupakan tujuan dari setiap perusahaan. Nilai perusahaan dapat diukur dengan menggunakan *price to book value* (PBV). PBV sendiri merupakan rasio keuangan yang membandingkan harga saham dengan nilai buku pada tiap-tiap lembar saham. Nilai perusahaan akan semakin tinggi apabila PBVnya tinggi (Darmanto & Ardiansari, 2017). Jika perusahaan mempunyai nilai PBV lebih dari satu dapat dikatakan bahwa perusahaan memiliki nilai perusahaan yang baik.

Perusahaan selalu berusaha menaikkan harga sahamnya agar investor tertarik untuk menanamkan modalnya. Hal tersebut tentunya berkaitan dengan kebijakan yang akan dilakukan oleh perusahaan, salah satunya adalah kebijakan hutang. Penggunaan hutang untuk kegiatan perusahaan akan dapat memberikan keuntungan karena pengurangan pajak akibat pembayaran bunga yang dilakukan perusahaan sehingga mengurangi penghasilan yang terkena pajak (Putri & Chabachib, 2013). Penggunaan hutang yang berlebihan akan dapat meningkatkan peluang kebangkrutan yang nantinya dihadapi oleh perusahaan. Pengawasan oleh pihak manajerial diperlukan agar penggunaan hutang tidak terlalu berlebihan dan menjaga perusahaan dalam keadaan stabil.

Penggunaan kebijakan hutang sangat penting bagi perusahaan yang telah melakukan *go public*. Penggunaan hutang diharapkan dapat menyelesaikan konflik

keagenan yang terjadi. Peningkatan hutang dalam struktur modal akan dapat mengurangi penggunaan saham, sehingga dapat mengurangi biaya keagenan (Ahmad & Septriani, 2008). Konflik keagenan merupakan konflik yang terjadi antara pemilik saham dan pihak manajerial perusahaan (Djabid, 2009). Utama & Dana (2019) menyatakan kebijakan utang memiliki pengaruh positif yang signifikan terhadap nilai perusahaan. Sidauruk, et.al (2018) menyatakan bahwa hutang berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan. Wulandari, et.al (2019) menyatakan hutang memiliki pengaruh negatif yang tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. Namun Kurniawan & Putra (2019) menyatakan bahwa nilai perusahaan tidak dipengaruhi oleh kebijakan hutang perusahaan.

Penggunaan peluang investasi akan dapat meningkatkan pertumbuhan perusahaan (Wijaya & Wibawa, 2010). Dalam *signaling theory* menyatakan bahwa pengeluaran yang dilakukan oleh perusahaan dalam membiayai investasi sangatlah penting, karena investasi akan mampu memberikan sinyal positif mengenai *income* perusahaan kedepannya. *Underinvestment problem* akan muncul pada perusahaan yang memiliki kesempatan investasi yang tinggi. *Underinvestment* muncul ketika risiko-eksternal mempengaruhi arus kas internal perusahaan untuk mendanai investasi tertentu (Repie & Sedana, 2015).

Nilai perusahaan juga dapat dipengaruhi oleh keputusan-keputusan yang diambil oleh manajer. Manajer perusahaan memiliki wewenang dalam melakukan pengambilan keputusan yang menyangkut peningkatan nilai perusahaan dan pemaksimalan kekayaan pemegang saham. Kepemilikan manajerial merupakan kondisi dimana manajer memiliki peran ganda sebagai pemegang saham perusahaan dan sebagai pihak manajemen yang memiliki kewenangan dalam mengambil keputusan. Kepemilikan saham oleh manajemen perusahaan diharapkan

dapat mampu mensejajarkan kepentingan antara manajemen dan pemegang saham. Pratiwi & Ganika (2017) menyatakan bahwa struktur kepemilikan berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Sehingga, beberapa perusahaan memberikan saham perusahaannya ke manajer, agar manajer bekerja secara optimal. Namun, Wardani & Hermuningsih (2011) menyatakan bahwa struktur kepemilikan tidak mempengaruhi nilai perusahaan.

Terdapat ketidak konsistenan pada hasil penelitian antara struktur manajerial dan nilai perusahaan sehingga mungkin terdapat variabel lain yang memediasi hasil dari penelitian. Variabel tersebut adalah kebijakan hutang yang dilakukan oleh perusahaan. Kebijakan hutang erat kaitannya dengan struktur modal karena hutang merupakan salah satu komposisi dari struktur modal. Perusahaan dengan hutang yang tinggi maka risiko yang dihadapi perusahaan semakin tinggi tetapi apabila perusahaan tidak dapat memanfaatkan hutang maka perusahaan dianggap tidak dapat memanfaatkan tambahan modal untuk memperbesar usahanya. Sehingga kebijakan hutang yang ditetapkan oleh manajer akan berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

Pratiwi & Ganika (2017) menyatakan bahwa struktur kepemilikan berpengaruh positif tetapi tidak secara signifikan terhadap kebijakan hutang perusahaan. Swissia & Purba (2018) mengatakan terdapat pengaruh yang signifikan antara kepemilikan manajerial dan biaya hutang. Namun, Indana (2015) dalam penelitiannya menyimpulkan bahwa kepemilikan manajerial memiliki pengaruh yang negatif terhadap kebijakan hutang. Apabila kepemilikan manajerial meningkat, akan menyebabkan menurunnya struktur modal perusahaan yang dihitung menggunakan hutang jangka panjang (Oktaviantari & Baskara, 2019).

Terdapat perbedaan-perbedaan antara penelitian-penelitian yang telah dilakukan sebelumnya. Tujuan dari penelitian ini adalah untuk dapat

mengetahui pengaruh *investment opportunity set* dan kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan dengan kebijakan hutang sebagai variabel mediasinya. Penelitian ini juga akan berkontribusi dalam menambah literatur baru mengenai hubungan antara *investment opportunity set* dan kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan dengan kebijakan hutang sebagai variabel mediasi. Manfaat manajerial dari penelitian ini adalah agar perusahaan dapat memanfaatkan dan menerapkan *investment opportunity set* dan kepemilikan manajerial untuk dapat meningkatkan nilai perusahaan.

Investment opportunity set merupakan sebuah keputusan investasi yang menggabungkan antara kombinasi antara aktiva yang dimiliki dengan opsi investasi dimasa depan (Puteri & Rohman, 2012). Besaran *investment opportunity set* bergantung dari pengeluaran yang dilakukan oleh manajemen yang diharapkan akan mendatangkan keuntungan. Menurut teori sinyal dikemukakan bahwa baik atau buruk prospek perusahaan kedepannya akan ditentukan oleh tindakan yang diambil oleh perusahaan saat ini (Yuniningsih, et.al, 2018). Investasi yang perusahaan lakukan diharapkan akan dapat memberikan sinyal yang positif ke pasar mengenai *income* yang akan didapatkan perusahaan dimasa depan.

Perusahaan tentunya akan berorientasi pada keuntungan dalam mengambil sebuah keputusan investasi dan akan dapat membantu meningkatkan nilai perusahaan. Oleh sebab itu dengan memanfaatkan *investment opportunity set* akan dapat meningkatkan nilai perusahaan dimasa yang akan datang. Putri & Chabachib (2013); Puteri & Rohman (2012) menyatakan bahwa *investment opportunity set* dapat memengaruhi yang nilai perusahaan dengan arah yang positif.

Persentase kepemilikan saham yang dimiliki oleh direksi, manajer, dan dewan komisaris biasa disebut dengan

kepemilikan manajerial. Direksi, manajer, dan dewan komisaris memiliki peran ganda sebagai pemegang saham juga sebagai pengelola perusahaan. Kepentingan manajemen dan pemegang saham akan dapat disamaratakan melalui kepemilikan manajerial. Manajemen akan dapat merasakan langsung manfaat dari keputusan yang diambil ketika terdapat kesejajaran antara manajemen dan pemegang saham.

Manajemen sebagai seorang yang memiliki peran ganda tentunya ingin meningkatkan kinerja agar nilai saham perusahaannya meningkat. Kecenderungan manajemen untuk mengoptimalkan penggunaan sumber daya agar nilai saham dapat meningkat di pasar saham sejalan dengan semakin tingginya kepemilikan saham oleh manajemen (Pandansari & Yuyetta, 2016). Nilai perusahaan dicerminkan oleh nilai saham perusahaan, sehingga dengan meningkatnya nilai saham akan meningkatkan kekayaan pemegang sahamnya. Ismawati, et.al (2019); Suri, Wulandari & Setiyowati (2020) menyatakan kepemilikan manajerial memiliki pengaruh yang positif terhadap nilai perusahaan.

Berdasarkan penelitian tersebut, dapat dirumuskan bahwa semakin tinggi kepemilikan manajerial suatu perusahaan maka akan meningkatkan nilai perusahaan. Hal ini dikarenakan manajemen cenderung memilih keputusan yang akan menguntungkan bagi perusahaan, terutama untuk manajemen itu sendiri.

Investment opportunity set merupakan percampuran antara aktiva riil yang dimiliki perusahaan dengan berbagai pilihan investasi dimasa depan. Peluang pertumbuhan perusahaan dapat dilihat dari peluang investasi yang akan dilakukan oleh perusahaan. Ketika perusahaan mengalami *underinvestment problem*, perusahaan lebih memilih menggunakan pendanaan internal daripada harus melakukan pinjaman (Nofiani & Gunawan, 2018). *Underinvestment* terjadi ketika perusahaan memiliki kesempatan investasi yang tinggi

tetapi tidak mempunyai jaminan pembayaran utang yang mencukupi. Hal tersebut juga sesuai dengan *pecking order* yang menyatakan bahwa terdapat urutan pendanaan dimana perusahaan akan menggunakan pendanaan internal terlebih dahulu sehingga dapat mengurangi penggunaan hutang (Dewi & Wirama, 2017).

Pada penelitian yang dilakukan oleh Putri & Chabachib (2013) menyatakan bahwa *investment opportunity set* mempunyai pengaruh yang negatif terhadap kebijakan hutang.

Kepemilikan manajerial merupakan besaran kepemilikan saham yang dimiliki oleh manajer dari jumlah saham yang beredar di pasar. Manajer yang memiliki kepemilikan saham di perusahaan mempunyai peranan dalam penentuan arah hutang yang dilakukan oleh perusahaan. Kepemilikan manajerial memiliki peran dalam mengendalikan kebijakan keuangan perusahaan agar dapat sesuai dengan oleh apa yang diharapkan pemegang saham atau biasa disebut *bonding mechanism* (Warapsari & Suaryana, 2016). *Bonding mechanism* dilakukan dengan cara menyatukan kekayaan pribadi manajemen ke dalam kekayaan perusahaan. Kekayaan akan lebih terikat apabila kepemilikan manajerial semakin ditingkatkan.

Manajer cenderung untuk mengurangi hal-hal yang memiliki risiko tinggi untuk melindungi kepentingannya yang juga sebagai seorang yang memiliki peran ganda sebagai pemegang saham perusahaan. Cara yang dapat dilakukan adalah pendanaan melalui hutang akan diturunkan ketika perusahaan memiliki kepemilikan manajerial yang tinggi, dikarenakan hutang yang besar akan menyebabkan risiko *financial distress*. Sheisarvian, et.al, (2015) menyatakan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang.

Kebijakan hutang merupakan kebijakan yang digunakan perusahaan dalam menentukan seberapa besar

pendanaan dibiayai oleh hutang. Perusahaan pada umumnya memilih menggunakan pendanaan internal dibanding dengan pendanaan eksternal. Manajemen biasanya lebih memilih menggunakan arus kas operasi maupun laba ditahan yang dimiliki oleh perusahaan. Biaya agensi hutang akan besar, apabila perusahaan menggunakan hutang yang tinggi (Pandansari & Yuyetta, 2016).

Salah satu akibat dari penggunaan hutang yang tinggi adalah munculnya *financial distress*. *Financial distress* merupakan suatu kondisi perusahaan yang mengalami ancaman kebangkrutan saat merasa kesulitan untuk membayar hutang. Semakin besar kemungkinan perusahaan untuk tidak dapat melunasi hutangnya ketika hutangnya semakin besar (Warapsari & Suaryana, 2016). *Financial distress* perlu dipertimbangkan karena dapat memperkecil nilai perusahaan. Pandansari & Yuyetta (2016) serta Septariani (2017) menyatakan bahwa nilai perusahaan dipengaruhi oleh kebijakan hutang dalam arah yang negatif.

Penggunaan *investment opportunity set* pada sebuah perusahaan merupakan kebijakan yang dilakukan oleh manajemen. Putri & Chabachib (2013) mengatakan bahwa pemanfaatan kesempatan investasi tersebut dapat menunjukkan prospek perusahaan dimasa yang akan datang, dimana dapat menambah keuntungan sebagai akibat dari investasi yang dilakukan saat ini. Ketika *investment opportunity set* sebuah perusahaan tinggi maka probabilitas *underinvestment problem* yang dimiliki juga tinggi. *Underinvestment problem* terjadi ketika perusahaan memungkinkan untuk tidak mendapatkan investasi karena tingginya risiko perusahaan karena hutang (Bhat, et.al, 2020).

Oleh karena itu perusahaan lebih memilih menggunakan pendanaan dari sumber internal perusahaan. Penggunaan dana internal tersebut dapat mengakibatkan pengurangan penggunaan hutang. Hutang perusahaan yang menurun akan

mengurangi risiko kebangkrutan yang dihadapi perusahaan yang dapat memberikan sinyal yang positif bagi pasar dan akan meningkatkan nilai perusahaan (Sari & Wirajaya, 2017). Dengan memanfaatkan *investment opportunity set* akan mampu menurunkan penggunaan hutang perusahaan, penurunan hutang akan mampu meningkatkan nilai perusahaan.

Semakin besar kepemilikan manajerial yang dimiliki akan semakin mengikat erat kekayaan pribadi dengan kekayaan perusahaan. Semakin terikatnya kekayaan pribadi ke dalam perusahaan, pihak manajemen akan berusaha untuk mengurangi risiko kehilangan kekayaannya (Yuniarti, 2013). Terdapat beberapa cara yang dapat ditempuh untuk mengurangi risiko perusahaan, salah satunya adalah dengan mengurangi pendanaan perusahaan melalui hutang. Selain untuk mengurangi risiko yang akan dihadapi oleh perusahaan, peningkatan kepemilikan manajerial akan dapat mensejajarkan kepentingan para manajer dengan para pemegang saham (Ahmad & Septriani, 2008).

Pengurangan penggunaan hutang akan mengurangi risiko yang dihadapi oleh perusahaan dan meminimalkan biaya keagenan. Dengan berkurangnya risiko yang dihadapi perusahaan maka akan memberikan sinyal positif bagi investor. Investor akan bersedia untuk menanamkan modalnya ke perusahaan sehingga nilai perusahaan akan meningkat.

METODE PENELITIAN

Metode Penelitian

Penelitian menggunakan variabel independen, variabel dependen, variabel *intervening* dan variabel kontrol. Risiko bisnis dan kepemilikan manajerial berperan sebagai variabel independen, nilai perusahaan sebagai variabel dependen, kebijakan hutang sebagai variabel *intervening*, dan *firm size* berperan sebagai variabel kontrol. Penelitian ini menggunakan data sekunder yang diperoleh melalui *annual report* perusahaan yang terdapat pada situs

idx.co.id serta *website* perusahaan. Data ini berbentuk *time series* dari tahun 2017-2019 dan *cross section* yang terdiri dari gabungan beberapa perusahaan sehingga data yang digunakan adalah data panel.

Investment Opportunity Set

Terdapat beberapa proksi dalam *investment opportunity set*, dalam penelitian kali ini proksi yang digunakan adalah proksi harga. Putri dan Chabachib (2013) menyatakan bahwa proksi berbasis harga adalah proksi prospek pertumbuhan perusahaan yang dijelaskan dalam harga pasar. Pengukuran menggunakan *market to book of equity* yaitu kapitalisasi pasar dibagi dengan total aset.

$$MVE/BVE = \frac{MC}{TA}$$

Kepemilikan Manajerial

Kepemilikan manajerial merupakan banyaknya kepemilikan saham perusahaan yang dimiliki oleh manajemennya. Kepemilikan manajerial dilambangkan dengan MOWN yang bisa dilihat nilainya melalui kepemilikan saham manajemen dibagi total saham beredar.

$$MOWN = \frac{\text{Kepemilikan Saham Manajerial}}{\text{Total Saham Beredar}}$$

Nilai Perusahaan

Nilai perusahaan merupakan gambaran keberhasilan perusahaan kepada investor dalam mengelola sumber dayanya. Nilai perusahaan dapat diukur menggunakan perbandingan harga saham per lembar dengan nilai buku perlembar saham.

$$PBV = \frac{Ps}{BVs}$$

Kebijakan Hutang

Kebijakan hutang merupakan kebijakan yang digunakan perusahaan dalam mengalokasikan hutangnya dalam pendanaan kegiatan operasional yang

dilakukan oleh perusahaan. Kebijakan hutang dapat diproyeksikan dengan DER yaitu total hutang dibagi total ekuitas.

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

Firm Size

Ukuran perusahaan atau *firm size* menggambarkan besar kecilnya suatu perusahaan yang ditunjukkan melalui total aset. Kesempatan perusahaan untuk tumbuh dan berkembang akan semakin mudah jika aset yang dimilikinya semakin besar (Widyaningsih, 2018). Perusahaan akan lebih mudah untuk melakukan ekspansi usaha dan memperbesar nilai perusahaannya. Prasetyorini (2013) dan Indriyani (2017) menyatakan bahwa *firm size* atau ukuran perusahaan memiliki pengaruh terhadap nilai perusahaan. Untuk itu ukuran perusahaan (*firm size*) dalam penelitian ini akan dijadikan sebagai variabel kontrol.

$$\text{Size} = \text{Ln natural (total aset)}$$

Populasi dan Sampel

Data yang digunakan dalam penelitian ini merupakan data dari perusahaan-perusahaan yang bergerak dalam sub-sektor *industrials* dalam sektor manufaktur. Pemilihan sub-sektor *industrials* dikarenakan sektor tersebut memiliki daya saing yang tinggi dan juga belum banyak penelitian yang menggunakan sub-sektor ini sebagai subjek penelitiannya. Cara penarikan sampel dilakukan melalui *purposive sampling* dengan tipe *judgement sampling* yaitu pemilihan sampel menggunakan beberapa kriteria yang telah ditentukan (Dewinta dan Setiawan, 2016). Kriteria tersebut adalah: (1) Perusahaan yang masuk dalam sub-sektor *industrials* yang telah melakukan IPO di IDX sebelum 2017. (2) Perusahaan selalu terdaftar atau tidak melakukan *delisting* dari IDX diantara periode tahun penelitian. (3) Perusahaan yang tidak memiliki ekuitas yang negatif. (4)

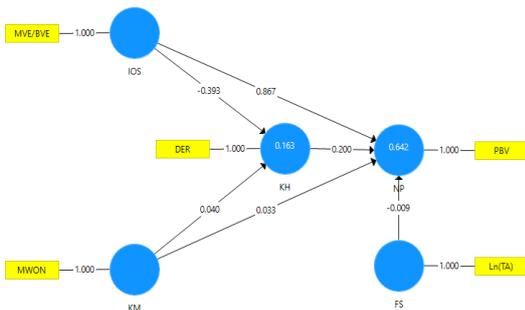
Perusahaan yang tidak memiliki nilai ekstrim. Setelah melakukan seleksi pada 50 perusahaan yang berada dibawah subsektor *industrials* melalui kriteria diatas, maka terdapat 27 perusahaan yang lolos dalam kriteria.

Teknik Analisis

Pengujian data panel digunakan untuk melihat pengaruh *investment opportunity set* dan kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan serta peran mediasi dari kebijakan hutang. Proses pengujian akan dilakukan menggunakan teknik SEM-PLS dengan penggunaan *software* smartPLS versi 3.

HASIL DAN PEMBAHASAN
Evaluasi Model Pengukuran (*Outer Model*)

Model pengukuran (*outer model*) digunakan untuk melihat hubungan antara indikator dan variabel latennya. Dalam model ini terdapat dua indikator yaitu reflektif dan formatif. Adapun model pengukuran untuk melakukan uji validitas dan reliabilitas dapat dilihat pada gambar berikut.



Sumber : Data primer diolah, 2021
Gambar 2 Kerangka Hasil PLS Algorithm

Uji Indicator Reliability and Internal Consistency

Pengujian reliabilitas digunakan untuk melihat konsisten atau tidaknya sebuah data dalam penelitian. Konstruk sebuah penelitian dinyatakan reliabel apabila nilai *composite reliability* di atas 0,70 dan nilai *cronbach's alpha* diatas 0,60.

Tabel 1. Composite Reliability and Cronbach's Alpha

Variabel	Cronbach's Alpha	Composite Reliability
Firm Size	1,000	1,000
Investment Opportunity Set	1,000	1,000
Kebijakan Hutang	1,000	1,000
Kepemilikan Manajerial	1,000	1,000
Nilai Perusahaan	1,000	1,000

Sumber : Data primer diolah, 2021

Berdasarkan tabel di atas dapat diketahui bahwa semua konstruk memiliki nilai *composite reliability* diatas 0,70 dan *cronbach's alpha* diatas 0,60. Maka dapat disimpulkan bahwa konstruk penelitian ini memiliki reliabilitas yang baik.

Uji Convergent Validity and Discriminant Validity

Convergent Validity

Uji validitas konvergen dilihat melalui nilai *Average Variance Extracted (AVE)*. Syarat nilai AVE yaitu lebih dari 0,5. Berikut adalah hasil nilai AVE.

Tabel 2. Average Variance Extracted

Variabel	AVE
Firm Size	1,000
Investment Opportunity Set	1,000
Kebijakan Hutang	1,000
Kepemilikan Manajerial	1,000
Nilai Perusahaan	1,000

Sumber : Data primer diolah, 2021

Discriminant Validity

Uji validitas diskriminan perlu dilakukan untuk melihat sebuah indikator pada konstruk akan mempunyai *fornell larcker criterion* terbesar pada konstruk yang dibentuk pada *fornell larcker criterion* yang lain. Berikut merupakan hasil uji validitas diskriminan menggunakan smartPLS.

Tabel 3. Discriminant Validity

Var	FS	IOS	KH	KM	NP
FS	1,000				
IOS	-0,126	1,000			
KH	0,242	-0,402	1,000		
KM	-0,046	-0,232	0,131	1,000	
NP	-0,072	0,780	-0,146	-0,141	1,000

Sumber : Data primer diolah, 2021

Selain uji indikator reflektif seperti di atas juga terdapat uji indikator formatif. Uji formatif ini digunakan untuk melihat hubungan kausalitas dari indikator ketiap indikator. Uji ini dapat dilihat melalui nilai *multicollinearity* pada *smartPLS*. Akan terjadi multikolinearitas apabila indikator pada nilai VIF berada diantara 5-10. Berikut adalah hasil uji multikolinearitas.

Tabel 4. Multicollinearity

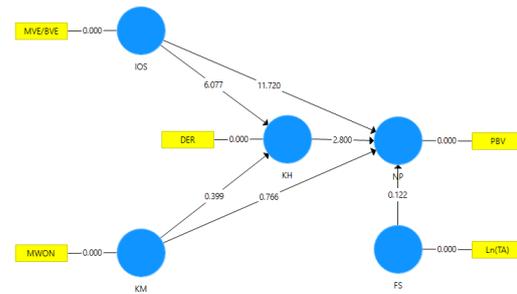
Indikator	VIF
DER	1,000
Ln(TA)	1,000
MVE/BVE	1,000
MWON	1,000
PBV	1,000

Sumber : Data primer diolah, 2021

Berdasarkan hasil dari *output* di atas dapat dilihat jika semua indikator yang digunakan memiliki nilai VIF sebesar 1,000. Hal ini memiliki makna bahwa indikator dalam penelitian terbebas dari masalah multikolinearitas.

Pengujian Model Struktural (Inner Model)

Pengujian *inner model* dilakukan untuk melihat hubungan setiap variabel. *Inner model* dapat dilihat dari *output R-square*, *F-square*, *Q2*, dan *path coefficient*. Berikut merupakan tampilan dari *path coefficient*.



Sumber : Data primer diolah, 2021

Gambar 3 Kerangka Hasil Inner Model

Koefisien Determinasi (R-square)

Koefisien determinasi digunakan untuk melihat kemampuan variabel eksogen dalam menjelaskan variabel endogen dalam sebuah penelitian. Pada penelitian ini digunakan *output* dari *R-square* dalam melakukan analisis data. Berikut merupakan data hasil olah koefisien determinasi.

Tabel 5. Koefisien Determinasi

Variabel	R-square
Kebijakan Hutang	0,163
Nilai Perusahaan	0,642

Sumber : Data primer diolah, 2021

Berdasarkan tabel di atas didapatkan nilai *R-square* sebesar 0,642. Dimana hal ini bermakna bahwa kemampuan variabel *investment opportunity set* dan kepemilikan manajerial dalam menjelaskan variabel nilai perusahaan melalui kebijakan hutang sebesar 64,2%, sedangkan sisanya dipengaruhi oleh variabel lain diluar model.

Effect Size (F-square)

Nilai *effect size* yang dapat dilihat melalui *output* dari *F-square* digunakan untuk melihat kebaikan model penelitian. Berikut merupakan tabel hasil untuk uji *effect size*.

Tabel 6. Effect Size

Indikator	FS	IOS	KH	KM	NP
FS					0,000
IOS			0,175		1,689
KH					0,090
KM			0,002		0,003
NP					

Sumber : Data primer diolah, 2021

Berdasarkan tabel diatas diketahui bahwa nilai *effect size* terendah sebesar 0,000 dan tertinggi sebesar 1,689.

Prediction Relevance (Q2)

Uji ini dilakukan untuk mengetahui kapabilitas prediksi variabel eksogen terhadap variabel endogen dalam penelitian menggunakan prosedur blindfolding. Berikut merupakan hasil uji *prediction relevance*.

Tabel 7. Blindfolding

Indikator	Q2
Firm Size	
Investment Opportunity Set	
Kebijakan Hutang	0,141
Kepemilikan Manajerial	
Nilai Perusahaan	0,633

Sumber : Data primer diolah, 2021

Berdasarkan tabel di atas terlihat kapabilitas prediksi *investment opportunity set* dan kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan sebesar 0,633. Sesuai dengan kriteria yang ada dapat dikatakan bahwa kapabilitas prediksi *investment opportunity set* dan kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan masuk dalam kategori “kapabilitas prediksi besar”. Kapabilitas *investment opportunity set* dan kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan hutang sebesar 0,141, maka masuk kategori “kapabilitas prediksi kecil”.

Path Coefficient (Uji Hipotesis)

Pengujian hipotesis pada perangkat lunak smartPLS versi 3 dilakukan prosedur bootstrapping sampel. Kriteria pengujian hipotesis melalui *path coefficient* dengan melihat *output t-statistic* dan *original*

sample. Hubungan variabel dinyatakan signifikan apabila memenuhi kriteria *t-statistic* > 1,96 dan nilai *original sample* digunakan untuk melihat arah hubungan. Berikut merupakan nilai *t-statistic* dan *original sample* untuk pengaruh langsung (*direct effect*) dan tidak langsung (*indirect effect*).

Tabel 8. Path Coefficients

	Sampel Asli	T-statistic	P-Values
FS -> NP	-0,009	0,122	0,903
IOS -> KH	-0,393	6,077	0,000
IOS -> NP	0,867	11,720	0,000
KH -> NP	0,200	2,800	0,005
KM -> KH	0,040	0,399	0,690
KM -> NP	0,033	0,766	0,444

Sumber : Data primer diolah, 2021

Tabel 9. Indirect Effect

	Sampel Asli	T-Statistic	P-Values
KM -> KH -> NP	0,008	0,364	0,716
IOS -> KH -> NP	-0,079	2,865	0,004

Sumber : Data primer diolah, 2021

Pengaruh Investment Opportunity Set terhadap Nilai Perusahaan

Berdasarkan hasil olah data pada tabel 8, pengaruh langsung antara *investment opportunity set* terhadap nilai perusahaan diperoleh hasil *t-statistic* sebesar 11,720. *Investment opportunity set* dengan nilai perusahaan memiliki hubungan yang positif yang dilihat melalui hasil pada tabel *original sample* yaitu sebesar 0,867. Sehingga dapat disimpulkan bahwa *investment opportunity set* memiliki pengaruh yang positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.

Investment opportunity set berpengaruh terhadap nilai perusahaan dikarenakan keputusan mengenai investasi yang diambil oleh perusahaan akan dapat

memberikan sinyal positif kepada para investor. Sesuai dengan *signalling theory* yang menyebutkan bahwa keputusan yang diambil oleh perusahaan saat ini akan memproyeksikan prospek perusahaan kedepannya. Perusahaan melakukan investasi karena perusahaan ingin mengembangkan usahanya dan akan dapat meningkatkan nilai perusahaan. Penelitian ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh (Putri dan Chabachib, 2013) serta (Puteri dan Rohman, 2012).

Pengaruh Kepemilikan Manajerial terhadap Nilai Perusahaan

Berdasarkan hasil olah data pada tabel 8, pengaruh langsung antara kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan diperoleh hasil *t-statistic* sebesar 0,766. Kepemilikan manajerial dengan nilai perusahaan memiliki hubungan yang positif yang dilihat melalui hasil pada tabel *original sample* yaitu sebesar 0,033. Sehingga dapat disimpulkan bahwa kepemilikan manajerial tidak memiliki pengaruh terhadap nilai perusahaan.

Kegagalan kepemilikan manajerial dalam mempengaruhi nilai perusahaan dikarenakan persentase kepemilikan manajerial yang terlalu rendah pada perusahaan yang diteliti. Kecilnya kepemilikan saham yang dimiliki oleh manajemen tidak dapat menimbulkan rasa memiliki dan bertanggung jawab terhadap perusahaan tersebut (Mayangsari, 2018). Penelitian ini tidak sesuai dengan teori agensi yang menyatakan kepemilikan manajerial dapat mensejajarkan kepentingan antara pemegang saham dan pihak manajemen. Menyebabkan peningkatan nilai perusahaan dan misi perusahaan tidak dapat terwujud, karena pihak manajemen tidak mampu meminimalisir permasalahan yang terjadi antara pihak investor dan manajemen (Wida dan Suartana, 2014). Penelitian ini sesuai dengan penelitian yang telah dilakukan oleh (Wida dan Suartana, 2014),

(Sumanti dan Mangantar, 2015), dan (Mayangsari, 2018).

Pengaruh *Investment Opportunity Set* terhadap Kebijakan Hutang

Berdasarkan hasil olah data pada tabel 8, pengaruh langsung antara *investment opportunity set* terhadap kebijakan hutang diperoleh hasil *t-statistic* sebesar 6,077. *Investment opportunity set* dengan kebijakan hutang memiliki hubungan yang negatif yang dilihat melalui hasil pada tabel *original sample* yaitu sebesar -0,393. Sehingga dapat disimpulkan bahwa *investment opportunity set* memiliki pengaruh yang negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.

Investment opportunity set secara negatif berpengaruh terhadap kebijakan hutang karena dalam melakukan investasi perusahaan cenderung menggunakan pendanaan diluar hutang. Penggunaan pendanaan di luar hutang dilakukan untuk mengurangi masalah keagenan dan risiko yang lebih besar. Ketika perusahaan mempunyai peluang untuk bertumbuh yang lebih besar akan mempunyai rasio DER yang lebih kecil, karena perusahaan lebih memilih melakukan pendanaan dari modal sendiri. Penelitian ini sesuai dengan penelitian yang telah dilakukan oleh (Putri dan Chabachib, 2013) serta (Susanto, 2011).

Pengaruh Kepemilikan Manajerial terhadap Kebijakan Hutang

Berdasarkan hasil olah data pada tabel 8, pengaruh langsung antara kepemilikan manajerial terhadap kebijakan hutang diperoleh hasil *t-statistic* sebesar 0,399. Kepemilikan manajerial dengan kebijakan hutang memiliki hubungan yang positif yang dilihat melalui hasil pada tabel *original sample* yaitu sebesar 0,040. Sehingga dapat disimpulkan bahwa kepemilikan manajerial tidak memiliki pengaruh terhadap kebijakan hutang.

Kepemilikan manajerial tidak dapat mempengaruhi keputusan yang dilakukan dalam melakukan pengambilan kebijakan

hutang perusahaan dikarenakan terlalu rendahnya persentase kepemilikan saham oleh manajerial perusahaan. Rendahnya kepemilikan saham oleh manajerial menyebabkan manajer tidak dapat mengambil keputusan berdasarkan atas apa yang diinginkannya. Keputusan akan ditentukan oleh pemegang saham mayoritas. Manajer perusahaan *go public* di Indonesia belum merupakan faktor penentu dalam pengambilan kebijakan hutang. Sehingga kepemilikan manajerial tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan hutang. Ekadjaja dan Leonard (2009) menyatakan manajer lebih memilih menggunakan arus kas bebas yang dimiliki oleh perusahaan untuk meningkatkan insentif bagi dirinya tanpa memperhatikan kesejahteraan pemegang saham. Penelitian ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh (Ekadjaja dan Leonard, 2009) dan (Murtiningtyas, 2012).

Pengaruh Kebijakan Hutang terhadap Nilai Perusahaan

Berdasarkan hasil olah data pada tabel 8, pengaruh langsung antara kebijakan hutang terhadap nilai perusahaan diperoleh hasil *t-statistic* sebesar 2,800. Kebijakan hutang dengan nilai perusahaan memiliki hubungan yang positif yang dilihat melalui hasil pada tabel *original sample* yaitu sebesar 0,200. Sehingga dapat disimpulkan bahwa kebijakan hutang mempengaruhi nilai perusahaan secara positif.

Berdasarkan hasil penelitian kebijakan hutang berpengaruh secara positif terhadap nilai perusahaan. Hal ini dikarenakan perusahaan yang mampu menghasilkan laba cenderung akan meningkatkan utangnya. Ketika perusahaan meningkatkan utangnya, maka pembayaran bunga akan mengurangi biaya pembayaran pajak (Pangaribuan, Susanti, Putri, dan Sembiring, 2019). Investor akan melihat penggunaan hutang sebagai sinyal dari perusahaan sebagai tanda bahwa perusahaan akan melakukan

pengembangan usaha sesuai dengan *signalling theory* (Setiono, Susetyo, dan Mubarok, 2017). Penelitian ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh (HT dan Miftahurrohman, 2014), (Setiono, Susetyo, dan Mubarok, 2017) dan (Pangaribuan, Susanti, Putri, dan Sembiring, 2019).

Pengaruh *Investment Opportunity Set* terhadap Nilai Perusahaan melalui Kebijakan Hutang

Berdasarkan hasil olah data pada tabel 11, pengaruh tidak langsung antara *investment opportunity set* terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan hutang diperoleh hasil *t-statistic* sebesar 2,865. *Investment opportunity set* dengan nilai perusahaan melalui kebijakan hutang memiliki hubungan yang negatif yang dilihat melalui hasil pada tabel *original sample* yaitu sebesar -0,079. Sehingga dapat disimpulkan bahwa *investment opportunity set* berpengaruh terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan hutang dengan arah yang negatif.

Berdasarkan hasil penelitian diketahui bahwa set kesempatan investasi secara signifikan berpengaruh terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan hutang secara negatif. Investor melihat sebuah kesempatan investasi sebagai sinyal yang bagus bagi perusahaan, tetapi ketika investasi yang dilakukan terlalu banyak menggunakan hutang dari pihak luar investor akan berpikir lagi untuk menanamkan modalnya. Ketika perusahaan mempunyai hutang yang tinggi maka risiko kebangkrutan yang dihadapi oleh perusahaan juga akan semakin tinggi pula (Septariani, 2017). Maka penggunaan hutang yang berlebihan dalam melakukan investasi akan menurunkan nilai perusahaan.

Pengaruh Kepemilikan Manajerial terhadap Nilai Perusahaan melalui Kebijakan Hutang

Berdasarkan hasil olah data pada tabel 11, pengaruh tidak langsung antara

kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan hutang diperoleh hasil *t-statistic* sebesar 0,364. Kepemilikan manajerial dengan nilai perusahaan melalui kebijakan hutang memiliki hubungan yang positif yang dilihat melalui hasil pada tabel *original sample* yaitu sebesar 0,008. Sehingga dapat disimpulkan bahwa kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan hutang.

Kebijakan hutang tidak dapat memediasi kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan. Rendahnya persentase kepemilikan saham yang dimiliki manajemen menjadi alasan mengapa kepemilikan manajerial tidak dapat mempengaruhi nilai perusahaan meskipun dimediasi oleh kebijakan hutang (Sugiarto, 2011). Pihak manajemen tidak mempunyai kendali terhadap perusahaan, manajemen tetap harus mengikuti hasil dari pemegang saham mayoritas. Hal ini tidak sejalan dengan teori keagenan yang menyatakan kepemilikan manajerial yang tinggi akan cenderung memiliki informasi mengenai keuangan perusahaan yang lebih baik. Hubungan non-monotonik akan muncul karena adanya insentif dari manajer dan berusaha menyelaraskan kepentingan dengan pihak luar dengan cara menambah kepemilikan saham apabila nilai perusahaan meningkat (Pamungkas, 2015). Kebijakan hutang sebagai variabel intervening tidak dapat diterima karena dengan memasukkan variabel kebijakan hutang tidak membuat pengaruh yang signifikan terhadap nilai perusahaan. Penelitian ini sesuai dengan yang dilakukan oleh (Sugiarto, 2011) dan (Pamungkas, 2015).

PENUTUP

Kesimpulan

Tujuan pertama penelitian ini adalah untuk mengetahui pengaruh *investment opportunity set* terhadap nilai perusahaan dengan kebijakan hutang sebagai variabel mediasi. Hasil penelitian menunjukkan bahwa terdapat pengaruh

langsung maupun pengaruh tidak langsung dari *investment opportunity set* terhadap nilai perusahaan. Namun, pada pengaruh tidak langsung menunjukkan arah yang negatif antara *investment opportunity set* dan nilai perusahaan melalui kebijakan hutang.

Tujuan kedua penelitian yakni menunjukkan pengaruh kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan dengan kebijakan hutang sebagai variabel mediasi. Hasil dari penelitian ini menunjukkan bahwa baik pengaruh langsung maupun tidak langsung tidak dapat menunjukkan pengaruh kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan. Kebijakan hutang sebagai variabel mediasi antara variabel kepemilikan manajerial ke nilai perusahaan tidak terbukti.

Keterbatasan

Setiap penelitian tentunya memiliki keterbatasan, begitu juga dengan penelitian ini. Keterbatasan yang dimiliki oleh penelitian ini adalah pertama tidak semua perusahaan subsektor *industrial* pada tahun 2017-2019 memiliki semua data yang diperlukan dalam penelitian ini, sehingga menyebabkan jumlah perusahaan yang diteliti terbatas. Keterbatasan kedua adalah nilai R^2 variabel kebijakan hutang yang diteliti adalah sebesar 0,053 atau 5,3%. Hal ini menyebabkan masih banyak faktor lain yang mempengaruhi nilai perusahaan.

Saran

Pada penelitian yang akan mendatang diharapkan peneliti dapat menambah periode observasi sehingga dapat terhindar dari masalah terbatasnya sampel dan dapat mengasilkan uji yang lebih baik. Penambahan variabel atau penggantian variabel juga diharapkan dengan prosi lain yang lebih mampu menjelaskan mengenai variabel nilai perusahaan dan kebijakan hutang.

DAFTAR PUSTAKA

- Ahmad, A. W. dan Septriani, Y. (2008). Konflik Keagenan: Tinjauan Teoritis Dan Cara Mengurangnya. *Jurnal Akuntansi & Manajemen*, 3(2): 47–55.
- Bhat, K., Chen, S., Chen, Y., dan Jebran, K. (2020). Debt Capacity , Debt Choice , And Underinvestment Problem: Evidence From China Problem: Evidence From China. *Economic Research-Ekonomika Istraživanja*, 33(1): 267–287.
- Darmanto, T., dan Ardiansari, A. (2017). Peran Kebijakan Hutang Memediasi Business Risk Dan Firm Size Terhadap Nilai Perusahaan. *Management Analysis Journal*, 6(4): 448–460.
- Dewi, P. S. M. dan Wirama, D. G. (2017). Pecking Order Theory: Pengaruh Profitabilitas Dan Pertumbuhan Perusahaan Pada Keputusan Pendanaan Perusahaan. *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana*, 18(3): 2423–2450.
- Dewinta, I. A. R. dan Setiawan, P. E. (2016). Pengaruh Ukuran Perusahaan, Umur Perusahaan, Profitabilitas, Leverage, Dan Pertumbuhan Penjualan Terhadap Tax Avoidance. *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana*, 14(3): 1584–1613.
- Djabid, A. W. (2009). Kebijakan Dividen Dan Struktur Kepemilikan Terhadap Kebijakan Hutang: Sebuah Perspektif Agency Theory. *Jurnal Keuangan Dan Perbankan*, 13(2): 249–259.
- Ekadjaja, A. dan Leonard, S. (2009). Analisis Pengaruh Free Cash Flow Dan Persentase Kepemilikan Manajerial Terhadap Kebijakan Hutang Pada Kelompok Perusahaan Yang Tergolong Dalam Lq45 Di Bursa Efek Jakarta (Periode 2006-2007). *Jurnal Akuntansi*, 9(1): 21–40.
- Ht, H. A. dan Miftahurrohman. (2014). Pengaruh Struktur Kepemilikan Saham, Kebijakan Dividen Dan Kebijakan Hutang Terhadap Nilai Perusahaan (Studi Pada Perusahaan Yang Terdaftar Di Bei). *Jurnal Etikonomi*, 13(2): 148–163.
- Indana, R. (2015). Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Kebijakan Dividen Dan Struktur Aset Terhadap Kebijakan Utang Perusahaan Manufaktur Yang Masuk Dalam Daftar Efek Syari'ah. *Economic: Jurnal Ekonomi Dan Hukum Islam*, 5(2): 136–165.
- Indriyani, E. (2017). Pengaruh Ukuran Perusahaan Dan Profitabilitas Terhadap Nilai Perusahaan. *Akuntabilitas: Jurnal Ilmu Akuntansi*, 10(2): 333–348.
- Ismawati, Sriyanto, Khaerunnisa, E., dan Mahmudi, B. (2019). Pengaruh Struktur Kepemilikan Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Return On Asset Sebagai Variabel Intervening Pada Perusahaan Manufaktur Sektor Industri Dasar Dan Kimia. *Jurnal Manajemen Dan Bisnis*, 12(1): 136–152.
- Kurniawan, I. G. E. dan Putra, I. N. W. A. (2019). Pengaruh Profitabilitas, Kebijakan Utang, Dan Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan. *E-Jurnal Akuntansi*, 28(3): 1783–1800.
- Mayangsari, R. (2018). Pengaruh Struktur Modal, Keputusan Investasi, Kepemilikan Manajerial, Dan Komite Audit Terhadap Nilai Perusahaan Aneka Industri Yang Listing Di Bursa Efek Indonesia Periode 2012-2016. *Jurnal Ilmu Manajemen*, 6(4): 477–485.
- Murtiningtyas, A. I. (2012). *Kebijakan Dividen, Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Profitabilitas, Risiko Bisnis Terhadap Kebijakan Hutang*. 1(2): 1–6.

- Nofiani, R. dan Gunawan, B. (2018). Pengaruh Kepemilikan Institusional, Free Cash Flow (Fcf), Dan Investment Opportunity Set (Ios) Terhadap Kebijakan Hutang (Studi Empiris Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bei Tahun 2014-2016). *Reviu Akuntansi Dan Bisnis Indonesia*, 2(2): 144–152.
- Oktaviantari, N. K. A. dan Baskara, I. G. K. (2019). Pengaruh Ukuran Perusahaan, Tangibility Assets, Dan Kepemilikan Manajerial Terhadap Struktur Modal Pada Sub Sektor Ritel. *E-Jurnal Manajemen*, 8(6): 3843–3872.
- Pamungkas, G. (2015). Effects Of Managerial Ownership And Profitability On Company Value Mediated By Debt Policy As Intervening (A Study On Manufacturing Companies Listed On Indonesia Stock Exchange Period 2011-2015). *Jurnal Banque Syar'i*, 6(2): 123–154.
- Pandansari, I. M. dan Yuyetta, E. N. A. (2016). Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional Dan Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Kebijakan Hutang Sebagai Variabel Intervening. *Diponegoro Journal Of Accounting*, 5(3): 1–11.
- Pangaribuan, L. N., Susanti, E., Putri, J. A., dan Sembiring, L. D. (2019). Kebijakan Hutang Dan Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan Pada Sub Sektor Rokok Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia. *Financial: Jurnal Akuntansi*, 5(2): 80–90.
- Prasetyorini, B. F. (2013). Pengaruh Ukuran Perusahaan, Leverage, Price Earning Ratio Dan Profitabilitas Terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Ilmu Manajemen*, 1(1): 183–196.
- Pratiwi, S. dan Ganika, G. (2017). Pengaruh Struktur Kepemilikan Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Kebijakan Hutang Sebagai Variabel Intervening (Studi Pada Perusahaan Sektor Perdagangan, Jasa Dan Investasi Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Periode Tahun 2009-2015). *Sains: Jurnal Manajemen Dan Bisnis*, 9(2): 287–308.
- Puteri, P. A. dan Rohman, A. (2012). Analisis Pengaruh Investment Opportunity Set (Ios) Dan Mekanisme Corporate Governance Terhadap Kualitas Laba Dan Nilai Perusahaan. *Diponegoro Journal Of Accounting*, 1(2): 1–14.
- Putri, G. A. P. dan Chabachib, M. (2013). Analisis Pengaruh Kepemilikan Institusional, Free Cash Flow, Investment Opportunity Set Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Kebijakan Hutang Sebagai Variabel Intervening. *Diponegoro Journal Of Accounting*, 2(2): 1–15.
- Repie, R. R. dan Sedana, I. B. P. (2015). Kebijakan Hedging Dengan Instrumen Derivatif Dalam Kaitan Dengan Underinvestment Problem Di Indonesia. *E-Jurnal Manajemen*, 4(2): 384–398.
- Sari, N. P. S. dan Wirajaya, I. G. A. (2017). Pengaruh Free Cash Flow Dan Risiko Bisnis Pada Nilai Perusahaan Dengan Kebijakan Hutang Sebagai Variabel Intervening. *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana*, 18(3): 2260–2289.
- Septariani, D. (2017). Pengaruh Kebijakan Dividen Dan Kebijakan Hutang Terhadap Nilai Perusahaan (Studi Empiris Pada Perusahaan Lq45 Di Bei Periode 2012-2015). *Journal Of Applied Business And Economics*, 3(3): 183–195.
- Setiono, D. B., Susetyo, B., dan Mubarak, A. (2017). Pengaruh Profitabilitas, Keputusan Investasi, Kebijakan Dividen Dan Kebijakan Hutang Terhadap Nilai Perusahaan (Studi

- Empiris Pada Perusahaan Manufaktur Sektor Industri Barang Konsumsi Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Periode 2011 - 2015). *Permana*, 8(2): 32–50.
- Sheisarvian, R. M., Sidjana, N., dan Saifi, M. (2015). Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kebijakan Dividen Dan Profitabilitas Terhadap Kebijakan Hutang (Studi Pada Perusahaan Manufaktur Yang Tercatat Di Bei Periode 2010-2012). *Jurnal Administrasi Bisnis (Jab)*, 22(1): 1–9.
- Sidauruk, N. G. B., Siregar, L., Susanti, E., dan Astuti. (2018). Pengaruh Earning Per Share , Debt To Equity Ratio , Dan Asset Growth Terhadap Nilai Perusahaan Pada Perusahaan Sub Sektor Telekomunikasi , Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Akuntansi*, 4(2): 35–42.
- Sugiarto, M. (2011). Pengaruh Struktur Kepemilikan Dan Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Kebijakan Hutang Sebagai Intervening. *Jurnal Akuntansi Kontemporer*, 3(1): 1–25.
- Sumanti, J. C. dan Mangantar, Ma. (2015). Analisis Kepemilikan Manajerial, Kebijakan Hutang, Dan Profitabilitas Terhadap Kebijakan Dividen Dan Nilai Perusahaan Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bei. *Jurnal Emba*, 3(1): 1141–1151.
- Suri, A., Wulandari, R., dan Setiyowati, S. W. (2020). Analisis Pengaruh Profitabilitas, Struktur Modal, Kepemilikan Manajerial Dan Dewan Komisaris Independen Terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Riset Mahasiswa Akuntansi*, 8(1): 1–7.
- Susanto, Y. K. (2011). Kepemilikan Saham, Kebijakan Dividen, Karakteristik Perusahaan, Risiko Sistemik, Set Peluang Investasi Dan Kebijakan Hutang. *Jurnal Bisnis Dan Akuntansi*, 13(3): 195–210.
- Swissia, P., dan Purba, B. (2018). Pengaruh Struktur Kepemilikan Institusional, Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Keluarga, Pengungkapan Sukarela Dan Leverage Terhadap Biaya Utang. *Jurnal Akuntansi & Keuangan*, 9(2): 42–65.
- Utama, I. M. D. P. dan Dana, I. M. (2019). Pengaruh Dividen, Utang, Dan Profitabilitas Terhadap Nilai Perusahaan Property Di Bursa Efek Indonesia (Bei). *E-Jurnal Manajemen*, 8(8): 4927–4956.
- Warapsari, A. A. A. U. dan Suaryana, I. G. N. A. (2016). Pengaruh Kepemilikan Manajerial Dan Institusional Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Kebijakan Utang Sebagai Variabel Intervening. *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana*, 16(3): 2288–2315.
- Wardani, D. K. dan Hermuningsih, S. (2011). Pengaruh Struktur Kepemilikan Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Kinerja Keuangan Dan Kebijakan Hutang Sebagai Variabel. *Jurnal Siasat Bisnis*, 15(1): 27–36.
- Wida, N. P. dan Suartana, I. W. (2014). Pengaruh Kepemilikan Manajerial Dan Kepemilikan Institusional Pada Nilai Perusahaan. *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana*, 9(3): 575–590.
- Widyaningsih, D. (2018). Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Komisaris Independen, Serta Komite Audit Pada Nilai Perusahaan Dengan Pengungkapan Csr Sebagai Variabel Moderating Dan Firm Size Sebagai Variabel Kontrol. *Jurnal Akuntansi Dan Pajak*, 19(01): 38–52.

- Wijaya, L. R. P. dan Wibawa, A. (2010). Pengaruh Keputusan Investasi , Keputusan Pendanaan Dan Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Simposium Nasional Akuntansi*, 13(1): 1–12.
- Wulandari, E., Rinofah, R., dan Mujiono. (2019). Pengaruh Intangible Asset, Debt To Equity Ratio, Dan Return On Asset Terhadap Nilai Perusahaan Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Periode 2014-2018. *Journal Of Management & Business*, 2(2): 86–96.
- Yuniarti, A. M. D. (2013). Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Dividen, Profitabilitas Dan Struktur Aset Terhadap Kebijakan Hutang. *Accounting Analysis Journal*, 2(4): 447–454.
- Yuniningsih, Hasna, N. A., Wajdi, B. N., dan Widodo, S. (2018). Financial Performance Measurement Of With Signaling Theory Review On Automotive Companies Listed In Indonesia Stock Exchange. *International Journal Of Entrepreneurship And Business Development*, 1(2): 167–177.