

**Pengaruh Kepemilikan Institusional Terhadap Nilai Perusahaan  
Dengan Kebijakan Hutang Sebagai Variabel Intervening**

(Studi Empiris : Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bei  
Periode 2010-2015)

**ARTIKEL**

*Diajukan sebagai Salah Satu Syarat dalam Memperoleh Gelar Sarjana Ekonomi di  
Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Padang*



**OLEH:**

**SILFIANI**  
**16106/2010**

**JURUSAN AKUNTANSI  
FAKULTAS EKONOMI  
UNIVERSITAS NEGERI PADANG**

**2018**

**HALAMAN PENGESAHAN ARTIKEL**

**PENGARUH KEPEMILIKAN INSTITUSIONAL TERHADAP NILAI  
PERUSAHAAN DENGAN KEBIJAKAN HUTANG SEBAGAI VARIABEL  
INTERVENING**

(studi empiris : perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI periode  
2010-2015)

**Oleh:**

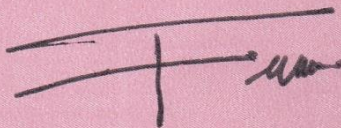
**Silfiani**  
**16106/2010**

Artikel ini disusun berdasarkan skripsi untuk persyaratn wisuda ke 111 juni 2018  
dan telah diperiksa dan disetujui oleh kedua pembimbing

Padang, Mei 2018

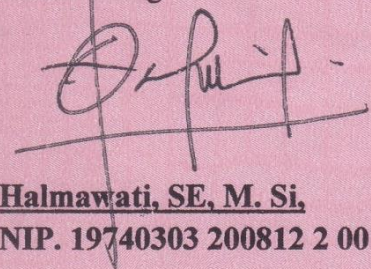
Disetujui Oleh,

Pembimbing I



**Fefri Indra Arza, SE, M.Sc, Ak**  
**NIP. 19730213 199903 1 003**

Pembimbing II



**Halmawati, SE, M. Si,**  
**NIP. 19740303 200812 2 001**

# **Pengaruh Kepemilikan Institusional Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Kebijakan Hutang Sebagai Variabel Intervening**

(Studi Empiris : Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bei Periode 2010-2015)

**Silfiani**

Jurusan Akuntansi Fakultas Ekonomi  
Universitas Negeri Padang  
Jl. Prof. Dr. Hamka Kampus UNP Air Tawar Padang  
Email: silfiani99@yahoo.com

## **ABSTRACT**

*This study aims to provide empirical evidence about the interaction of conditional institutional shareholder, policy debt and the value of company on manufacturer companies listed on the Indonesia Stock Exchange 2010-2015, with a sample of research totaling 36 companies using purposive sampling. In this study, the result of empirical examination using path analysis gives result that (1) Institutional ownership had not influence on financing decision and firm value. (2) policy debt had direct and indirect influence on firm value with financing decision as intervening variable.*

**Keyword** : *institutional shareholder, policy debt, the value of company*

## **PENDAHULUAN**

### **Latar belakang masalah**

Bagaimana cara penilaian suatu perusahaan? Bagaimana cara menentukan kondisi perusahaan dengan melihat tingkat nilai perusahaan? Bagaimana cara menentukan dasar yang akan digunakan dalam penilaian perusahaan tersebut? Apakah nilai sebuah perusahaan dapat dilihat dari harga saham? Apakah hasil penilaian itu dapat digunakan sebagai acuan untuk menilai layak atau tidaknya sebuah perusahaan dijadikan sebagai alternatif investasi?

Sebelum menjawab semua pertanyaan tersebut, kita harus menyadari bahwa tinggi rendahnya harga saham tidak

selalu dapat dijadikan sebagai pilihan alternatif investasi yang bagus dikarenakan harga saham tidak selalu menjamin atau mencerminkan tingkat kesuksesan perusahaan. Seorang investor harus bisa melihat bagaimana kondisi perusahaan baik secara *financial* maupun operasional perusahaan.

Laporan keuangan bertujuan untuk menyajikan informasi yang berguna dalam menilai kemampuan manajemen dalam menggunakan sumber daya perusahaan secara efektif untuk mencapai tujuan utama perusahaan (Belkoui,2006:217). Laporan keuangan menggambarkan kinerja manajer dalam mengelola sumber daya yang dipercayakan kepadanya dan menginformasikan kondisi perusahaan dalam

suatu periode. Informasi yang ada dalam laporan keuangan akan digunakan oleh pihak eksternal dan internal perusahaan seperti, investor, kreditur, pemerintah, pemasok, manajer, karyawan dan pihak lain yang berkepentingan dengan perusahaan. Dimana berdasarkan informasi tersebut tingi rendahnya nilai investor dapat ditentukan oleh pengguna laporan keuangan.

Pada masa ini, perusahaan menghadapi banyak hal dalam kelangsungan operasinya baik itu dari segi internal atau eksternal perusahaan. Seperti adanya inflasi, persaingan antar perusahaan, krisis energi, tanggung jawab sosial dan faktor lingkungan serta beberapa faktor lain yang akan dihadapi perusahaan disetiap lini aktivitasnya. Karena hal ini manajer keuangan harus bisa mengantisipasi berbagai kemungkinan yang muncul dalam mencapai tujuan perusahaan dan memaksa para manajer keuangan untuk bertindak sebagai *general manager*. Manajer keuangan harus dapat menterjemahkan tujuan strategis ke dalam tujuan jangka pendek. Mereka dituntut fleksibilitas dalam menangkap dan mengantisipasi perubahan dimasa mendatang untuk secara dini melakukan penyesuaian dan mengambil keputusan secara tepat dan akurat, selain itu, untuk menghadapi persaingan global ke depan, perusahaan memerlukan adanya inovasi cerdas yang berorientasi terhadap pasar serta diikuti oleh efektivitas, efisiensi serta jaminan mutu.

Pada mulanya tujuan perusahaan hanyalah berorientasi pada tingkat keuntungan yang tinggi dan mengaki-

batkan perusahaan harus mengorbankan keuntungan pada jangka panjang untuk mendapatkan keuntungan yang tinggi pada periode jangka pendek. Sementara keuntungan jangka pendek dan jangka panjang memiliki peranan yang penting bagi kehidupan perusahaan. Oleh karena itu, Salvatore (2005) mengemukakan tujuan utama perusahaan bukanlah untuk memperoleh laba sebesar-besarnya melainkan mendapatkan nilai perusahaan yang baik.

Myers (1997) mengemukakan konsep nilai perusahaan sebagai suatu kombinasi aktiva yang dimiliki dan opsi investasi dimasa yang akan datang. Gaver dan Gaver (2000) mengemukakan nilai perusahaan dapat diartikan sebagai nilai jual perusahaan maupun nilai tambah bagi pemegang saham.

Nilai perusahaan adalah pandangan investor terhadap tingkat keberhasilan perusahaan. Nilai perusahaan dapat diketahui dari harga saham perusahaan, sehingga harga saham yang tinggi membuat nilai perusahaan tinggi. Menurut Sudarma (2005:521) faktor-faktor yang mempengaruhi nilai perusahaan yaitu ukuran perusahaan, pertumbuhan perusahaan, keunikan perusahaan, struktur kepemilikan, kebijakan hutang, kebijakan deviden, nilai aktiva, fluktuasi nilai dan keadaan pasar modal.

Struktur kepemilikan merupakan faktor yng dapat mempengaruhi naik turunnya nilai perusahaan. Struktur kepemilikan sangat penting dalam menentukan nilai perusahaan. Aspek yang perlu dipertimbangkan adalah kosentrasi kepemilikan perusahaan oleh pihak luar (kepemilikan

institusional) dan proporsi kepemilikan oleh manajemen.

Kepemilikan institusional adalah kepemilikan saham perusahaan oleh institusi keuangan seperti perusahaan asuransi, bank, dan dana pensiun. Semakin terkonsentrasi kepemilikan saham dalam suatu perusahaan, maka pengawasan yang dilaksanakan oleh pemilik akan semakin efektif sebab manajemen akan semakin berhati-hati dalam mengambil keputusan (Sujoko, 2007).

Jensen dan Meckling (1976) menyatakan bahwa kepemilikan institusional memiliki peranan yang sangat penting dalam meminimalisasi konflik keagenan yang terjadi antara manajer dan pemegang saham dan dalam memonitor manajemen karena akan mendorong pengawasan yang lebih optimal. Hal tersebut dianggap mampu menjadi mekanisme *monitoring* yang efektif dalam setiap keputusan yang diambil oleh manajer dan tentunya akan menjamin kemakmuran untuk pemegang saham, pengaruh kepemilikan institusional sebagai agen pengawas ditekan melalui investasi mereka yang cukup besar dalam pasar modal. Hal ini disebabkan karena investor institusional terlibat dalam pengambilan yang strategis sehingga tidak mudah percaya terhadap tindakan manipulasi laba.

Menurut Wahyudi dan Pawestri (2006) Semakin tinggi kepemilikan institusional maka akan mengurangi perilaku *opportunistic* manajer yang dapat mengurangi *agency cost* yang diharapkan akan meningkatkan nilai perusahaan. Tingginya kepemilikan oleh institusi akan meningkatkan pengawasan terhadap perusahaan dan

akan meminimalisasi tingkat penyelewengan-penyelewengan yang dilakukan oleh pihak manajemen yang akan menurunkan nilai perusahaan. Selain itu, pemilik institusional akan berusaha melakukan usaha-usaha positif guna meningkatkan nilai perusahaan miliknya. Namun berbeda dengan penelitian Permanasari (2010) kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan dengan hasil yang menunjukkan bahwa kepemilikan institusional yang merupakan pemilik mayoritas cenderung berpihak pada manajemen dan mengarah pada kepentingan pribadi sehingga mengabaikan pemegang saham minoritas, hal ini direspon negatif oleh pasar. Selain itu investor institusional adalah pemilik sementara yang terfokus pada laba sekarang, jadi jika laba sekarang dirasa tidak memberi keuntungan maka pihak institusi akan menarik sahamnya dan tentu berakibat pada nilai perusahaan. Oleh karena itu kepemilikan institusional belum mampu menjadi mekanisme yang meningkatkan nilai perusahaan.

Faktor selanjutnya yang dapat mempengaruhi nilai perusahaan yaitu kebijakan hutang. Kebijakan hutang merupakan kebijakan perusahaan tentang seberapa jauh sebuah perusahaan menggunakan pendanaan hutang. Perusahaan yang memiliki tingkat pertumbuhan yang tinggi cenderung membutuhkan dana dari sumber eksternal yang besar. Karena semakin besar perusahaan, maka semakin banyak dana yang digunakan untuk menjalankan operasi perusahaan.

Kebijakan hutang merupakan cara bagaimana perusahaan memanfaatkan fasilitas pendanaan dari luar (hutang), agar jumlah penggunaannya dapat meminimalisir besarnya risiko yang harus ditanggung perusahaan. Semakin besar proporsi hutang perusahaan, semakin tinggi beban pokok dan bunga yang harus dibayarkan kembali dan semakin tinggi pula risiko kebangkrutan. Oleh karena itu, perusahaan harus mampu membuat suatu kebijakan hutang yang tepat agar hutang yang digunakan mampu membantu perusahaan untuk tumbuh dan berkembang sehingga tidak terjadi kegagalan dalam membayar hutang. Apabila hal ini terjadi likuiditas perusahaan akan terancam dan tentunya akan langsung mempengaruhi nilai perusahaan.

Menurut Mardiyati dkk (2012) Kebijakan hutang berpengaruh positif tetapi tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. Tetapi setelah menambahkan variabel kontrol kedalam model persamaan regresi, perubahan terlihat pada nilai koefisien yang menjadi negatif. Sedangkan pengaruhnya tetap tidak signifikan. Hasil dari penelitian ini mengalami perubahan setelah menambahkan variabel *insider ownership* kedalam model persamaan dikarenakan adanya *agency problem* dimana muncul antara kreditur (pemberi hutang) seperti pemegang obligasi perusahaan (*bondholders*) dengan pemegang saham (*stockholders*) yang diwakili oleh manajemen perusahaan. Konflik tersebut muncul karena manajemen mengambil proyek-proyek yang risikonya lebih besar daripada yang diperkirakan oleh kreditur atau karena perusahaan meningkatkan jumlah

hutang hingga mencapai tingkatan yang lebih tinggi daripada yang diperkirakan kreditor.

Penggunaan hutang yang tinggi akan meningkatkan financial distress. Maka diperlukan suatu pengawasan penggunaan hutang yang dilakukan oleh manajer yaitu adanya kepemilikan institusional. Investor institusional akan mendorong pengawasan yang lebih optimal pada kinerja manajemen. Kinerja manajemen yang baik akan memberikan sinyal yang positif bagi pasar sehingga berpengaruh kepada peningkatan nilai perusahaan.

Hal ini sesuai dengan penelitian Damayanti membuktikan bahwa perusahaan yang memiliki tingkat kepemilikan saham yang tinggi baik kepemilikan manajerial maupun kepemilikan institusional ternyata memiliki tingkat hutang yang lebih rendah, sehingga nilai perusahaan yang dimilikinya lebih baik dibandingkan dengan perusahaan yang memiliki tingkat kepemilikan saham rendah, dikarenakan dengan semakin tingginya struktur kepemilikan saham maka diharapkan semakin kuat kontrol internal terhadap perusahaan yang akan dapat mengurangi penggunaan hutang oleh manajer. Hutang perusahaan yang menurun dapat menurunkan pula resiko kebangkrutan perusahaan sehingga dapat memberikan sinyal yang positif bagi pasar bahwa kondisi keuangan merupakan dalam kondisi yang baik yang berpengaruh kepada respon positif dari pasar sehingga nilai perusahaan dapat meningkat.

Berdasarkan uraian diatas maka peneliti mencoba mengangkat topik penelitian dengan judul **“Pengaruh kepemilikan insitusional terhadap nilai perusahaan dengan kebijakan hutang sebagai variabel intervening (Studi Empiris pada Perusahaan manufaktur yang Terdaftar di BEI Tahun 2010-2015)”**.

Berdasarkan latar belakang diatas maka masalah yang akan dibahas dalam penelitian ini adalah:

1. Sejauhmana pengaruh kepemilikan institusional terhadap kebijakan hutang?
2. Sejauhmana pengaruh kebijakan hutang terhadap nilai perusahaan
3. Sejauhmana pengaruh kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan?
4. Sejauhmana pengaruh kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan hutang?

Berdasarkan perumusan masalah di atas, maka tujuan penelitian adalah untuk mengetahui:

1. Pengaruh kepemilikan institusional terhadap kebijakan hutang.
2. Pengaruh kebijakan hutang terhadap nilai perusahaan.
3. Pengaruh kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan.
4. Pengaruh kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan hutang

Selain tujuan tersebut, penulis berharap hasil penelitian ini juga bermanfaat memberikan informasi:

1. Bagi peneliti, hasil penelitian dapat menambah pengetahuan tentang kepemilikan institusional dan kebijakan hutang terhadap nilai perusahaan
2. Bagi para akademisi dan praktisi manajemen memberi masukan

dalam mengembangkan teori keuangan untuk melakukan penelitian lebih lanjut.

3. Bagi pihak manajemen perusahaan dan pemegang saham memberi masukan dalam masalah keagenan dan aplikasinya terhadap kebijakan hutang dan bermanfaat untuk sebagai acuan untuk mengambil keputusan investasi sehingga dapat mengambil keputusan yang tepat untuk berinvestasi.

## **KAJIAN TEORI**

### **Agency Theory**

Teori keagenan (*agency theory*) menjelaskan bagaimana hubungan antara pemilik perusahaan dengan orang yang dipekerjakan oleh pemilik perusahaan tersebut untuk menjalankan perusahaan sehingga mendatangkan nilai tambah bagi perusahaan. Pada model keagenan dirancang sebuah sistem yang melibatkan antara pemilik (*principal*) dan manajemen (*agent*), sehingga dibutuhkan kontrak antara kedua belah pihak tersebut. Dalam kesepakatan kontrak diharapkan dapat memaksimalkan utilitas *principal* dan dapat memuaskan dan menjamin *agent* untuk menerima *reward* dari aktivitas pengelolaan perusahaan tersebut.

Menurut Scott (2015: 358) teori keagenan merupakan cabang dari *gametheory* yang mempelajari skema dari kontrak untuk memotivasi agen yang rasional untuk bertindak sesuai keinginan dari *principal*. Hubungan agensi ada ketika salah satu pihak (*principal*) menyewa pihak lain (*agent*) untuk melaksanakan jasa dan dalam hal melaksanakan hal tersebut, *principal* mendelegasikan wewenang kepada *agent* untuk membuat keputusan.

Namun, dalam praktiknya kadangkala terjadi konflik yang disebabkan karena masing-masing pihak memiliki kepentingan yang berbeda. *Agent* sering kali bertindak untuk kepentingannya sendiri dan mengesampingkan kepentingan *principal*. Hal inilah yang menyebabkan terjadinya konflik, konflik ini disebut dengan konflik keagenan. Munculnya konflik disebabkan karena adanya asimetri informasi atau adanya kesenjangan informasi antara *agent* selaku pihak yang menyediakan informasi dengan *principal* dan *stakeholders* sebagai pengguna informasi.

### **Nilai perusahaan**

Nilai perusahaan sangat penting karena dengan nilai perusahaan yang tinggi akan diikuti oleh tingginya kemakmuran pemegang saham (Brigham, 1999). Myers (1997) mengemukakan konsep nilai perusahaan sebagai suatu kombinasi aktiva yang dimiliki dan opsi investasi dimasa yang akan datang. Gaver dan Gaver (2000) mengemukakan bahwa nilai perusahaan dapat diartikan sebagai nilai jual perusahaan maupun nilai tambah bagi pemegang saham. Menurut Weston dan Thomas (1998) memaksimalkan nilai perusahaan berarti mempertimbangkan pengaruh waktu terhadap nilai uang. Dana yang diterima tahun ini bernilai lebih tinggi daripada dana yang diterima dimasa yang akan datang dan berarti juga mempertimbangkan resiko terhadap arus kas pendapatan perusahaan. Nilai perusahaan dalam penelitian ini diproksi (diwakili) oleh saham. Saham adalah tanda penyertaan atau kepemilikan seseorang atau badan usaha dalam suatu perusahaan.

Pemegang saham mengharapkan memperoleh keuntungan dari dividen yang dibagikan secara periodik dan dari keuntungan *capital gain* yaitu nilai saham yang terus meningkat di atas harga beli saham. Perilaku investor dipasar saham pada umumnya membeli saham bila mereka tahu bahwa harga saham dinilai terlalu rendah atau *undervalued* yaitu harga pasar saham dibawah nilai sebenarnya dan mereka menjual sahamnya bila mereka merasa sahamnya dinilai terlalu tinggi dari harga sebenarnya (Astuti, 2004). Kemakmuran pemegang saham akan meningkat apabila harga saham yang dimilikinya meningkat. Sementara itu, harga saham itu terbentuk di pasar modal dan ditentukan oleh beberapa faktor seperti laba per saham dan rasio laba terhadap harga per lembar saham (Sartono, 2001).

Salah satu masalah utama dalam menganalisa merjer potensial melibatkan penempatan nilai dari perusahaan yang diperoleh. Nilai dari suatu perusahaan bergantung tidak hanya pada kemampuan menghasilkan arus kas, tetapi juga tergantung pada karakteristik operasional dan keuangan dari perusahaan yang diambil alih (Keown, 2008). Nilai perusahaan akan ditentukan oleh kemampuannya dalam menghasilkan arus kas, baik saat ini maupun di masa mendatang (Brigham dan Houston, 2001).

Nilai perusahaan adalah pandangan investor terhadap tingkat keberhasilan perusahaan. Nilai perusahaan dapat diketahui dari harga saham perusahaan, sehingga harga saham yang tinggi membuat nilai perusahaan tinggi. Nilai perusahaan yang tinggi akan menjadikan masyarakat percaya



pada kondisi kinerja perusahaan saat ini dan prospek perusahaan di masa mendatang (Ang, 1997). Semakin tinggi harga saham, maka semakin tinggi keuntungan yang diperoleh pemegang saham sehingga kondisi seperti ini akan diminati oleh investor karena dengan permintaan saham yang meningkat akan berpengaruh pada nilai perusahaan juga akan meningkat. Optimalisasi nilai perusahaan dapat dicapai melalui pelaksanaan fungsi manajemen keuangan, dimana satu keputusan keuangan yang diambil akan mempengaruhi keputusan keuangan lainnya dan berdampak pada nilai perusahaan.

Rasio-rasio keuangan digunakan investor untuk mengetahui nilai pasar perusahaan. Rasio tersebut dapat memberikan indikasi bagi manajemen mengenai penilaian investor terhadap kinerja perusahaan dimasa lampau dan prospeknya dimasa depan. Ada beberapa rasio untuk mengukur nilai pasar perusahaan, salah satunya Tobin's Q. Rasio ini dinilai bisa memberikan informasi paling baik, karena memasukkan semua unsur hutang dan modal saham perusahaan, tidak hanya saham biasa dan tidak hanya ekuitas perusahaan, namun seluruh asset perusahaan.

Dengan memasukkan seluruh asset perusahaan berarti perusahaan tidak hanya terfokus pada satu tipe investor saja yaitu investor dalam bentuk saham namun juga untuk kreditur karena sumber pembiayaan operasional perusahaan bukan hanya dari ekuitasnya saja tetapi juga dari pinjaman yang diberikan oleh kreditur (Sukamulja, 2004).

Jadi semakin besar nilai Tobin's Q menunjukkan bahwa perusahaan memiliki prospek pertumbuhan yang baik. Hal ini dapat terjadi karena semakin besar nilai pasar asset perusahaan dibandingkan dengan nilai buku asset perusahaan maka semakin besar kerelaan investor untuk mengeluarkan pengorbanan yang lebih untuk memiliki perusahaan tersebut.

### **Kepemilikan Institusional**

Jensen dan Meckling (1976) menyatakan bahwa kepemilikan institusional memiliki peranan yang sangat penting dalam meminimalisasi konflik keagenan yang terjadi antara manajer dan pemegang saham. Keberadaan investor institusional dianggap mampu menjadi mekanisme *monitoring* yang efektif dalam setiap keputusan yang diambil oleh manajer. Hal ini disebabkan investor institusional terlibat dalam pengambil-aliran yang strategis sehingga tidak mudah percaya terhadap tindakan manipulasi laba.

Kepemilikan institusional adalah kepemilikan saham perusahaan oleh institusi keuangan seperti perusahaan keuangan, asuransi, bank, dan dana pensiun. Kepemilikan institusional memiliki arti penting dalam memonitor manajemen karena dengan adanya kepemilikan oleh institusional akan mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal. *Monitoring* tersebut tentunya akan menjamin kemakmuran untuk pemegang saham, pengaruh kepemilikan institusional sebagai agen pengawas ditekan melalui investasi mereka yang cukup besar dalam pasar modal.

Tingkat kepemilikan institusional yang tinggi akan menimbulkan usaha pengawasan yang lebih besar oleh pihak investor institusional sehingga dapat menghalangi perilaku *opportunistic* manajer. Menurut Shleifer and Vishny bahwa *institutional shareholders*, dengan kepemilikan saham yang besar, memiliki insentif untuk memantau pengambilan keputusan perusahaan. Begitu pula penelitian Wening (2009) Semakin besar kepemilikan oleh institusi keuangan maka semakin besar pula kekuatan suara dan dorongan untuk mengoptimalkan nilai perusahaan.

Investor institusional dibedakan menjadi dua kelompok yaitu investor pasif dan investor aktif. Investor aktif merupakan investor yang aktif terlibat dalam pengambilan keputusan strategi perusahaan. Sedangkan, investor pasif merupakan investor yang tidak terlalu ingin terlibat dalam keputusan perusahaan. Pengawasan terhadap kebijakan yang dilakukan oleh manajer akan lebih kuat apabila kepemilikan saham bersifat mayoritas. Apabila investor institusional tidak merasa puas akan kinerja manajer maka mereka dapat menjual sahamnya. Kepemilikan institusional memiliki peranan untuk dapat menekan hutang yang digunakan perusahaan sebab pengawasan yang kuat akan membatasi perilaku manajer dalam menggunakan hutang sehingga akan menurunkan hutang perusahaan. Hutang perusahaan yang menurun mampu menjauhkan perusahaan dari kebangkrutan yang dapat menurunkan nilai perusahaan (Sujoko, 2007).

## **Kebijakan hutang hutang**

Menurut FASB, hutang adalah pengorbanan manfaat ekonomi masa mendatang yang mungkin timbul karena kewajiban sekarang suatu entitas untuk menyerahkan aktiva atau memberikan jasa kepada entitas lain dimasa mendatang sebagai akibat transaksi masa lalu. Menurut IAI, kewajiban merupakan hutang perusahaan masa kini yang timbul dari peristiwa masa lalu, penyelesaiannya diharapkan mengakibatkan arus keluar dari sumber daya perusahaan yang mengandung manfaat ekonomi (Gusti, 2013).

Menurut Sartono (2001) menyatakan hutang adalah semua kewajiban perusahaan kepada pihak lain yang belum terpenuhi, dimana hutang ini merupakan sumber dana atau modal perusahaan yang berasal dari kreditor. Hutang merupakan salah satu sumber pembiayaan eksternal yang digunakan oleh perusahaan untuk membiayai kebutuhan dananya. Dalam pengambilan keputusan akan penggunaan hutang ini harus mempertimbangkan besarnya biaya tetap yang muncul dari hutang berupa bunga yang akan menyebabkan semakin meningkatnya *leverage* keuangan dan semakin tidak pastinya tingkat pengembalian bagi para pemegang saham biasa.

### **1. Jenis-Jenis Hutang**

Hutang dapat digolongkan ke dalam tiga jenis, yaitu :

- a. Hutang jangka pendek (*short-term debt*)

Hutang jangka pendek merupakan hutang yang diharapkan akan dilunasi dalam waktu satu tahun atau satu siklus operasi normal

perusahaan dengan menggunakan sumber-sumber aktiva lancar atau dengan menimbulkan hutang jangka pendek yang baru.

Hutang jangka pendek meliputi:

1. Hutang dagang.
2. Hutang wesel..
3. Biaya yang masih harus dibayar.
4. Hutang jangka panjang yang segera jatuh tempo.
5. Penghasilan yang diterima dimuka (*deferred revenue*).

b. Hutang jangka panjang (*longterm debt*)

Hutang jangka panjang yaitu hutang yang jangka waktu pembayarannya lebih dari satu tahun sejak tanggal neraca dan sumber-sumber untuk melunasi hutang jangka panjang adalah sumber bukan dari kelompok aktiva lancar. Hutang jangka panjang terdiri dari hutang obligasi, hipotik dan hutang bank.

Keunggulan dan kelemahan hutang (Weston dan Copeland 1997) yaitu dari segi risiko, hutang dipandang lebih menguntungkan dibanding saham biasa atau saham preferen karena hutang memberi prioritas dalam hal pendapatan dan juga dalam hal likuidasi. Hutang juga memiliki masa jatuh tempo yang pasti dan dilindungi oleh akad (*covenants*) dalam *indenture*. Dari segi laba, para pemegang obligasi memiliki hasil pengembalian tetap, kecuali dalam kasus obligasi pendapatan (*income bonds*) atau surat hutang dengan suku bunga mengambang. Pembayaran bunga tidak tergantung pada tingkat laba perusahaan atau suku bunga pasar yang sedang berlaku. Meskipun demikian, hutang tidak pernah dapat

ikut menikmati laba perusahaan yaitu saat perusahaan bisa berhasil menarik laba yang maksimal. Sering kali hutang jangka panjang bisa dibatalkan sebelum waktunya. Jika hal ini terjadi, misalnya obligasi ditarik melalui opsi tarik, investor akan menerima kembali uangnya, yang harus ditanam kembali agar dana tersebut tidak mati. Dari segi pengendalian, pemegang obligasi biasanya tidak memiliki hak suara. Meskipun begitu, jika sampai obligasi dinyatakan tak dapat dibayar, pemegang obligasi dapat mengambil alih kendali perusahaan.

Kebijakan hutang termasuk kebijakan pendanaan perusahaan yang bersumber dari eksternal. Kebijakan ini memiliki dampak pada konflik dan biaya keagenan. Jensen dan Meckling (1976) menyatakan bahwa dengan hutang maka perusahaan akan melakukan pembayaran periodik atas bunga dan pokok pinjaman. Kebijakan hutang akan memberikan dampak pada pendisiplinan bagi manajer untuk mengoptimalkan penggunaan dana yang ada. Karena hutang yang cukup besar akan menimbulkan kesulitan keuangan dan atau risiko kebangkrutan.

Perusahaan dinilai berisiko apabila memiliki porsi hutang yang besar dalam struktur modal, namun sebaliknya apabila perusahaan menggunakan hutang yang kecil atau tidak sama sekali maka perusahaan dinilai tidak dapat memanfaatkan tambahan modal eksternal yang dapat meningkatkan operasional perusahaan (Ozkan, 2001 dalam Purba 2011).

Kebijakan hutang sering diukur dengan *debt to equity ratio* (DER) yaitu perbandingan antara total hutang

jangka panjang dengan modal sendiri. Semakin rendah DER berarti semakin kecil tingkat hutang yang dimiliki dan kemampuan untuk membayar hutang akan semakin tinggi pula. Ketika perusahaan menggunakan hutang yang terus meningkat maka akan semakin besar kewajibannya. Hal ini akan berpengaruh pada terhadap pendapatan bersih bagi pemegang saham termasuk juga dividen yang dibagikan. Karena kewajiban membayar hutang akan lebih diutamakan daripada kewajiban membagikan dividen.

Investor seringkali memilih hutang sebagai alternatif pendanaan, sebab melalui penggunaan hutang hak mereka di dalam perusahaan tidak akan berkurang. Akan tetapi, manajer akan cenderung kurang menyukai alternatif pendanaan ini (Putri, 2013). Melalui hutang maka perusahaan harus melakukan pembayaran secara periodik atas bunga. Hal ini bisa mengurangi keinginan manajer menggunakan *free cash flow* untuk membiayai kegiatan-kegiatan yang kurang optimal sebab terdapat resiko yang akan diperoleh perusahaan yang menggunakan hutang dalam pendanaan dan tidak mampu melunasi kembali hutang tersebut akan terancam likuidasinya sehingga pada gilirannya akan mengancam posisi manajemen (Jensen, 1986).

Hutang merupakan instrument yang sangat sensitif terhadap nilai perusahaan, berdasarkan pada teori Modigliani dan Miller menyatakan bahwa nilai perusahaan ditentukan oleh struktur modal. Penggunaan hutang sebagai pendanaan perusahaan akan menimbulkan resiko gagal bayar bagi perusahaan, semakin tinggi hutang

maka semakin tinggi probabilitas kebangkrutan. Berdasarkan teori pertukaran (*trade off theory*) terdapat keuntungan yang akan diperoleh melalui penggunaan hutang yaitu pengurangan pajak akibat dari pembayaran biaya bunga akan tetapi keuntungan yang diperoleh tidak sebesar beban bunga yang harus ditanggung perusahaan (Sujoko dan Subiantoro, 2007).

Kebijakan hutang diperoleh dari pembagian antara hutang yang dimiliki oleh perusahaan baik *current liability* maupun *long term liability* dengan *total asset* yang dimiliki oleh perusahaan (Nuringsih, 2005). Kebijakan hutang merupakan kebijakan perusahaan tentang seberapa jauh sebuah perusahaan menggunakan pendanaan hutang. Terdapat beberapa teori tentang pendanaan hutang dengan hubungan terhadap nilai perusahaan yaitu:

1. Teori struktur modal dari Miller dan Modigliani (*Capital structure theory*). Pada teori ini mereka berpendapat bahwa dengan asumsi tidak ada pajak, *bankruptcy cost*, tidak adanya informasi asimetris antara pihak manajemen dengan para pemegang saham, dan pasar terlibat dalam kondisi yang efisien, maka *value* yang bisa diraih oleh perusahaan tidak terkait dengan bagaimana perusahaan melakukan strategi pendanaan. Setelah menghilangkan asumsi tentang ketiadaan pajak, hutang dapat menghemat pajak yang dibayar (karena hutang menimbulkan pembayaran bunga yang mengurangi jumlah penghasilan yang terkena pajak) sehingga nilai perusahaan bertambah.

2. *Trade off theory*. Pada teori ini menjelaskan bahwa semakin tinggi perusahaan melakukan pendanaan menggunakan hutang maka semakin besar pula resiko mereka untuk mengalami kesulitan keuangan karena membayar bunga tetap yang terlalu besar bagi para *debtholders* setiap tahunnya dengan kondisi laba bersih yang belum pasti (*bankruptcy cost of debt*).
3. Pendekatan teori keagenan (*Agency approach*) Menurut pendekatan ini, struktur modal disusun untuk mengurangi konflik antar berbagai kelompok kepentingan. Konflik antara pemegang saham dengan manajer sebenarnya adalah konsep *free cash flow*. Tetapi ada kecenderungan bahwa manajer ingin menahan sumberdaya (termasuk *free cash flow*) sehingga mempunyai kontrol atas sumber daya tersebut. Hutang bisa dianggap sebagai cara untuk mengurangi konflik keagenan terkait *free cash flow*. Jika perusahaan menggunakan hutang maka manajer akan dipaksa untuk mengeluarkan kas dari perusahaan (untuk membayar bunga).
4. Teori *signaling*. Jika manajer memiliki keyakinan bahwa prospek perusahaan baik, dan karenanya ingin agar harga saham meningkat, manajer tersebut tentunya ingin mengkomunikasikannya kepada para investor. Manajer bisa menggunakan utang yang lebih banyak, yang nantinya berperan sebagai sinyal yang lebih terpercaya. Ini karena perusahaan yang meningkatkan utang bisa dipandang sebagai perusahaan yang yakin dengan prospek perusahaan di masa

yang akan datang. Investor diharapkan akan menangkap sinyal tersebut, sinyal yang mengindikasikan bahwa perusahaan mempunyai prospek yang prospektif di masa depan. Jadi, kita dapat menyimpulkan dari penjelasan diatas bahwasanya hutang merupakan tanda atau signal positif dari perusahaan.

### **Pengembangan Hipotesis**

Nilai perusahaan adalah nilai pasar seluruh komponen keuangan perusahaan yang bersedia dibayar oleh calon pembeli jika perusahaan dijual yang tercermin dari harga sahamnya. Keberhasilan suatu perusahaan dapat dilihat dari nilai perusahaan karena semakin tinggi nilai perusahaan akan menggambarkan kesejahteraan pemiliknya. Memaksimumkan nilai perusahaan berarti memaksimumkan kemakmuran pemegang sahamnya. Untuk mengukur nilai perusahaan dilakukan dengan analisis penilaian pasar yaitu dengan Rasio Tobin's Q dimana semakin tinggi rasio maka semakin berhasil usaha manajer dalam mengelola aktiva perusahaan dan potensi pertumbuhan investasi tinggi.

Dalam melakukan keputusan pendanaan, perusahaan dituntut untuk mempertimbangkan dan menganalisis sumber pendanaan yang ekonomis dimana sumber pendanaan tersebut harus bertujuan mendatangkan keuntungan dan lebih besar dari biaya aset. Apabila perusahaan memilih hutang sebagai sumber pendanaanya maka akan timbul beberapa konsekuensi dari pinjaman tersebut seperti pembayaran bunga dan pokok pinjaman.

Meningkatkan nilai perusahaan dapat menarik investor untuk menanamkan modalnya. Dalam hal ini manajer harus memutuskan apakah laba yang akan diperoleh selama satu periode akan dibagikan seluruhnya atau sebagian dibagikan sebagai dividen dan sisanya akan ditahan dalam bentuk laba ditahan perusahaan. Sehingga terdapat perbedaan kepentingan antara manajemen perusahaan sebagai pengambil keputusan dan para pemegang saham sebagai pemilik dari perusahaan dan akan berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Manajer yang sekaligus pemegang saham akan meningkatkan nilai perusahaan karena dengan meningkatkan nilai perusahaan, maka nilai kekayaannya sebagai pemegang saham juga akan meningkat. Dengan meningkatkan kepemilikan saham oleh pihak manajemen, diharapkan manajemen akan bertindak sesuai dengan keinginan para pemegang saham karena manajer akan termotivasi untuk meningkatkan kinerja perusahaan. Dengan demikian, dapat disebutkan bahwa kepemilikan institusional dan kebijakan hutang mempunyai pengaruh terhadap nilai perusahaan.

### **Hipotesis**

Berdasarkan penjabaran pada latar belakang masalah, rumusan masalah, tujuan, manfaat penelitian, kajian teori, penelitian terdahulu yang menjadi acuan serta kerangka konseptual, maka dapat dirumuskan hipotesis dalam penelitian ini sebagai berikut :

H1:kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang

H2:kebijakan hutang berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan

H3:Kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan  
H4:Kepemilikan institusional berpengaruh signifikan positif terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan hutang

### **METODE PENELITIAN**

Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif yang termasuk kedalam penelitian asosiatif kausal dengan populasi perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada tahun 2010 sampai tahun 2015. Sampel yang digunakan dipilih berdasarkan *purposive sampling* yaitu pengambilan sampel didasarkan pada kriteria tertentu.

Kriteria tersebut meliputi :

- a. Perusahaan sampel merupakan perusahaan manufaktur di BEI yang telah terdaftar dan *listing* periode 2010-2015
- b. Perusahaan sampel mencantumkan laporan keuangan secara lengkap selama berturut-turut pada periode tahun 2010-2015
- c. Perusahaan sampel mempublikasikan laporan keuangan yang telah diaudit selama berturut-turut pada periode tahun 2010-2015
- d. Perusahaan yang menyajikan laporan keuangan dalam mata uang rupiah pada periode tahun 2010-2015
- e. Perusahaan sampel merupakan perusahaan yang memiliki opsi kepemilikan institusional pada periode tahun 2010-2015

Berdasarkan kriteria tersebut, maka diperoleh sampel sebanyak 36 perusahaan. Jenis data pada penelitian ini adalah data dokumenter.

Variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian ini yaitu kepemilikan institusional sebagai variabel independen dan nilai perusahaan sebagai variabel dependen serta kebijakan hutang menjadi *variable intervening*.

Pengukuran nilai perusahaan menggunakan Tobin's Q dan alat analisis yang digunakan dalam penelitian ini yaitu analisis regresi panel. Pemilihan model yang tepat menggunakan uji chow dan hausman. Model terdiri dari *Common effect*, *fixed effect*, dan *random effect*. Selain itu, dilakukan uji kelayakan model yang terdiri dari uji Koefisien Determinasi ( $R^2$ ), uji F statistik, dan yang terakhir uji hipotesis (uji t).

## HASIL PENELITIAN

### Analisis Induktif

Analisis Model Regresi Panel 1) Uji Chow, *Chow test* atau uji chow yakni pengujian untuk menentukan model *Fixed Effect* atau *Random Effect* yang paling tepat digunakan dalam mengestimasi data panel. Hipotesis dalam uji chow adalah:  $H_0$ : *Common Effect*

**Tabel 2**  
**Hasil pengujian Chow-Test**

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	23.663435	(35,178)	0.0000
Cross-section Chi-square	374.149300	35	0.0000

Berdasarkan hasil uji *Chow-Test* (lampiran) dengan menggunakan Eviews, didapat probabilitas sebesar 0,00 dan 0,00. Nilai probabilitasnya lebih kecil dari pada level signifikan ( $\alpha$

= 5%) sehingga dapat disimpulkan bahwa model  $H_0$  untuk model ini ditolak dan  $H_a$  diterima, sehingga estimasi yang lebih baik digunakan dalam model ini adalah *fixed effect*.

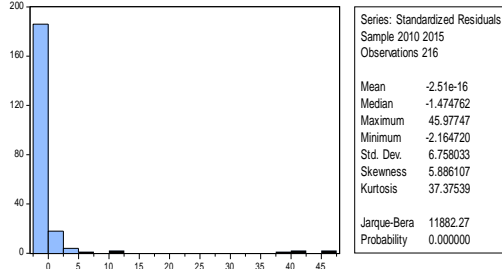
**Tabel 2**  
**Hasil pengujian Hausman-Test**

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	0.086143	2	0.9578

Berdasarkan hasil *Hausman test* dengan menggunakan Eviews, semua model didapatkan nilai probabilitasnya lebih besar  $\alpha = 5\%$ . Nilai *probability* lebih besar dari pada level signifikan ( $\alpha = 0,05$ ), maka  $H_0$  untuk model ini diterima dan  $H_a$  ditolak, sehingga estimasi yang lebih baik digunakan dalam model ini adalah *random effect*. Jadi dalam model penelitian ini lebih baik menggunakan model *random effect*.

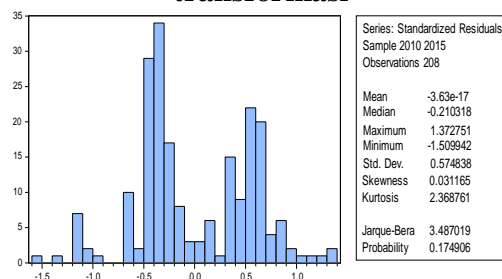
Karena model yang digunakan jatuh pada *random effect*, maka menurut Agus (2007:257) dalam penelitian ini tidak perlu dilakukan pengujian asumsi klasik (uji Autokorelasi, Heterokedastisitas dan Multikolinieritas). Hal ini disebabkan oleh variabel gangguan dalam model *random effect* tidak berkorelasi dari perusahaan berbeda maupun perusahaan yang sama dalam periode yang berbeda, varian variabel gangguan homoskedastisitas serta nilai harapan variabel gangguan nol dan juga karena penyembuhan uji asumsi klasik di atas menggunakan metode *Generalized Least Squares* (GLS) yang mana GLS itu bagian dari *random effect* sehingga tidak perlu uji asumsi klasik.

## Uji Asumsi Klasik Uji Normalitas



Dari Tabel 10 di atas dapat dilihat bahwa residual data belum terdistribusi dengan normal dimana nilai Jarque-Bera ( $11882,27$ )  $> 2$  dan nilai probabilitas  $0.0000 < 0.05$  sehingga belum layak untuk dilakukan uji regresi berganda. Data yang tidak berdistribusi normal tersebut selanjutnya di-transformasikan dalam bentuk transformasi Box-Cox. Hal ini bertujuan untuk memperoleh data yang normal, sehingga menghasilkan model regresi yang baik dan tidak bias. Dengan demikian, diperoleh uji normalitas setelah transformasi sebagai berikut:

**Tabel 11**  
**Uji Normalitas Residual setelah transformasi**



Dari Tabel 11 di atas dapat dilihat bahwa residual data belum terdistribusi normal dimana nilai probabilitas  $0.1749 > 0.05$  sehingga dianggap sudah layak untuk dilakukan uji regresi berganda.

Berdasarkan Tabel (lampiran) dapat terlihat nilai  $F_{hitung} = 5,295887$ ,  $T_{hitung} = -0,297172 < T_{tabel} = 1,66830$  dan pada signifikan  $0,7667 > \alpha = 0,05$ . Maka keputusannya  $H_a$  dalam penelitian ini ditolak. Hal ini menunjukkan bahwa pengaruh negatif yang antara variabel Kepemilikan Institusional ( $X_1$ ) terhadap Kebijakan Hutang ( $X_2$ ) pada Perusahaan manufaktur tahun 2010-2015. Besarnya pengaruh variabel Kepemilikan Institusional terhadap variabel Kebijakan Hutang diperlihatkan oleh nilai Adjuste  $R$  sebesar  $0,518687$  atau  $51,87\%$ . Ini berarti bahwa kepemilikan institusional berpengaruh, berkontribusi dan mampu menjelaskan kebijakan hutang sebesar  $51,87\%$ . Berdasarkan hasil analisis data tersebut, maka tersedia cukup bukti untuk menolak  $H_a$ . Dapat disimpulkan hipotesis pertama diterima, yaitu Kepemilikan Institusional berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang ( $X_2$ ) pada Perusahaan manufaktur tahun 2010-2015.

Berdasarkan tabel (lampiran) data pada sub struktur I menunjukkan bahwa koefisien  $\beta$  jalur  $Px_2x_1 = -0,006137$ , Nilai  $T_{hitung} = -0,297172 < T_{tabel} = 1,66830$  dan pada signifikan  $0,7667 > \alpha = 0,05$ . Berdasarkan analisis data tersebut menunjukkan bahwa kepemilikan institusional ( $X_1$ ) berpengaruh negatif tetapi signifikan terhadap kebijakan hutang ( $X_2$ ) pada perusahaan manufaktur tahun 2010-2015.

Jadi besarnya pengaruh langsung dari variabel kepemilikan institusional ( $X_1$ ) terhadap kebijakan hutang ( $X_2$ ) adalah sebesar  $-0,006137$ . Ini berarti bahwa



besarnya kontribusi kepemilikan institusional ( $X_1$ ) yang secara langsung mempengaruhi kebijakan hutang ( $X_2$ ) adalah  $(-0,006137)^2 = 0,00376627$  atau 0,3766%.

Jadi dapat dikatakan kontribusi variabel kepemilikan institusional ( $X_1$ ) terhadap kebijakan hutang ( $X_2$ ) sebesar 0,00376627 atau 0,3766% dan sisanya 0,9999 atau 99,99% merupakan kontribusi dari variabel lain di luar variabel kepemilikan institusional.

Berdasarkan tabel (lampiran) besarnya pengaruh variabel Kepemilikan Institusional ( $X_1$ ) dan Kebijakan Hutang ( $X_2$ ) terhadap variabel Nilai Perusahaan ( $Y$ ) diperlihatkan oleh nilai *R Square* sebesar 0,050152 atau 5,06%. Ini berarti kepemilikan institusional ( $X_1$ ) dan kebijakan hutang ( $X_2$ ) berpengaruh, berkontribusi dan mampu menjelaskan nilai perusahaan sebesar 5,06%.

Pengaruh variabel penyebab kepemilikan institusional ( $X_1$ ) dan kebijakan hutang ( $X_2$ ) terhadap variabel nilai perusahaan ( $Y$ ) menunjukkan koefisien  $\beta$  kebijakan hutang bernilai negatif sebesar -0,080588, nilai  $t_{hitung}$  sebesar -2,330252 <  $t_{tabel}$  1,66830 dan nilai signifikansi  $0,0208 < 0,05$ . Hal ini berarti bahwa kebijakan hutang berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI, Dan koefisien jalur kepemilikan institusional bernilai positif sebesar 0,011370, nilai  $t_{hitung}$  sebesar 2,367568 >  $t_{tabel}$  1,66830 dan nilai signifikansi  $0,0188 < 0,05$ . Hal ini berarti bahwa kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan pada

perusahaan manufaktur. Berdasarkan analisis data tersebut menunjukkan bahwa kepemilikan institusional ( $X_1$ ) dan kebijakan hutang ( $X_2$ ) berpengaruh tetapi tidak signifikan terhadap variabel nilai perusahaan ( $Y$ ).

Jadi besarnya pengaruh langsung dari variabel kepemilikan institusional ( $X_1$ ) terhadap nilai perusahaan ( $Y$ ) adalah sebesar 0,011370. Ini berarti bahwa besarnya kontribusi kepemilikan institusional ( $X_1$ ) yang secara langsung mempengaruhi nilai perusahaan ( $Y$ ) adalah  $(0,011370)^2 = 0,0001293$  atau 0,013%. Dan pengaruh langsung dari variabel kebijakan hutang terhadap nilai perusahaan adalah sebesar -0,080588. Ini berarti bahwa besarnya kontribusi kebijakan hutang ( $X_2$ ) yang secara langsung mempengaruhi nilai perusahaan ( $Y$ ) adalah  $(-0,080588)^2 = 0,006495$  atau 0,65%. Berdasarkan hal tersebut pengaruh tidak langsung dari variabel kepemilikan institusional ( $X_1$ ) terhadap nilai perusahaan ( $Y$ ) melalui kebijakan hutang ( $X_2$ ) adalah sebesar -0,0001293. Pada tahap ini penulis melakukan perhitungan terhadap variabel lain yang tidak dimasukkan ke dalam model penelitian, dimana pengaruh variabel lain pada penelitian ini yaitu 0,9999 atau 99,99%

Pada sub III, koefisien kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan terhadap kebijakan hutang yaitu 0,000132 dan kontribusi variabel lain diluar kepemilikan institusional dan kebijakan hutang terhadap nilai perusahaan sebesar 0,9999 atau 99,99%.

Berdasarkan sub struktur di atas, dapat dibuat persamaan sebagai berikut :

Persamaan strukturnya adalah

$$Y = -0,006137X_1 - 0,08059X_2 + 0,9999\varepsilon_2$$

### Uji Koefisien Determinasi ( $R^2$ )

Koefisien determinasi ( $R^2$ ) digunakan untuk melihat atau mengetahui kontribusi variabel bebas dalam menjelaskan variabel terikat. Berdasarkan Tabel (lampiran) dapat diketahui bahwa nilai *Adjusted R Square* menunjukkan 0,040885. Hal ini mengindikasikan bahwa nilai perusahaan dapat dijelaskan oleh kepemilikan institusional dan kebijakan hutang sebesar 4,09% dan selebihnya ditentukan oleh variabel di luar penelitian ini.

### Uji F (*F-Test*)

Uji F dilakukan untuk menguji apakah secara serentak variabel independen mampu menjelaskan variabel dependen dengan baik dan untuk menguji apakah model yang digunakan telah *fix* atau tidak. Nilai prob F-statistik pada model sebesar 0,005123, maka nilai  $F < sig$  yaitu  $0,00 < 0,05$ . Jadi dapat disimpulkan bahwa persamaan regresi yang diperoleh dapat diandalkan atau model sudah *fix*.

## PEMBAHASAN

Berdasarkan hasil penelitian yang telah dikaji secara statistik dengan analisis jalur menghasilkan beberapa hal yang perlu diperhatikan mengenai faktor-faktor yang mempengaruhi nilai perusahaan. Hasil penelitian lebih lanjut akan diuraikan sebagai berikut:

## 1. Pengaruh kepemilikan Institusional terhadap Kebijakan Hutang

Menurut Riyanto (2001) Suatu perusahaan dengan struktur modal yang tidak baik, dimana mempunyai hutang yang sangat besar akan memberikan beban berat kepada perusahaan yang bersangkutan. Struktur modal digambarkan sebagai kemampuan perusahaan untuk membayar hutangnya dengan menggunakan ekuitas yang dimilikinya. Berdasarkan hasil analisis statistik dalam penelitian ini ditemukan bahwa hipotesis pertama ( $H_1$ ) ditolak. Dari hasil pengolahan data disimpulkan bahwa kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang yang menunjukkan apabila kepemilikan institusional meningkat maka penggunaan hutang akan menurun tetapi tidak mengalami penurunan yang kentara atau besar.

Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Gusti (2013) Kepemilikan institusional berpengaruh signifikan negatif terhadap kebijakan hutang perusahaan. Namun berbeda dengan hasil penelitian Putri (2013) dimana hasil kesimpulannya menyatakan bahwa Kepemilikan institusional berpengaruh signifikan positif terhadap kebijakan hutang perusahaan.

Alasan ditolaknya hipotesis pertama ini dikarenakan bahwa dengan adanya pemegang saham besar seperti institusional yang berpihak kepada manajer dimana investor institusional mendukung pilihan

manajer saat menambah hutang untuk meningkatkan pendanaan perusahaan dengan kata lain, investor institusional disini lebih menyukai perusahaan mengembangkan aktivitas operasinya .

## **2. Pengaruh Kebijakan Hutang terhadap Nilai Perusahaan**

Kebijakan hutang termasuk kebijakan pendanaan perusahaan yang bersumber dari eksternal. Kebijakan ini memiliki dampak pada konflik dan biaya keagenan. Jensen dan Meckling (1976) dalam Purba (2011) menyatakan bahwa dengan hutang maka perusahaan akan melakukan pembayaran periodik atas bunga dan pokok pinjaman. Kebijakan hutang adalah sebuah kebijakan yang diambil oleh perusahaan dalam pendanaan modal, dimana kebijakan hutang ini perusahaan akan menentukan tingkat hutang yang akan digunakan dalam pembiayaan biaya operasi perusahaan. Berdasarkan hasil analisis statistik dalam penelitian ini ditemukan bahwa hipotesis kedua ( $H_2$ ) diterima.

Dari hasil pengolahan data dapat disimpulkan bahwa kebijakan hutang berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI. Hal ini menunjukkan bahwa tinggi rendahnya tingkat hutang yang digunakan perusahaan akan mempengaruhi penilaian investor terhadap nilai perusahaan.

Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian Susanti (2010) yang menyatakan bahwa Kebijakan

hutang berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan. Hasil ini tidak sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh penelitian Wongso menunjukkan bahwa Kebijakan hutang berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Alasan diterimanya hipotesis kedua ini di sebabkan karena tingginya tingkat kebijakan hutang yang digunakan oleh sebuah perusahaan maka resiko yang akan dihadapi oleh perusahaan juga akan tinggi. Hal ini akan menyebabkan penurunan nilai perusahaan dikarenakan tingkat hutang yang tinggi juga akan *financial distress* yang akan mempengaruhi nilai perusahaan. Tingginya tingkat hutang yang digunakan oleh perusahaan juga akan menggambarkan bagaimana cara perusahaan untuk menggunakan pendanaan dalam menjalankan operasional perusahaan dan secara langsung akan menggambarkan tingkat likuiditas perusahaan tersebut akan kebangkrutan dan hal ini akan secara otomatis mempengaruhi nilai perusahaan.

## **3. Pengaruh kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan**

Kepemilikan institusional adalah kepemilikan saham perusahaan oleh institusi keuangan seperti perusahaan keuangan, asuransi, bank, dan dana pensiun. Adanya kepemilikan institusional dalam sebuah perusahaan menimbulkan dugaan bahwa nilai perusahaan meningkat dikarenakan kepemilikan institusional memiliki arti penting dalam memonitor manajemen karena dengan adanya

kepemilikan oleh institusional akan mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal. *Monitoring* tersebut tentunya akan menjamin kemakmuran untuk pemegang saham, pengaruh kepemilikan institusional sebagai agen pengawas ditekan melalui investasi mereka yang cukup besar dalam pasar modal. Berdasarkan hasil analisis statistik dalam penelitian ini ditemukan bahwa hipotesis ketiga ( $H_3$ ) diterima. Dari hasil pengolahan data dapat disimpulkan bahwa kepemilikan institusional memiliki pengaruh positif terhadap nilai perusahaan pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI. Hal ini menunjukkan apabila kepemilikan institusional mengalami peningkatan maka nilai perusahaan juga akan meningkat.

Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Putri (2013) dan Handayani dimana hasil kesimpulannya menyatakan bahwa kepemilikan institusional memiliki pengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Namun hasil penelitian ini tidak mendukung hasil penelitian yang dilakukan oleh Wongso dimana hasil penelitiannya menyatakan kepemilikan institusional berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap nilai perusahaan.

Alasan diterimanya hipotesis ketiga ini dikarenakan kepemilikan institusional merupakan salah satu alat yang digunakan untuk mengurangi *agency conflict*. Semakin tinggi tingkat kepemilikan institusional maka akan semakin

tinggi tingkat pengendalian yang dilakukan oleh pihak eksternal terhadap perusahaan hal ini tentu juga akan mengurangi tingkat *agency cost* yang terjadi dalam perusahaan sehingga akan meningkatkan nilai perusahaan.

#### **4. Pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap Nilai Perusahaan melalui Kebijakan Hutang**

Kepemilikan institusional memberikan pengawasan terhadap kinerja manajemen khususnya pada penggunaan dana perusahaan yang berasal dari dana pihak ketiga berupa hutang, guna menghindari kecenderungan manajer dalam menggunakan hutang untuk memperoleh keuntungan pribadi dan tidak mempertimbangkan hak pemegang saham (Sheiler dan Vishny, 1986). semakin tinggi kepemilikan institusional maka penggunaan hutang dapat diminimumkan. Penggunaan hutang yang rendah mampu menjaga resiko kebangkrutan perusahaan. hutang yang rendah dapat menjadi informasi yang positif bagi pasar akan kondisi keuangan perusahaan yang baik. semakin rendah hutang maka dapat meningkatkan nilai perusahaan.

Berdasarkan hasil analisis statistik dalam penelitian ini ditemukan bahwa hipotesis ketiga ( $H_4$ ) diterima. Dari hasil pengolahan data dapat disimpulkan bahwa kepemilikan institusional memiliki pengaruh positif terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan hutang pada perusahaan manufaktur

yang terdaftar di BEI. Hal ini menunjukkan apabila kepemilikan institusional mengalami peningkatan maka kebijakan hutang akan mengalami penurunan yang secara langsung akan meningkatkan nilai perusahaan.

Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Putri (2013) dimana hasil kesimpulannya menyatakan bahwa kepemilikan institusional memiliki pengaruh positif terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan hutang. Dimana pada penelitian Putri (2013) juga menggunakan kebijakan hutang sebagai variabel intervening

Alasan diterimanya hipotesis ketiga ini dikarenakan oleh Semakin tinggi tingkat kepemilikan institusional maka akan semakin tinggi tingkat pengendalian yang dilakukan oleh pihak eksternal terhadap perusahaan hal ini tentu juga akan mengurangi tingkat *agency cost* yang terjadi dalam perusahaan sehingga akan meningkatkan nilai perusahaan. Tingkat kepemilikan institusional yang tinggi juga akan menekan tingkat hutang yang digunakan oleh perusahaan dan ini akan membuat perusahaan untuk menghemat pembayaran bunga yang timbul akibat hutang. Hal ini akan menyebabkan perusahaan akan mempunyai banyak peluang untuk meningkatkan pendanaan modal perusahaan tanpa harus terbebani oleh resiko bunga periodik dan likuiditas

## **PENUTUP**

### **Kesimpulan**

Penelitian ini bertujuan untuk melihat apakah Kepemilikan Institusional, dan Kebijakan Hutang pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di PT Bursa Efek Indonesia (BEI) pada tahun 2010 sampai dengan tahun 2015 dapat mempengaruhi Nilai Perusahaan. Berdasarkan hasil temuan penelitian dan pengujian hipotesis yang diajukan sebelumnya dapat disimpulkan bahwa:

1. Kepemilikan Institusional berpengaruh negatif tetapi tidak signifikan terhadap Kebijakan Hutang pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di PT Bursa Efek Indonesia (BEI).
2. Kebijakan Hutang negatif berpengaruh terhadap nilai perusahaan pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di PT Bursa Efek Indonesia (BEI).
3. Kepemilikan Institusional berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di PT Bursa Efek Indonesia (BEI).
4. Kepemilikan Institusional berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan melalui Kebijakan Hutang pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di PT Bursa Efek Indonesia (BEI).

### **Keterbatasan Penelitian**

Keterbatasan dari penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Perusahaan yang dijadikan sampel adalah perusahaan keuangan dengan pengambilan sampel menggunakan metode *purposive sampling*, sehingga hasil penelitian tidak dapat menggeneralisasi seluruh sektor industri karena tiap

- sektor industri memiliki karakteristik yang berbeda.
2. Penelitian ini hanya menggunakan tiga variabel independen (Kepemilikan Institusional dan Kebijakan Hutang yang mempengaruhi nilai perusahaan). Masih ada sejumlah variabel lain yang belum digunakan sedangkan variabel tersebut memiliki kontribusi dalam mempengaruhi nilai perusahaan.
  3. Penelitian ini hanya terbatas pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) dengan tahun pengamatan penelitian yang masih terlalu singkat yaitu hanya dari tahun 2010 sampai dengan tahun 2015.

#### Saran

Berdasarkan kesimpulan dan keterbatasan penelitian yang telah diuraikan sebelumnya, maka saran yang diajukan sebagai berikut:

1. Bagi peneliti selanjutnya yang tertarik meneliti judul yang sama, dengan melihat *Adjusted R Square* penelitian ini yang masih rendah maka peneliti menyarankan untuk peneliti selanjutnya agar dapat menambahkan dan menggunakan variabel independen lain seperti risiko profitabilitas, *corporate social responsibility*, kebijakan dividen, struktur modal dan kesempatan bertumbuh (*growth opportunities*).
2. Bagi perusahaan emiten hendaknya meningkatkan nilai perusahaan sehingga dapat menarik investor untuk berinvestasi pada perusahaan mereka, dan perusahaan emiten hendaknya juga mampu mengelola dan memanfaatkan sumber pendanaan perusahaannya dengan

baik sehingga kinerja keuangan menjadi baik dimata investor.

3. Sebaiknya menggunakan proksi lain untuk mengukur nilai perusahaan, kepemilikan institusional dan, kebijakan hutang.
4. Bagi investor, dalam memberikan penilaian terhadap perusahaan sebaiknya juga memperhatikan faktor lain yang mempengaruhi nilai perusahaan seperti ukuran perusahaan, *Investment opportunity set*, *good cooperate governance*, dan profitabilitas.

#### DAFTAR PUSTAKA

- Ang robert, 1997. Buku Pintar Pasar Modal Indonesia. Mediasoft Indonesia: Jakarta
- Brigham, Eugene F dan Joel F Houston. 1999. *Manajemen Keuangan*. Edisi Bahasa Indonesia. Jakarta: Erlangga.
- Brigham, Eugene F dan Joel F Houston. 2001. *Manajemen Keuangan*. Jakarta: Erlangga.
- Brigham, Eugene F dan weston. 2001. *Dasar-dasar manajemen keuangan*. Jakarta: Erlangga.
- Eduardus Tandelilin. 2001. *Analisis Investasi dan Manajemen Portofolio*. Yogyakarta: BPFE Yogyakarta. Empat, Jakarta.
- Fama, Eugene F.1978. *The Effect of a Firm Investment and Financing Decision on The Welfare of Its Security Holders*. *American Economic Review* ; Vol. 68 pp. 272-280

- Fernandes, Yosi. 2012. Pengaruh *Investment Opportunity Set*, *Return On Asset (Roa)* Dan Fluktuasi Terhadap Nilai Perusahaan Pada Indeks LQ-45 Di BEI.
- Ghozali, Imam. 2005. *Analisis multivariate dengan program SPSS*. Semarang : Badan Penerbit Universitas Diponegoro
- Ghozali, Imam. 2009. Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS. Edisi 4. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro
- Gujarati, Damodar. N. 2007. *Ekonometrika Dasar* (Zain Sumarno Terjemahan). Jakarta: Erlangga
- Gusti, Bertha. 2013. Pengaruh *Free Cash Flow* Dan Struktur Kepemilikan Saham Terhadap Kebijakan Hutang Dengan *Investment Opportunity Set* Sebagai Variable Moderating. *Skripsi-SI*. Fakultas Ekonomi. Universitas Negeri Padang. Padang.
- Haruman. 2008. Pengaruh struktur kepemilikan terhadap keputusan keuangan dan nilai perusahaan. Simposium Nasional Akuntansi (SNA) XI.
- Helfret, Erich A. *Teknik Analisis Keuangan*. Jilid 8, alih bahasa : Wibowo, Herman. Jakarta: Erlangga.
- Indahningrum, Rizka. 2009. Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Isntitusal, Dividen, Pertumbuhan Perusahaan *Free Cash Flow* dan Profitabilitas terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Bisnis Dan Akuntansi*. Volume 11, Nomor 3, Desember, 2009, Halaman 189-207
- Keown, Arthur J. 2008. *Manajemen keuangan dan prinsip penerapannya*. Jakarta: PT Indeks.
- Mamduh. 2004. *Manajemen Keuangan Edisi 1*. BPEE : Yogyakarta
- Mardiyati, Umi Dkk. Pengaruh Kebijakan Dividen, Kebijakan Hutang, Dan Profitabilitas Terhadap Nilai Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Periode 2005-2001. *Jurnal Riset Manajemen Sains Indonesia (JRMSI)*, Volume 3, Nomor 1, Tahun 2012, Halaman 1-16
- Martono dan Agus H. 2005. *“Manajemen Keuangan”*. Yogyakarta.
- Masdupi, Erni. 2005. “Analisis Dampak Struktur Kepemilikan Hutang Dalam Mengontrol Konflik Keagenan”. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia Vol.20, No.1, 2005*, 57-59
- Mayangsari. 2012. Pengaruh Profitabilitas, *Investment Opportunity Set* Dan *Leverage* Terhadap Nilai Perusahaan. *Skripsi-SI*. Fakultas Ekonomi, Universitas Negeri Padang.
- Nengsi, Widya. Pengaruh Struktur Kepemilikan dan Kebijakan

- Dividen Terhadap Kebijakan Hutang dalam Perspektif *Agency Theory* pada perusahaan Manufaktur yang terdaftar di BEI. Universitas Negeri Padang.
- Ningsih, Putri. Pengaruh Keputusan Keuangan, Keputusan Pendanaan, Dan Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan. Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Widya Manggala.
- Novita, Yenni. 2012. Pengaruh *Leverage*, Kepemilikan Manajerial Dan *Corporate Social Responsibility Disclosure* Terhadap Nilai Perusahaan. *Skripsi-SI*. Fakultas Ekonomi. Universitas Negeri Padang.
- Nuraina, Eka. 2012. Pengaruh Kepemilikan Institusional Dan Ukuran Perusahaan terhadap Kebijakan Hutang dan Nilai Perusahaan. *Jurnal Bisnis dan Ekonomi (JBE)*, Volume 19, Nomor 2, Tahun 2012, Halaman 110-123
- Permanasari, Wien Ika. 2010. Pengaruh Kepemilikan Manajemen, Kepemilikan Institusional, Dan *Corporate Social Responsibility* Terhadap Nilai Perusahaan. *Skripsi-SI*. Fakultas Ekonomi, Universitas Diponegoro. Semarang..
- Purba, Lenra Juni Remember. 2011. Analisis Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kebijakan Dividen, Ukuran Perusahaan, Profitabilitas Terhadap Kebijakan Hutang. *Skripsi-SI*. Fakultas Ekonomi. Universitas Diponegoro. Semarang.
- Putri, Ginza Angelia Purwanto. 2013. Analisis Pengaruh Kepemilikan Institusional, *Free Cash Flow*, *Investment Opportunity Set* Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Kebijakan Hutang Sebagai Variabel Intervening. *Skripsi-SI*. Fakultas Ekonomi, Universitas Diponegoro. Semarang.
- Rinawati, dan Pulus. Analisis Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Nilai Perusahaan. Fakultas Ekonomi. Universitas Diponegoro. Semarang.
- Sartono, Agus. 2001. Manajemen Keuangan Teori dan Aplikasi. Yogyakarta: BPFE Yogyakarta.
- Setia, Lukas. 2008. *Teori dan Praktek Manajemen Keuangan*. Yogyakarta: Unit Penerbit dan Percetakan Andi Offset.
- Sheifer, A dan R.W. Vishny. 1986. Large Shareholders and Coporate Control. *The Journal of politica; Economy* 94. Hal 461-488
- Sojoko. Pengaruh Kepemilikan Saham, Leverage, Faktor Intern dan Faktor Ektern Terhadap Nilai perusahaan. *Jurnal Manajemen dan kewirausahaan*, Vol 9, No. 1, Maret, 2007, Hal 41-48



- Suad Husnan. 2005. *Dasar Dasar Teori Portofolio Dan Analisis Sekuritas*. Yogyakarta: Unit Penerbit dan Percetakan AMP YKPN.
- Sudarma. 2005. Faktor-faktor yang berpengaruh terhadap Nilai Perusahaan Indonesia. Bussines conference. Jakarta.
- Sukrini, Dwi. Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Kebijakan Dividen dan Kebijakan Hutang terhadap Nilai Perusahaan.
- Susanti, Rika. 2010. Analisis Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Nilai Perusahaan. Fakultas Ekonomi. Universitas Diponegoro. Semarang.
- Wahidawati. 2002. Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Institusional pada Kebijakan Hutang Perusahaan : Sebuah Perspektif Theory Agency. Jurnal Riset Akuntansi Indonesia, Vol. 5, No. 1, h1-16
- Wahyudi. 2011. *Manajemen Konflik Dalam Organisasi*. Bandung. Alfabeta
- Wahyudi dan Pawestri, 2006. Implikasi struktur kepemilikan terhadap nilai perusahaan: dengan keputusan keuangan sebagai variabel intervening. Simposium Nasional Akuntansi (SNA) XI. Padang.
- Weston, J Fred dan Copeland, E Thomas. 1998. *Manajemen Keuangan, Jilid 2..* Jakarta: Erlangga.
- Weston, J Fred dan Brigham, F Eugene. 2001. *Dasar Dasar Manajemen Keuangan Jilid 2*, alih bahasa: Sirait, Alfonso. Jakarta: Erlangga.
- Wongso, Amanda. Pengaruh Kebijakan Dividen, Struktur Kepemilikan, Dan Kebijakan Hutang Terhadap Nilai Perusahaan Dalam Perspektif Teori Agensi Dan Teosi *Signaling*
- [www.idx.co.id](http://www.idx.co.id)

**LAMPIRAN**  
**Estimasi Model Regresi Panel**

**A. STATISTIK DESKRIPTIF**

Date: 02/08/18 Time:  
23:22  
Sample: 2010 2015

	Y	X2	X1
Mean	2.164737	0.854870	18.27937
Median	0.640150	0.596900	12.66000
Maximum	48.22730	11.25440	78.74000
Minimum	0.173200	-30.59810	0.030000
Std. Dev.	6.762104	3.613748	18.07481
Skewness	5.910556	-4.193329	1.796110
Kurtosis	37.58025	35.47037	5.767153
Jarque-Bera Probability	12019.79 0.000000	10121.95 0.000000	185.0506 0.000000
Sum	467.5831	184.6519	3948.344
Sum Sq. Dev.	9831.102	2807.722	70240.21
Observations	216	216	216

**B. UJI CHOW**

Redundant Fixed Effects Tests  
Equation: Untitled  
Test cross-section fixed effects

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	23.663435	(35,178)	0.0000
Cross-section Chi-square	374.149300	35	0.0000

**C. HAUSTMANT TEST**

Correlated Random Effects - Hausman Test  
Equation: Untitled  
Test cross-section random effects

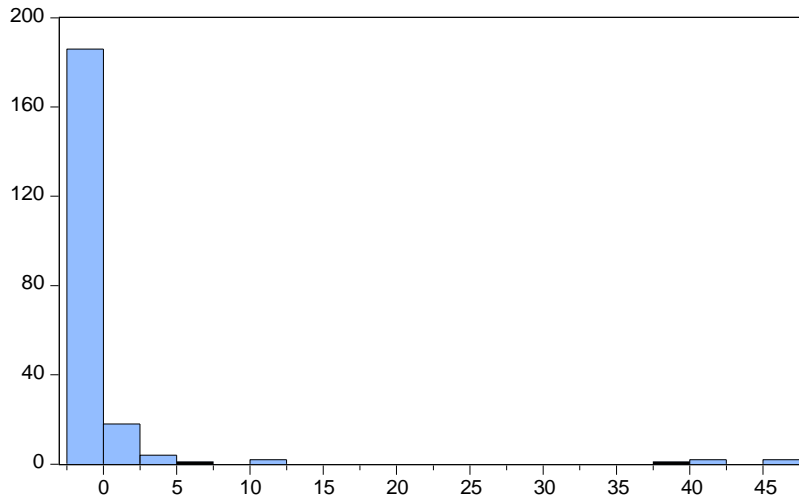
Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	0.086143	2	0.9578

Cross-section random effects test comparisons:

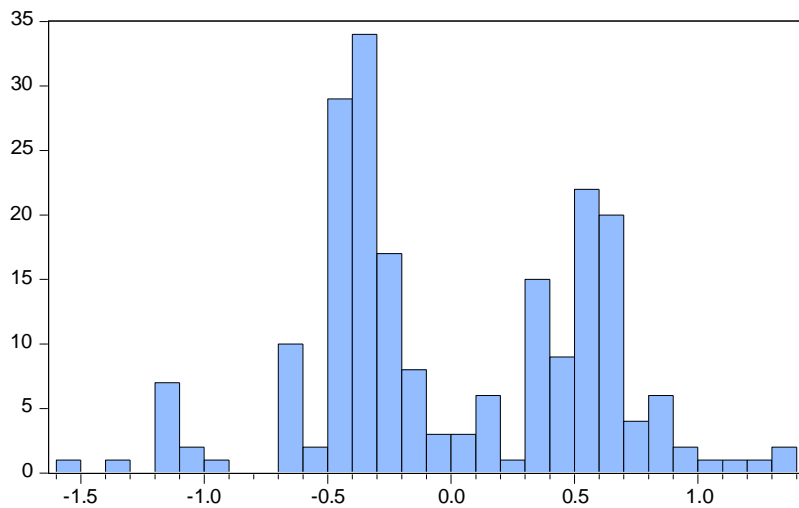
Variable	Fixed	Random	Var(Diff.)	Prob.
X2	-0.002761	-0.007348	0.000340	0.8036
X1	-0.039210	-0.014497	0.027900	0.8824

## D. UJI NORMALITAS

### 1. NORMALITAS DENGAN DATA ASLI



### 2. NORMALITAS SETELAH TRANSFORMASI DATA



## E. HASIL ESTIMASI REGRESI

### 1. X1 TERHADAP X2

Cross-section random effects test equation:

Dependent Variable: X2

Method: Panel Least Squares

Date: 02/09/18 Time: 02:49

Sample: 2010 2015

Periods included: 6

Cross-sections included: 35

Total panel (unbalanced) observations: 208

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.362700	0.347062	3.926387	0.0001
X1	-0.006137	0.020651	-0.297172	0.7667

#### Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.518687	Mean dependent var	1.264314
Adjusted R-squared	0.420746	S.D. dependent var	1.973040
S.E. of regression	1.501657	Akaike info criterion	3.807125
Sum squared resid	387.8552	Schwarz criterion	4.384776
Log likelihood	-359.9410	Hannan-Quinn criter.	4.040697
F-statistic	5.295887	Durbin-Watson stat	1.897402
Prob(F-statistic)	0.000000		

### 2. X1 DAN X2 TERHADAP Y

Dependent Variable: Y

Method: Panel Least Squares

Date: 02/07/18 Time: 21:56

Sample: 2010 2015

Periods included: 6

Cross-sections included: 35

Total panel (unbalanced) observations: 208

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
X1	0.011370	0.004803	2.367568	0.0188
X2	-0.080588	0.034583	-2.330252	0.0208
C	0.933162	0.111085	8.400432	0.0000

R-squared	0.050152	Mean dependent var	1.013558
Adjusted R-squared	0.040885	S.D. dependent var	1.002235
S.E. of regression	0.981533	Akaike info criterion	2.814915
Sum squared resid	197.4983	Schwarz criterion	2.863053
Log likelihood	-289.7512	Hannan-Quinn criter.	2.834379
F-statistic	5.412014	Durbin-Watson stat	0.443639
Prob(F-statistic)	0.005123		