

EFEKTIFITAS KEBIJAKAN STRUKTUR MODAL DALAM MENINGKATKAN NILAI PERUSAHAAN

(Capital Structure Policy Effectiveness in Enhancing Firm Value)

Herry Subagyo

Program Studi Manajemen Universitas Stikubank
Jl. Kendeng V Bendan Ngisor Semarang
(h3rry_sbg@yahoo.com)

ABSTRAK

Penelitian ini dimaksudkan untuk mengembangkan model hubungan struktur modal dengan nilai perusahaan yang lebih konsisten. Model ini menempatkan *investment opportunity set* sebagai variabel moderasi, variabel yang dapat memperkuat atau memperlemah pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan. Data yang digunakan merupakan panel data, yaitu data *cross section* dan data *time series*, periode 2004-2008. Teknik pengambilan sampel menggunakan *purposive sampling*, sedangkan teknik analisis menggunakan model moderasi Selisih mutlak, dan dibantu dengan program SPSS 16,0. Hasil studi ini menunjukkan bahwa efektivitas struktur modal ditentukan oleh peluang investasi yang tersedia. Penggunaan utang hanya efektif meningkatkan nilai perusahaan ketika peluang investasi rendah, apabila peluang investasi tinggi penggunaan utang akan berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan. Temuan ini mengindikasikan adanya kecenderungan investasi yang berlebihan (*over investment*) yang dilakukan oleh manajemen pada saat peluang investasinya tinggi. Sebaliknya, penggunaan utang dapat membatasi manajemen melakukan investasi yang berlebihan.

Kata Kunci: struktur modal, nilai perusahaan, *investment opportunity set*.

ABSTRACT

This study aims to create a model of the relationship of Capital structure policy with firm value is more consistent. This model puts the investment opportunity set as a moderating variable that can strengthen or weaken the effect of funding policy to firm value. Sample used in this study is companies incorporated in the manufacturing industry whose stock are actively traded on the Indonesia Stock Exchange. Data used is panel data, cross section data and time series data, the period 2004 to 2008. The results of this study found the effectiveness of the policy of capital structure is determined by Investment opportunity set. The use of debt will reduce firm value when high investment opportunity set. When investment opportunity set is low, will enhance firm value. This findings indicate a tendency of overinvestment when high potential growth, while companies low potential growth, debt can be used to control management not to overinvestment.

Key Words: capital structure, firm value, *investment opportunity set*.

PENDAHULUAN

Penggunaan utang merupakan keputusan yang bersifat strategik, karena membawa konsekuensi finansial jangka panjang yang berdampak pada resiko dan nilai perusahaan (*Firm value*). Setiap perusahaan akan menetapkan proporsi utang (*Struktur modal*) sesuai dengan kebutuhan dan kondisi finansial yang dihadapi. Terkait dengan proporsi utang, Myers (1977) dalam *Balancing theory* menjelaskan bahwa proporsi penggunaan utang dapat meningkatkan nilai perusahaan pada tingkat tertentu, akan tetapi setelah melewati batas optimal penggunaan utang dapat menurunkan nilai perusahaan.

Hubungan struktur modal dengan nilai perusahaan telah menjadi perdebatan panjang, baik secara empiris maupun teoritis. Perdebatan ini berawal dari perbedaan pandangan mengenai struktur modal yang optimal, dan relevansi hubungan struktur modal dengan nilai perusahaan. Perdebatan ini diawali oleh proposisi Modigliani dan Miller (1963) yang menyatakan bahwa penggunaan utang akan meningkatkan nilai perusahaan. Faktor yang menentukan nilai perusahaan tersebut adalah penghematan pajak yang diperoleh karena utang dapat mengurangi pembayaran pajak (*tax deductible*). Penghematan pajak ini diterima secara berkelanjutan, nilai sekarang dari penghematan pajak tersebut merupakan kelebihan nilai perusahaan yang menggunakan utang dibanding dengan perusahaan yang tanpa menggunakan utang.

Konsep penghematan pajak sebagaimana dikemukakan oleh Modigliani dan Miller (1963), memunculkan pertanyaan, mengapa penghematan pajak yang diterima tidak menarik perusahaan untuk menggunakan utang sebanyak-banyaknya? Menjawab permasalahan tersebut, Stiglitz (1969), menjelaskan bahwa pada dasarnya perusahaan memiliki tingkat *leverage* yang optimal, dan akan selalu menyesuaikan tingkat *leverage* riil kearah titik optimal. Titik optimal ini terbentuk karena adanya penghematan pajak sebagai faktor yang mendorong penggunaan utang dan *financial distress* sebagai faktor yang membatasi penggunaan utang, konsep ini menegaskan bahwa perusahaan tidak mungkin menggunakan utang sebanyak-banyaknya karena faktor resiko.

Chen (2002) melakukan pengujian terkait dengan struktur modal optimal dengan peluang investasi, hasilnya menyatakan bahwa struktur modal yang optimal itu tidak statis, tetapi ditentukan oleh tersedianya peluang investasi, terbukanya peluang investasi dapat menggeser struktur modal yang optimal. Konsep struktur modal sebagaimana diuraikan tersebut menekankan pada prospek perusahaan dimasa yang akan datang. Nilai perusahaan sebagai representasi harga saham pada dasarnya ditentukan oleh prospek perusahaan dimasa yang akan datang, prospek ini menggambarkan tersedianya peluang investasi, yang dapat menghasilkan NPV positif. Perusahaan yang memiliki peluang investasi yang tinggi akan berbeda pengaruhnya terhadap nilai perusahaan, dibanding dengan perusahaan yang memiliki peluang investasi rendah.

Terkait dengan peluang investasi, Myers (1977) menjelaskan bahwa nilai perusahaan itu tidak ditentukan oleh proporsi utang, tetapi ditentukan oleh kombinasi antara peluang investasi (*investment opportunity set*) dengan aset yang ditempatkan. Namun demikian peluang investasi ini tidak dapat diobservasi secara langsung, sehingga perlu digunakan proksi, salah satu proksi yang sering digunakan untuk mengidentifikasi adanya peluang investasi adalah peluang tumbuh (*potential growth*). Bukti empiris terkait penggunaan proksi dilakukan oleh Saputro (2003), melakukan pengujian dengan menggunakan proksi berbasis pasar, hasilnya menunjukkan *Investment opportunity set* dengan realisasi pertumbuhan adalah fit. Tarjo dan Hartono (2003), menyatakan bahwa *market to book value* menggambarkan penilaian pasar terhadap *return* dari investasi perusahaan dimasa mendatang, sedangkan perbedaan antara nilai buku dan nilai pasar ekuitas menunjukkan kesempatan investasi perusahaan. Pengujian mengenai hubungan *Investment opportunity set* dengan realisasi pertumbuhan aset dan ekuitas juga dilakukan oleh Shanti dan Wulaningrum (2005), hasilnya adalah *Investment Opportunity Set* yang berbasis pasar mempunyai korelasi positif dengan realisasi pertumbuhan aset dan ekuitas.

Stulz (1990), Mc Connell dan Servaes (1995), menguji secara empirik pengaruh penggunaan utang terhadap nilai perusahaan pada

perusahaan yang memiliki peluang tumbuh yang berbeda, hasilnya menunjukkan bahwa penggunaan utang dapat berpengaruh positif atau negatif terhadap nilai perusahaan, tergantung tersedianya peluang tumbuh perusahaan. penggunaan utang berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan ketika perusahaan memiliki peluang tumbuh yang rendah dan sebaliknya penggunaan utang berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan ketika peluang tumbuh tinggi.

LANDASAN TEORI

Kebijakan Utang dan Nilai Perusahaan

Kebijakan Struktur modal merupakan keputusan penggunaan sumberdana utang untuk membiayai operasional perusahaan. Penggunaan utang mempunyai konsekuensi menanggung beban biaya bunga, semakin besar jumlah utang, semakin besar biaya bunga yang harus ditanggung, sehingga dapat meningkatkan risiko kebangkrutan. Di sisi lain, penggunaan utang dapat menghemat pembayaran pajak, karena biaya bunga dapat mengurangi pembayaran pajak (*Tax deductible*). Oleh karena itu penting bagi perusahaan untuk menentukan proporsi utang dalam pembiayaan perusahaan sehingga membentuk keseimbangan sumberdana utang dengan sumberdana ekuitas.

Hubungan utang dengan nilai perusahaan Secara logis dapat dijelaskan bahwa, perusahaan memperoleh penghematan pajak dari utang yang digunakan, tetapi penggunaan utang tersebut dapat meningkatkan kemungkinan kebangkrutan karena beban bunga. Perusahaan dapat menunda pembayaran dividen, tetapi pembayaran bunga harus dipenuhi tepat waktu dan jumlahnya dalam kondisi apapun. Kegagalan memenuhi kewajiban pembayaran bunga disebabkan oleh keterbatasan kas, beban financial yang berat dapat mengakibatkan perusahaan mengalami kebangkrutan.

Myers (1977) dalam *Balancing Theory* menjelaskan bahwa suatu perusahaan memiliki tingkat utang yang optimal, dan akan berusaha untuk menyesuaikan tingkat utang riilnya kearah yang optimal tersebut ketika perusahaan berada pada level utang yang terlalu tinggi (*over leverage*) atau ketika proporsi utang terlalu rendah (*under leverage*) proporsi utang akan ditambah. Pada kondisi normal, perusahaan akan menyesuaikan tingkat utangnya pada rata-rata utangnya jangka

panjang. Titik optimal terjadi karena adanya peran pajak sebagai faktor yang memotivasi perusahaan meningkatkan utangnya, dan biaya *financial distress* merupakan faktor yang mendorong perusahaan mengurangi tingkat utangnya.

Bukti empiris hubungan struktur modal dengan nilai perusahaan juga dilakukan oleh Ross(1977), Masulis(1988), Kayhan dan Titman (2003). Ross(1977) menjelaskan bahwa manajer dan pemegang saham tidak mempunyai akses informasi yang sama terhadap perusahaan, ada informasi tertentu yang hanya diketahui oleh manajer. Dampaknya, ketika manajemen menerbitkan utang baru ditangkap sebagai *signal* prospek baik perusahaan dimasa mendatang, dasar pemikirannya adalah, manajer hanya akan menerbitkan utang baru bila mereka yakin perusahaan dapat memenuhi kewajibannya, alasan tersebut yang menyebabkan utang berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Masulis(1988), Kayhan dan Titman (2003) dalam penelitiannya menemukan bahwa penggunaan utang dapat meningkatkan nilai perusahaan melalui peningkatan harga saham di pasar, dan sebaliknya pengurangan utang akan menurunkan harga saham.

Peluang Tumbuh (*Potential growth*), Kebijakan utang dan Nilai Perusahaan.

Peluang tumbuh merupakan gambaran tersedianya peluang investasi yang dapat menghasilkan *net present value* positif. Semakin besar peluang investasi yang tersedia semakin besar peluang perusahaan untuk menghasilkan keuntungan pada masa yang akan datang. Potensi keuntungan tersebut merupakan terbukanya peluang perusahaan untuk bertumbuh sehingga dapat meningkatkan nilai perusahaan pada masa yang akan datang. Pada dasarnya, Peluang tumbuh suatu perusahaan tidak dapat diobservasi secara langsung (*inherently unobservable*) sehingga harus digunakan proksi, proksi ini digunakan untuk menggambarkan peluang investasi yang disebut dengan *IOS (investment opportunity set)*.

Kallapur dan Trombly (2001) menjelaskan bahwa penentu utama IOS adalah faktor industri seperti *barrier to entry* dan *Product life cycle*. faktor *barrier to entry* merupakan faktor yang dapat menghambat masuknya pesaing ke dalam industri, sehingga memberikan peluang perusahaan untuk terus berkembang. Sedangkan *product life*

cycle, menggambarkan hambatan jumlah modal untuk memasuki suatu industri, industri yang memiliki siklus hidup produk yang pendek membutuhkan banyak investasi dalam riset dan pengembangan, serta sumber daya manusia yang memiliki kapabilitas sehingga mampu melakukan riset dan pengembangan yang harus dilakukan secara berkelanjutan.

Gaver dan Gaver(1993) dalam tulisannya menjelaskan bahwa IOS ditentukan oleh pilihan dimana lini bisnis perusahaan berada berdasar pada keunggulan kompetitifnya. setiap perusahaan berada pada kondisi yang berbeda secara spesifik, sehingga IOS yang dimiliki setiap perusahaan berbeda-beda.

Kallapur dan Trombley (2001) mengklasifikasikan IOS dalam tiga katagori, antara lain : 1) *Price-based proxies*, pendekatan ini didasarkan atas pemikiran bahwa perusahaan yang memiliki peluang tumbuh nilai pasarnya lebih tinggi dari asset yang dimiliki (*asset in place*). Proksi yang berdasarkan harga ini menggunakan ukuran rasio antara asset dan ekuitas yang dimiliki dengan nilai pasarnya. 2) *Investment-based proxies*, pendekatan ini berdasar pada pemikiran bahwa Perusahaan yang memiliki IOS yang besar memiliki investasi yang besar juga, hal dapat dilihat dari nilai asset yang ditempatkan setiap waktu. Proksi berdasarkan investasi ini merupakan rasio yang membandingkan antara investasi dengan asset yang telah dimiliki. 3). *Variance measure*, pengukuran ini berdasar pada pemikiran bahwa opsi investasi menjadi lebih bernilai apabila menggunakan variabilitas ukuran untuk memperkirakan opsi yang tumbuh. 4) *Composite measures as proxies*, proksi ini menggunakan gabungan beberapa ukuran (rasio) IOS yang dikomposit untuk dijadikan proksi

Berdasarkan Konsep IOS tersebut, proksi berdasarkan harga merupakan proksi yang paling sering digunakan dalam penelitian. Gover dan Gover (1993), Trombley dan Kallapur (1999), menjelaskan bahwa penggunaan proksi berdasarkan harga merupakan proksi yang paling valid digunakan dan proksi ini merupakan rasio yang paling sering digunakan dalam penelitian. Elloumi dan Gueyie (2001) dalam penelitiannya menyatakan bahwa proksi berbasis harga memiliki korelasi yang sangat tinggi dengan pertumbuhan di masa mendatang

Bukti empiris terkait penggunaan proksi di Bursa Efek Indonesia dilakukan oleh Saputro (2003), menunjukka adanya kesesuaian *Investment opportunity set* berbasis pasar dengan realisasi pertumbuhan. Tarjo dan Hartono (2003), menyatakan bahwa *market to book value* menggambarkan penilaian pasar terhadap *return* dari investasi perusahaan dimasa mendatang, sedangkan perbedaan antara nilai buku dan nilai pasar ekuitas menunjukkan kesempatan investasi perusahaan. Pengujian mengenai hubungan *Investment opportunity set* dengan realisasi pertumbuhan aset dan ekuitas juga dilakukan oleh Shanti dan Wulaningrum (2005), hasilnya adalah *Investment Opportunity Set* yang berbasis pasar mempunyai korelasi positif dengan realisasi pertumbuhan aset dan ekuitas. Bukti empirik sebagaimana dijelaskan secara implisit menunjukkan adanya hubungan antara peluang tumbuh dengan realisasi nilai perusahaan.

Hubungan antara peluang tumbuh, kebijakan utang dan nilai perusahaan dapat dijelaskan, Pada dasarnya penggunaan utang untuk investasi hanya dibenarkan apabila *rate return* dari investasi tersebut lebih besar dari biaya penggunaan utang (*Cost of Capital*) tersebut. Sebaliknya penggunaan utang akan berdampak negatif terhadap nilai perusahaan apabila *rate of return* lebih besar dari biaya investasinya. Adanya informasi tidak simetris memungkinkan manajer mengutamakan kepentingan sendiri daripada meningkatkan nilai perusahaan. Perilaku oportunistik manajer dapat diidentifikasi dengan adanya kecenderungan penggunaan utang yang agresif untuk membiayai investasi, termasuk investasi yang memberikan *return* yang rendah.

Stulz (1990), Mc Connell dan Serveas (1995), Jung *et al* (1996) menemukan pengaruh *leverage* terhadap nilai perusahaan ditentukan oleh peluang tumbuh. Penggunaan utang Pengaruh positif terhadap nilai perusahaan pada saat potensi pertumbuhan rendah, dan sebaliknya pengaruhnya negatif terhadap nilai perusahaan apabila potensi tumbuhnya tinggi. Sedangkan Chen (2002) melakukan pengujian pengaruh *leverage* terhadap nilai perusahaan dengan mengkaitkan dengan peluang tumbuh. Hasilnya menunjukkan bahwa struktur modal yang optimal memiliki hubungan dengan potensi pertumbuhan. Perusahaan yang memiliki peluang tumbuh tinggi nilai perusahaan

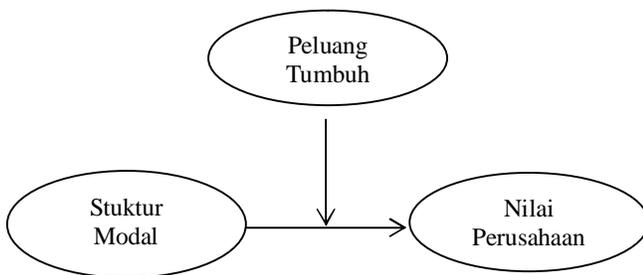
berkorelasi negatif dengan *leverage* sedangkan perusahaan yang memiliki peluang tumbuh rendah nilai perusahaan berkorelasi negatif dengan *leverage*

Berdasarkan penjelasan tersebut, maka dapat diajukan hipotesis sebagai berikut:

Hipotesis 1: Perusahaan yang memiliki peluang tumbuh rendah, Penggunaan utang dapat memperkuat pengaruhnya terhadap nilai perusahaan.

Hipotesis 2: Perusahaan yang memiliki peluang tumbuh tinggi, penggunaan utang dapat memperlemah pengaruhnya terhadap nilai perusahaan.

Model Penelitian



METODE PENELITIAN

Populasi dan sampel.

Populasi dari penelitian ini adalah perusahaan yang tergabung dalam industri manufaktur yang *listed* di BEI periode 2005-2008.

Teknik pengambilan *sample* menggunakan *porposive sampling*, dengan kriteria sebagai berikut:

Menyajikan laporan keuangan selama empat tahun berturut-turut tahun 2005-2008

- a. Perusahaan yang menyajikan laporan secara rutin dan konsisten
- b. Perusahaan yang sahamnya selalu aktif diperdagangkan dalam pasar modal

Penelitian ini menggunakan data *time series* dan *Cross section (pooling data)*, dari semua perusahaan yang memenuhi kriteri seperti yang ditetapkan tersebut di atas.

Pengukuran variabel

Tabel 1: Pengukuran Variabel Penelitian

Variabel	Pengukuran
Peluang Tumbuh	<i>Market to Book Value of Equity (MBVE)</i> MVE : BVE = (Jumlah saham yang beredar x harga penutupan): (Total ekuitas)
Struktur Modal	<i>Long Term Debt to Total Assets</i> <i>Long term debt</i> : Total Assets = Utang Jangka Panjang: Total Aktiva
Nilai Perusahaan	Tobin q Tobin q = (E + D) : A Dimana : E = Nilai pasar ekuitas (<i>market value of equity</i>), D = utang (<i>debt</i>) A = <i>assets</i>

Teknik Analisa.

Untuk menguji peran peluang tumbuh dalam mempengaruhi struktur modal menggunakan Model moderasi Nilai selisih mutlak yang diformulasikan sebagai berikut:

$$Y = a_1 + b_1 X_1 + b_2 X_2 + b_3 |X_2 - X_2| + \epsilon_1$$

A₂ = konstanta

b₁; b₂; b₃ = koefisien beta

X₁ = nilai standardized struktur modal

X₂ = Pelung tumbuh

|X₁ - X₂| = Nilai selisih mutlak

E₁ = *error*

HASIL ANALISIS DAN PEMBAHASAN

Tabel 2. Deskriptif Statistik

VARIABEL	N	Minimum	Maksimum	Mean	Std. Deviasi
MBVE	358	-0.03000	19.14000	1.80818	2.61093
LTD	358	0.20080	0.65650	0.17348	0.17838
Q	358	0.03100	9.79700	0.89912	1.25999

Sumber: Pengolahan Data

Tabel 3. Pengujian Model Moderasi

Ketereangan	Peluang Tumbuh Tinggi		Peluang Tumbuh Rendah	
	Nilai	Sig	Nilai	Sig
F	94,183	0,000	198,109	0,000
Adjusted R ²	0,921		0,740	
b1	0,002	0,99	-0,096	0,000
b2	2,390	0,000	0,185	0,000
X1-X2	-0,251	0,140	0,074	0,000

Sumber: Pengolahan data

Deskripsi Statistik Variabel

Deskripsi variabel penelitian yang meliputi variabel Nilai Perusahaan(Q), Variabel Kebijakan Struktur modal(LTD) dan Peluang tumbuh (MBVE) terlihat dalam tabel 2.

Berdasarkan Tabel 2 terlihat nilai minimum variabel Peluang tumbuh(MBVE) sebesar -0,0300, nilai maksimumnya sebesar 19,14000 dan nilai rata-rata sebesar 1,80818 serta standar deviasi 2,61093. Variabel Struktur modal (LTD) nilai minimumnya 0,20080, nilai maksimumnya 0,65650 dan nilai rata-ratanya 0,17348 serta nilai standar deviasinya 0,17838. Variabel Nilai perusahaan(Q) nilai minimumnya 0,03100, nilai maksimum 9,79700 dan nilai rata-rata sebesar 0,89912 serta nilai standar deviasi 1,2599.

Pengujian Normalitas Error (Residual)

Pengujian normalitas *error* dilakukan untuk mengetahui apakah variabel dependen dan variabel independen berdistribusi normal atau tidak normal. Pengujian ini dilakukan dengan cara melihat Nilai skewness, data yang berdistribusi normal apabila nilai *skewness* berada pada posisi $\pm 2,58$ (Ghozali,2002). Hasil pengujian normalitas error nilai *skewness* 0,429 dengan standar error 0,134, nilai ini menunjukkan *residual error* berada pada kisaran normal

Pengujian Kesesuaian model

Pengujian kesesuaian model (*goodness of fit*) dilakukan dengan melihat nilai *R-square* dan nilai signifikansi F. Nilai *Adjusted R-square* menjelaskan kemampuan variabel independen menjelaskan variabel dependen. Hasil pengujian statistik seperti terlihat dalam Tabel 3 di bawah menunjukkan nilai *Adjusted R-square* 0,921, untuk model peluang tumbuh tinggi dan 0,740 untuk perusahaan berpeluang tumbuh rendah. Nilai F perusahaan berpeluang tumbuh tinggi 94,183 dengan signifikansi 0,000, sedangkan nilai F peluang tumbuh rendah 198,109 dengan signifikansi 0,000. Hasil uji kesesuaian model tersebut menunjukkan kedua model memenuhi kriteria kesesuaian model.

Pengujian Hipotesis.

Berdasarkan hasil pengujian statistik diketahui koefisien Nilai Selisih Mutlak perusahaan yang memiliki peluang tumbuh tinggi adalah -0,251 dengan probabilitas signifikansi 0,140. Hasil uji statistik tersebut menunjukkan koefisien arah selisih mutlak negatif mempunyai makna penggunaan utang akan memperlemah pengaruhnya terhadap nilai perusahaan. Nilai probabilitas signifikansi 0,140 mempunyai makna peran peluang tumbuh dalam memperlemah pengaruh kebijakan utang terhadap nilai perusahaan signifikan pada tingkat 14%, lebih besar dari 5%, dengan demikian secara statistik pengaruh ini bisa diabaikan. Hasil uji statistik terhadap perusahaan yang memiliki peluang tumbuh tinggi memiliki arah sesuai dengan dugaan sebelumnya, akan tetapi secara statistik pengaruhnya bisa diabaikan. Dengan demikian pernyataan hipotesis 1 tidak terbukti.

Hasil uji statistik terhadap perusahaan yang memiliki peluang tumbuh rendah seperti terlihat dalam Tabel 3 tersebut di atas, koefisien arah Nilai Selisih Mutlak positif (0,074), nilai ini mempunyai makna, bahwa perusahaan yang memiliki peluang tumbuh rendah memperkuat pengaruh penggunaan utang terhadap nilai perusahaan. Sedangkan nilai probabilitas signifikan 0,000 ($> 0,05$) makna peluang tumbuh secara statistik signifikan memperkuat pengaruh penggunaan utang terhadap nilai perusahaan. Hasil uji statistik ini sesuai dengan dugaan sebelumnya, bahwa perusahaan yang memiliki peluang tumbuh rendah akan

memperkuat pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan. Dengan demikian pernyataan hipotesis 2: perusahaan yang memiliki peluang tumbuh rendah, penggunaan utang dapat memperkuat pengaruhnya terhadap nilai perusahaan terbukti.

Pembahasan.

Hasil Pengujian hipotesis 1 menunjukkan peluang tumbuh memperlemah pengaruh kebijakan pendanaan terhadap nilai perusahaan, khususnya pada perusahaan yang memiliki peluang tumbuh tinggi, meskipun hasil penelitian ini secara statistik tidak signifikan pada level 0,05, tetapi koefisien arah nilai selisih mutlak negatif mengindikasikan adanya pelemahan pengaruh penggunaan utang terhadap nilai perusahaan. Temuan ini searah dengan hasil penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Stulz(1990), Mc Connel dan Servaes(1995). Bahwa penggunaan utang ketika peluang tumbuh tinggi dapat berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan. Pengaruh negatif ini disebabkan karena penggunaan utang membuat manajemen menjadi kurang fleksibel untuk memperoleh sumberdana baru, akibatnya tidak semua peluang yang ada bisa direalisasikan. Temuan ini juga mendukung temuan sebelumnya yang dilakukan oleh Chen (2001) yang menyatakan *leverage* berkorelasi negatif dengan nilai perusahaan, pada perusahaan yang memiliki peluang tumbuh tinggi.

Fenomena ini menunjukkan adanya kecenderungan manajemen melakukan investasi berlebihan dengan menggunakan utang, sehingga ketika peluang investasi tersedia perusahaan tidak memiliki sumberdana yang cukup untuk mengambil peluang investasi yang tersedia, hal ini menyebabkan banyak peluang yang tidak bisa direalisasikan sehingga dimanfaatkan oleh pesaing. Kegagalan menangkap peluang investasi tersebut direpson negatif oleh pasar sehingga menurunkan nilai perusahaan.

Hasil uji statistik hipotesis 2: (Tabel 3) ini sesuai dengan dengan dugaan sebelumnya yang menduga perusahaan yang memiliki peluang tumbuh yang rendah, memperkuat pengaruh penggunaan utang terhadap nilai perusahaan. Temuan ini searah dengan penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Stulz(1990), Mc Connel dan Servaes(1995) yang menyatakan penggunaan utang akan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan

ketika peluang tumbuh rendah. Penelitian ini juga mendukung penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Chen (2001) yang menyatakan perusahaan yang memiliki peluang tumbuh rendah, *leverage* berkorelasi positif terhadap nilai perusahaan.

Fenomena ini menunjukkan bahwa penggunaan utang dapat mengikat manajemen untuk membayar bunga dalam kondisi apapun, pembayaran bunga ini tidak bisa dihindari seperti pembayaran dividen. Dengan demikian manajemen akan lebih berhati-hati dalam melakukan investasi, sehingga terhindar melakukan investasi yang berlebih. Mekanisme pengendalian yang terbentuk ini dapat menekan biaya keagenan sehingga meningkatkan kinerja dan nilai perusahaan. Fenomena ini sejalan dengan argumentasi *free cash flow*, yang dijelaskan oleh Jensen (1986) bahwa penggunaan utang dapat digunakan untuk mengendalikan manajemen agar tidak melakukan investasi yang berlebih (*over investment*).

SIMPULAN

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui apakah peluang tumbuh merupakan variabel yang memoderasi penggunaan utang sehingga bisa memperkuat atau memperlemah pengaruhnya terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian ini menunjukkan efektivitas penggunaan utang ditentukan oleh peluang tumbuh yang dimiliki perusahaan. Penggunaan utang hanya efektif ketika peluang tumbuh rendah, ketika peluang tumbuh tinggi, penggunaan utang justru dapat menurunkan nilai perusahaan. Temuan ini menunjukkan adanya kecenderungan manajer berperilaku oportunistik. Manajer cenderung mengutamakan kepentingan sendiri daripada meningkatkan nilai perusahaan. Perilaku oportunistik manajer dapat diidentifikasi dengan adanya kecenderungan penggunaan utang yang agresif untuk membiayai investasi. Kebijakan utang yang berlebih tersebut membuat manajemen kurang fleksibel untuk mendapatkan dana dengan syarat yang wajar. Akibatnya, ketika terbuka peluang investasi manajemen tidak leluasa menangkap peluang tersebut karena keterbatasan likwiditas. Lambatnya respon terhadap peluang ini dimanfaatkan oleh pesaing. Bukti empirik tersebut bisa dilihat dari hasil uji moderasi yang menunjukkan perusahaan yang memiliki peluang tumbuh tinggi memperlemah pengaruh penggunaan utang terhadap nilai perusahaan. sebaliknya perusahaan yang

memiliki peluang tumbuh rendah, penggunaan utang dapat digunakan untuk mengendalikan manajemen melakukan investasi yang berlebih.

DAFTAR PUSTAKA

- Adam, T.R. and V.K. Goyal, (2008), "The Investment Opportunity Set and Its Proxy Variables," *Journal of Financial Research* 31,41-63.
- Agustina Maria Vianey Norpratiwi, (2001). Analisis Korelasi Investment Opportunity Set terhadap Return Saham. *Thesis Pasca Sarjana FE UGM*.
- Brigham, Eugene F, and Michael C. Ehrhardt, (2005), *Financial Management: Theory and Practice*, Eleventh Edition, South-Western, Australia: Thomson Learning.
- Chang, M. dan Rhee, K.R.,(1990). "Testing trade off and pecking order predictions about dividends and debt". *The center for research in security prices working paper*, 506, 1-38.
- Chen, L. and X. Zhao, (2005), "Profitability, Mean Reversion of Leverage Ratios and Capital Structure Choices," Michigan State University and Kent State University, Working Paper. Available at: <http://ssm.com/abstract-614082>.
- Crutchley, C, and Hansen, R, "A Test of the Agency Theory of Managerial Ownership, Corporate Leverage, and Corporate Dividends", *Financial Management*, Winter
- Datta, Debabrata and Babita Agarwal, (2009), "Determinants of Capital Structure of Indian Corporate Sector in the Period of Bull Run 2003-2007- an Econometric Study, *JEL classification : G 32, Social Science Research Network*.
- DeAngelo, H.and R. Masulis, (1980), "Optimal Capital Structure under Corporate and Personal Taxation," *Journal of Financial Economics* 8, 3-29.
- Elloumi, Fathi dan Jena-Pierre Gueyle,(2001), "CEO Compensation, IOS, and The Role of Corporate Governance," *Corporate Governance, Vol. 1, No.2, p.23-33*

- Fama, E. and K.R. French. (2002), "Testing Trade-Off and Pecking Order Predictions about Dividends and debt" *Review of Financial Studies* 15, 1-33.
- Friend, I. and Lang, L. (1988). 'An empirical test of the impact of managerial self-interest on corporate capital structure', *Journal of Finance*, 43(2), pp. 271-281.
- Gaver, J.J., and K.M. Gaver. (1993). "Additional Evidence on the Association Between the Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend, and Compensation Policies". *Journal of Accounting and Economics*. Vol.16.
- Harris, M. and A. Raviv, (1991), "The Theory of Capital Structure," *Journal of Finance* 46. 297-356.
- Herdinata, Christian, Kebijakan Pendanaan dan Dividen dengan Pendekatan Investment opportunity set, *Jurnal Keuangan dan Perbankan*, Vol.13, No 2 Mei (2009), hal 237-248
- Gagaring Pagalung (2000). "Pengaruh Kombinasi Keunggulan dan Keterbatasan Perusahaan terhadap Set Kesempatan Investasi (IOS)." *Simposium Nasional Akuntansi 5*. pp.662-673.
- Ghozali, Imam (2002). *Aplikasi Analisis Multivariate*, dengan Program SPSS, Badan Penerbit Universitas Diponegoro Semarang.
- Imam Subekti dan I.W. Kusuma, (2000), "Asosiasi antara Set Kesempatan Investasi dengan Kebijakan Pendanaan dan Dividen Perusahaan serta implikasinya pada Perubahan Harga Saham," Makalah Seminar, *Simposium Nasional Akuntansi IV, Ikatan Akuntansi Indonesia*, p. 820-845
- Krishnaswami S., Subramaniam, V, (2000). The Impact of Capital Structure on Efficient Sourcing and Strategic Behavior" *Forthcoming in the Financial review*, pp, 131.
- Jensen, MC, and WH. Meckling 1976. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*
- Jones and Sharma, The Association Between the Investment opportunity set and Corporate Financing and Dividend Decision: some Australian Evidence, *Manajerial Finance; (2001),3; ABI/INFORM research*
- Joseph E. Stiglitz" A Re-Examination of the Modigliani-Miller Theorem" *The American Economic Review*, Vol. 59, No. 5. (Dec., (1969), pp. 784-793.
- Kallapur, S. and M.A. Trombley. (1999). "The Association Between Investment Opportunity Set Proxies and Realized Growth". *Journal of Business Finance and Accounting*. Vol. 26.
- McConnell J, Servaes H, (1990). Additional evidence on equity ownership and corporate value. *Journal of Financial Economics* 27:595-612.
- Modigliani, F. and Miller, M.H., (1963), "Corporate Income Taxes and Cost Of Capital", *American Economic Review*, June.
- Myers, S.C. (1977). "Determinants of Corporate Borrowing". *Journal of Financial Economics*. Vol 5. pp. 147-175.
- Myers, S.C., and N.S. Majluf. (1984). "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have". *Journal of Financial Economics*. Vol. 13. pp. 187-221.
- Prasetyo, A. (2000). "Asosiasi antara Investment Opportunity Set (IOS) dengan Kebijakan Pendanaan, Kebijakan Dividen, Kebijakan Kompensasi, Beta dan Perbedaan Reaksi Pasar: Bukti Empiris dari Bursa Efek Jakarta." *Simposium Nasional Akuntansi (SNA) III*: 878-905
- Shanti dan Wulaningrum, Ratna, (2005), Hubungan Antara Set Kesempatan Investasi dengan Kebijakan Pendanaan Dan Dividen, Serta Leverage Finansial » *Jurnal Widya Manajemen & Akuntansi*, vol 5 No 1 April 2005
- Rataporn Deesomsak, Krisnha Paudyal, Gioia Pesceeto, (2004), "The determinants of

- Capital Structure : Evidence from the Asia Pacific region”, *Journal Multinational management*, 14, 2004,387-405
- Shyam-Sunder, L., and S. C. Myers, (1999), Testing static trade-off against pecking order models of capital structure, *Journal of Financial Economics* 51, 219-244
- Smith Jr, C.W., and R.L. Watts. (1992). “The Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend, and Compensation Policies”. *The Journal of Financial Economics*. December. pp. 263-292.
- Subekti, Imam (2000),”Asosiasi Antara Set Kesempatan Investasi dengan Kebijakan Pendanaan dan Dividen Perusahaan,serta Implikasinya pada Harga Saham,” thesis Pasca Sarjana FE UGM
- Tarjo dan Jogiyanto Hartono, (2003), ”Analisa Free Cash Flow dan Kepemilikan Manajerial Terhadap Kebijakan Hutang Pada Perusahaan Publik di Indonesia, *Makalah Seminar, Simposium Nasional Akuntansi VI, Ikatan*