

**Pengaruh Struktur Kepemilikan Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Kebijakan Hutang Sebagai Variabel Intervening
(Studi Pada Perusahaan Sektor Perdagangan, Jasa dan Investasi yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode Tahun 2009-2015)**

Septiani Pratiwi¹, Gerry Ganika²

^{1,2}*Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Sultan Ageng Tirtayasa*

Abstract

This research determines to prove that ownership structure influence to firm value, by using the debt decisions as a intervening variable. Sample use in this research are trading, services and investment company which listed on Indonesia Stock Exchange during 2009-2015, and purposive sampling method are use to determine he quantity of sample within consist of 175 sample. Analysis method that use was path analysis, sobel test and t-test. Path analysis and hypthothesis test shows that : 1) ownership structure has a negative and significant influence to the firm value, 2) ownership structure has a positive and non-significant influence to the debt decisions, 3) debt decisions has a negative and significant influence to the firm value, and 4) from the path analysis shows that debt decisions as intervening variables can't mediate ownership structure to the firm value.

Keywords : *Ownership structure, Debt decisions, Firm value*

Corresponding Author: Pratiwi_septiani@yahoo.co.id

PENDAHULUAN

Perusahaan (*firm*) merupakan suatu organisasi yang menggabungkan dan mengorganisasikan berbagai sumber daya dengan tujuan untuk memproduksi barang dan/atau jasa untuk dijual. Tujuan utama perusahaan menurut *theory of the firm* adalah untuk memaksimalkan nilai perusahaan (*value of the firm*). Nilai perusahaan tercermin dari nilai sekarang dari semua keuntungan perusahaan yang diharapkan dimasa depan (Salvatore, 2011:9). Tujuan manajemen keuangan perusahaan adalah memaksimalkan nilai kekayaan para pemegang saham. Nilai kekayaan dapat dilihat melalui perkembangan harga saham (*common stock*) perusahaan di pasar. Dalam hal ini, nilai saham dapat merefleksikan investasi keuangan perusahaan (Harmono, 2011). Dengan demikian, bisa dimaknai bahwa tujuan manajemen keuangan perusahaan adalah memaksimalkan kekayaan para pemegang

saham, yang berarti meningkatkan nilai perusahaan yang merupakan ukuran nilai objektif oleh publik dan orientasi pada kelangsungan hidup perusahaan.

Peningkatan nilai perusahaan dapat tercapai apabila ada kerja sama antara manajemen perusahaan dengan pihak lain yang meliputi *shareholder* maupun *stakeholder* dalam membuat keputusan-keputusan keuangan dengan tujuan memaksimalkan modal kerja yang dimiliki. Penyatuan kepentingan kedua pihak tersebut sering kali menimbulkan masalah pada kenyataannya. Masalah diantara manajer dan pemegang saham disebut masalah keagenan (*agency problem*). Konsep *theory of the firm* (Jensen dan Meckling, 1976) menjelaskan bahwa *agency problem* dapat menyebabkan tidak tercapainya tujuan perusahaan yaitu meningkatkan nilai perusahaan (Warapsari & Suaryana, 2016).

Agency problem akan muncul apabila manajer memiliki saham perusahaan kurang dari seratus persen, maka manajer cenderung bertindak untuk mengejar kepentingannya sendiri dan sudah tidak berdasar maksimalisasi nilai dalam keputusan pendanaan (Harjito, 2012:99). Stulz (1988) dalam (Harjito, 2012:105) menyatakan bahwa adanya hubungan *non-monotonic* antara kepemilikan manajer dan nilai perusahaan. Artinya bahwa pada tingkat kepemilikan manajer yang rendah, nilai perusahaan akan meningkat apabila kepemilikan manajer meningkat. Dalam keadaan yang demikian insentif manajer untuk bertindak oportunitis menurun. Sebaliknya, tingkat kepemilikan manajer yang tinggi, nilai perusahaan akan menurun apabila kepemilikan manajer meningkat. Fenomena ini disebabkan oleh usaha manajer untuk mengukuhkan kedudukan mereka dalam perusahaan. Oleh sebab manajer sudah memikirkan kepentingan mereka lebih besar dari kepentingan pemegang saham, maka nilai perusahaan akan menurun. Jensen dan Meckling (1976) menunjukkan bahwa *agency problem* dapat dikurangi dengan pemberian insentif, melakukan pengawasan, meningkatkan kepemilikan manajerial (*insider ownership*) dan tindakan membatasi diri (*bonding*) oleh manajer. Mekanisme *bonding* ini dilakukan dengan meningkatkan pembayaran dividen dan jumlah hutang. Hal ini akan mengurangi peluang manajer untuk mengambil tindakan yang menyimpang, dan selanjutnya akan meningkatkan nilai perusahaan (Harjito, 2012:103).

Secara empiris pengaruh struktur kepemilikan yang diukur dengan kepemilikan manajerial (*MWON*) terhadap nilai perusahaan yang diukur dengan *price to book value* dikemukakan oleh Sofyaningsih dan Hardiningsih (2011) memberikan hasil bahwa struktur kepemilikan berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Abdolmanafi, *et al* (2013) dan Putra dan Wirawati (2013),

menyatakan bahwa struktur kepemilikan manajerial berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan, artinya tinggi rendahnya kepemilikan saham oleh jajaran manajemen berkaitan dengan tinggi rendahnya nilai perusahaan.

Hasil penelitian bertentangan dengan penelitian yang dilakukan oleh Sukirni (2012), menyatakan bahwa struktur kepemilikan berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Sejalan dengan penelitian Budianto dan Payamta (2014) dan Pracihara (2016) menyatakan bahwa struktur kepemilikan berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Hal ini karena jumlah kepemilikan saham oleh manajer yang rendah menyebabkan pihak manajemen lebih mementingkan kepentingannya sendiri dari pada kepentingan perusahaan sehingga akan menurunkan nilai perusahaan.

Berdasarkan *research gap* di atas yang hasilnya masih menimbulkan perdebatan (*gap*) tentang hubungan struktur kepemilikan terhadap nilai perusahaan. Gap tersebut kemungkinan adanya variabel lain yang mempengaruhi hubungan kedua variabel tersebut. Berdasarkan masalah tersebut maka memunculkan masalah penelitian adalah bagaimana membangun model empirik untuk mengatasi gap pengaruh kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan.

Salah satu faktor yang mempengaruhi hubungan struktur kepemilikan terhadap nilai perusahaan adalah kebijakan hutang. Jensen dan Meckling (1976) berpendapat bahwa peningkatan hutang akan mengurangi *agency problem*, artinya bahwa melalui peningkatan hutang diharapkan maka kepemilikan luar (*external equity*) tidak bertambah sehingga *agency problem* antar investor luar dengan manajer dapat dikurangi. Tujuannya adalah agar manajer dapat merasakan secara langsung baik manfaat maupun kerugian yang merupakan konsekuensi dari keputusan yang diambilnya. Dengan adanya kepemilikan saham oleh manajemen, perusahaan telah memberikan insentif yang diharapkan akan meningkatkan kinerja perusahaan. Selain itu manajer juga akan mengoptimalkan penggunaan hutang sehingga meminimumkan biaya agensi. Oleh karena itu, penggunaan hutang yang tinggi dapat mengurangi *agency problem* yang akhirnya berpengaruh kepada peningkatan nilai perusahaan (Harjito, 2012).

Peneliti terdahulu terkait hubungan kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan dengan menggunakan kebijakan hutang sebagai variabel *intervening* telah dilakukan oleh peneliti sebelumnya. Dalam penelitian Muhammad Iqbal, *et al* (2011)

menyatakan bahwa kepemilikan *insider* secara langsung dan atau melalui kebijakan utang dan kebijakan dividen berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

TINJAUAN LITERATUR

Hubungan struktur kepemilikan yang diukur dengan kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan yang diukur dengan *price to book value* menurut *agency theory* yang dikemukakan oleh Jensen dan Meckling (1976) dalam Harjito (2012) berpendapat bahwa meningkatkan kepemilikan manajerial merupakan salah satu mekanisme untuk mengurangi *agency problem*. Stulz (1988) dalam Harjito (2012:105-106) menemukan bahwa adanya hubungan *non-monotonic* antara kepemilikan manajer dan nilai perusahaan. Artinya bahwa pada tingkat kepemilikan manajer yang tinggi, nilai perusahaan akan menurun apabila kepemilikan meningkat. Fenomena ini disebabkan oleh usaha manajer untuk mengukuhkan kedudukan mereka dalam perusahaan (*management entrenchement*) dan manajer sudah memikirkan kepentingan mereka lebih besar dari kepentingan pemegang saham, maka nilai perusahaan akan menurun. Penjelasan tersebut didukung dengan penelitian yang dilakukan oleh Sukirni (2012), Budianto dan Payamta (2014), Apriada dan Suardikha (2016), Pertiwi dan Priyadi (2016), dan Pracihara (2016) yang menyatakan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Sesuai dengan teori dan hasil penelitian sebelumnya, maka hipotesis satu dari penelitian ini yaitu:

H1: Struktur kepemilikan berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan.

Hubungan struktur kepemilikan yang diukur dengan kepemilikan manajerial terhadap kebijakan hutang yang diukur dengan *debt to equity ratio* menurut *agency theory* yang dikemukakan oleh Jensen dan Meckling (1976) dalam Harjito (2012:118) menyatakan bahwa hutang sebagai suatu penyelesaian konflik kepentingan antara pemilik dengan manajer melalui penerbitan surat hutang sebagai pengganti modal. Karena, manajer lebih menyukai pemanfaatan hutang daripada penerbitan saham baru sebagai pendanaan eksternal perusahaan, dimana hutang menghasilkan bunga yang merupakan beban yang dapat mengurangi pajak perusahaan (Fahmi, 2014:161). Agrawal dan Knoeber (1996) dalam Harjito (2012) menemukan bahwa ada hubungan positif antara variabel hutang dengan *insider ownership*. Artinya hubungan antara *insider ownership* dan *leverage* adalah saling

melengkap dalam mekanisme pengawasan masalah agensi. Penjelasan tersebut didukung dengan penelitian yang dilakukan oleh Milanto (2012), Tjeleni (2013), Sheisarvian (2015) dan Saraswaty (2016) yang menyatakan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan hutang. Sesuai dengan teori dan hasil penelitian sebelumnya, maka hipotesis dua dari penelitian ini yaitu:

H2: Struktur kepemilikan berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang.

Hubungan kebijakan hutang yang diukur dengan *debt to equity ratio* terhadap nilai perusahaan yang diukur dengan *price to book value* menurut *trade off theory* dengan asumsi titik target struktur modal optimal tercapai maka penggunaan hutang menurunkan nilai perusahaan. Hutang merupakan salah satu sumber pembiayaan yang memiliki tingkat risiko yang tinggi. Risiko tersebut berhubungan dengan risiko pembayaran bunga yang umumnya tidak dapat ditutupi perusahaan. Dimana hutang akan menambah beban tetap tanpa memperdulikan besarnya pendapatan. Semakin besar hutang semakin tinggi tingkat probabilitas kebangkrutan karena perusahaan tidak dapat membayar bunga dan pokoknya (Hanafi, 2011:310). Pihak manajemen harus memperhatikan penggunaan hutang, karena banyaknya hutang bisa menurunkan nilai perusahaan. Penjelasan tersebut didukung dengan penelitian yang dilakukan oleh Nainggolan (2014), Naini (2014), Mayogi (2016), Pertiwi, *et al* (2016) dan Purnama (2016) yang menyatakan bahwa kebijakan hutang berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Sesuai dengan teori dan hasil penelitian sebelumnya, maka hipotesis tiga dari penelitian ini yaitu:

H3 : Kebijakan Hutang berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan.

Kebijakan hutang memediasi hubungan struktur kepemilikan terhadap nilai perusahaan dibangun dengan *agency theory* yang dikemukakan oleh Jensen dan Meckling (1976) dalam Harjito (2012) berpendapat bahwa peningkatan hutang akan mengurangi *agency problem*, hal ini dikarenakan melalui peningkatan hutang diharapkan kepemilikan luar (*external equity*) tidak bertambah sehingga masalah agensi antara investor luar dengan manajer dapat dikurangi. Oleh karena itu, penggunaan hutang yang tinggi dapat mengurangi *agency problem* yang akhirnya berpengaruh kepada peningkatan nilai perusahaan. Penelitian terdahulu terkait hubungan struktur kepemilikan terhadap nilai perusahaan dengan menggunakan kebijakan hutang sebagai variabel intervening telah dilakukan oleh peneliti

sebelumnya. Dalam penelitian Ikbal, *et al* (2012) dengan hasil penelitian menyatakan bahwa kepemilikan *insider* secara langsung dan atau melalui kebijakan utang berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Sesuai dengan teori dan hasil penelitian sebelumnya, maka hipotesis empat dari penelitian ini yaitu:

H4 : Kebijakan hutang memediasi hubungan struktur kepemilikan terhadap nilai perusahaan.

METODE PENELITIAN

Objek penelitian dalam peneliti ini adalah Perusahaan Sektor Perdagangan, Jasa dan Investasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2009-2015. Dimana, Perusahaan Sektor Perdagangan, Jasa dan Investasi dibagi menjadi 8 sub sektor yaitu diantaranya sub sektor perdagangan besar barang produksi, sub sektor perdagangan eceran, sub sektor restoran, hotel dan pariwisata, sub sektor advertising, printing dan media, sub sektor kesehatan, sub sektor komputer dan jasa, sub sektor perusahaan investasi, sub sektor perusahaan perdagangan lainnya.

Menurut Ferdinand (2013: 7), Penelitian ilmiah dapat juga dilakukan sesuai dengan cakupan jenis eksplanasi atau jenis penjelasan ilmu yang akan dihasilkan oleh suatu peneliti. Sesuai dengan cakupan eksplanasinya penelitian dapat dibedakan atas penelitian kausalitas serta penelitian nonkausalitas komparatif. Pengertian dari penelitian asosiatif-kausal adalah penelitian yang ingin mencari penjelasan dalam bentuk hubungan sebab-akibat (*cause-effect*) antar beberapa konsep atau beberapa variabel atau beberapa strategi yang dikembangkan dalam manajemen. Penelitian ini diarahkan untuk menggambarkan adanya hubungan sebab-akibat antara beberapa situasi yang digambarkan dalam variabel dan atas dasar itu ditariklah sebuah kesimpulan umum. Menurut Sugiyono (2011: 37), hubungan kausal adalah hubungan yang bersifat sebab akibat. Jadi disini ada variabel independen (variabel yang mempengaruhi) dan variabel dependen (dipengaruhi).

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan pada sektor perdagangan, jasa dan investasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada periode 2009-2015 dengan jumlah populasi sebanyak 132 perusahaan. Penentuan sampel dalam penelitian terdapat berbagai teknik sampling yang digunakan salah satunya adalah metode *purposive*

sampling. Menurut Sugiyono (2011: 218), *Purposive sampling* adalah teknik pengambilan sampel sumber data dengan pertimbangan tertentu. Berdasarkan beberapa pertimbangan atau kriteria yang telah ditetapkan, maka diperoleh sampel penelitian sebanyak 25 perusahaan sektor perdagangan, jasa dan investasi periode tahun 2009-2015.

Penelitian ini menggunakan jenis data bersifat kuantitatif dan menurut waktu pengumpulannya menggunakan data *time series* berupa data keuangan perusahaan sektor perdagangan, jasa dan investasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2009-2015.

Sumber data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder (*secondary sources*), yaitu data yang telah dikumpulkan oleh lembaga pengumpulan data dan dipublikasikan kepada masyarakat pengguna data yaitu bersumber dari *Indonesia Capital Market Directory* (ICMD) dan *Annual Report*, yang diperoleh melalui situs web resmi www.idx.co.id.

Berikut adalah pembahasan dari operasional variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian sebagai berikut:

a. Nilai Perusahaan (Y)

Tingkat keberhasilan perusahaan melalui nilai bukunya dengan cara membandingkan antara harga penutupan saham periode terakhir dengan nilai buku yang didapat dari total ekuitas terhadap jumlah saham beredar. Cara pengukurannya sebagai berikut :

$$PBV = \frac{\text{Market Price per share}}{\text{Book Value per share}}$$

$$\text{Book Value} = \frac{\text{Total Equity}}{\text{Total Market Per Share}}$$

(Sumber : Brigham dan Houston, 2015:152)

b. Struktur Kepemilikan (X)

Rasio ini umumnya digunakan untuk mengetahui seberapa besar saham biasa yang dimiliki direktur dan komisaris dalam perannya sebagai pemilik dan pemegang saham. Cara pengukurannya sebagai berikut :

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

(Sumber : Sugiarto, 2011)

c. Kebijakan Hutang (Z)

Rasio ini menunjukkan proposal modal sendiri untuk membiayai hutangnya. Semakin tinggi rasio ini maka semakin besar resiko yang dihadapi. Cara pengukurannya sebagai berikut :

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

Sumber : Hery, 2015:198

HASIL DAN PEMBAHASAN

1. Uji Asumsi Klasik

a. Uji Normalitas

Uji normalitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi, variabel pengganggu atau residual memiliki distribusi normal (Ghozali, 2016:154). Untuk menormalkan data penulis melakukan transformasi data dengan menggunakan *logaritma natural*, $\text{Ln}Z = \beta_0 + \beta_1 \text{Ln}X_1 + U_i$ (substruktural 1) dan $\text{Ln}Y = \beta_0 + \beta_1 \text{Ln}X_1 + \beta_2 \text{Ln}Z + U_i$ (substruktural 2). Berikut ini hasil uji normalitas setelah menggunakan *logaritma natural*.

Tabel 1
Uji Normalitas Kolmogorov-Smirnov (K-S) Setelah Transformasi Data Substruktural 1

Variabel Independen	K-S Z	2 tailed p
Ln_MWON	0,63	0,086**

Variabel Dependen : Ln_DER

Sumber: Hasil Pengolahan Data IBM SPSS 22

Keterangan: K-S Z : Kolmogorov-Smirnov test Z

2 tailed p : Asymp. Sig. 2-tailed

* signifikan pada level 10%

** signifikan pada level 5%

Berdasarkan Tabel 1 di atas hasil uji normalitas setelah transformasi data menunjukkan bahwa pada substruktural 1 besarnya nilai *Test Statistic Kolmogorov-Smirnov* pada 0,63 memiliki nilai signifikansi diatas 0,05 ($0,086 > 0,05$) sehingga dapat disimpulkan data terdistribusi dengan normal.

Tabel 2
Uji Normalitas *Kolmogorov-Smirnov* (K-S) Setelah Transformasi Data Substruktural 1

Variabel Independen	K-S Z*	2 tailed p.**
Ln_MWON	0,050	0,200
Ln_DER		

Variabel Dependen : Ln_PBV

Sumber: Hasil Pengolahan Data IBM SPSS 22

Keterangan : K-S Z : *Kolmogorov-Smirnov test Z*

2 tailed p : *Asymp. Sig. 2-tailed*

* signifikan pada level 10%

** signifikan pada level 5%

Berdasarkan Tabel 2 di atas hasil uji normalitas setelah transformasi data menunjukkan bahwa pada substruktural 2 besarnya nilai *Test Statistic Kolmogorov-Smirnov* pada 0,050 memiliki nilai signifikansi diatas 0,05 ($0,200 > 0,05$) sehingga dapat disimpulkan data terdistribusi dengan normal.

b. Uji Multikolonieritas

Uji multikolonieritas bertujuan untuk menguji apakah pada model regresi ditemukan adanya korelasi yang cukup kuat antara variabel bebas (independen) atau tidak (Ghozali, 2016:103). Keberadaan multikolonieritas dideteksi dengan *Variance Inflation Factor (VIF)* $> 0,10$ dan *Tolerance* < 10 pada substruktural 2. Hasil uji multikolonieritas tersaji pada tabel berikut ini:

Tabel 3
Uji Multikolonieritas

Variabel Independen	<i>Tolerance</i>	<i>VIF</i>	Keterangan
Ln_MWON	0,999	1,001	Tidak ada multikolonieritas
Ln_DER	0,999	1,001	Tidak ada multikolonieritas

Variabel Dependen : Ln_PBV

Sumber : Hasil Pengolahan Data IBM SPSS 22

Berdasarkan Tabel 3 di atas hasil uji multikolonieritas menunjukkan bahwa nilai *Tolerance* $> 0,10$ yaitu, ($0,999 > 0,10$) dan ($0,999 > 0,10$), serta nilai *VIF* < 10 yaitu, ($1,001 < 10$) dan ($1,001 < 10$). Dengan demikian dalam model ini tidak ada masalah multikolonieritas antar variabel independen.

c. Uji Heteroskedastisitas

Uji heteroskedastisitas bertujuan menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan *variance* dari residual satu pengamatan ke pengamatan yang

lain. Model regresi yang baik yang homoskedastisitas atau tidak terjadi heteroskedastisitas (Ghozali, 2016: 134).

Tabel 4
Uji Heteroskedastisitas Substruktural 1
(Uji Glejser)

Variabel Independen	T	Sig
Ln_MWON	-0,421	0,674**

Variabel Dependen : Abresid

Sumber: Hasil Pengolahan Data IBM SPSS 22

Keterangan : * signifikan pada level 10%

** signifikan pada level 5%

Berdasarkan Tabel 4 di atas hasil uji heteroskedastisitas substruktural 1 dengan uji glejser menunjukkan bahwa variabel kepemilikan manajerial signifikan secara statistik mempengaruhi ABRESID karena nilai signifikansinya $> 0,05$ yaitu sebesar $0,674 > 0,05$ sehingga bisa dikatakan bebas dari indikasi heteroskedastisitas.

Tabel 5
Uji Heteroskedastisitas Substruktural 2
(Uji White)

Variabel Independen	R Square
Ln_MWON Ln_DER	0,270

Variabel Dependen : U2t

Sumber: Hasil Pengolahan Data IBM SPSS 22

Berdasarkan tabel 5 di atas hasil uji heteroskedastisitas didapatkan nilai $R^2 = 0,270$ untuk menghitung c^2 dimana $c^2 = n \times R^2$.

$$c^2 \text{ hitung} = n \times R^2$$

$$c^2 \text{ hitung} = 175 \times 0,270 = 47,25$$

$$c^2 \text{ tabel df} = 175 \text{ adalah } 206,867$$

Sehingga c^2 hitung lebih kecil dari c^2 tabel atau $47,25 < 206,867$. Oleh karena nilai c^2 hitung lebih kecil dari c^2 tabel maka tidak terdapat heteroskedastisitas.

d. Uji Autokorelasi

Uji autokorelasi bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi linear ada korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode t dengan kesalahan pengganggu pada periode $t-1$ (sebelumnya) (Ghozali, 2016: 107). Untuk mendeteksi autokorelasi peneliti menggunakan Uji Durbin-Watson. Namun, pada substruktural 1 terjadi autokorelasi negatif, sehingga diperlukan pengobatan yaitu dengan cara Theil-Nagar d , yaitu dengan cara mengestimasi nilai ρ (Ghozali, 2016:126).

Tabel 6
Uji Autokorelasi Substruktural 1
(Theil-Nagar d)

Variabel Independen	Durbin-Watson
Ln_MWON	2,022

Variabel Dependen : Ln_DER

Sumber: Hasil Pengolahan Data IBM SPSS 22

Berdasarkan tabel 6 di atas dapat diketahui bahwa nilai Durbin-Watson sebesar 2,022. Dengan signifikansi 5% didapat nilai $dL = 1,7296$ dan $dU = 1,7758$. Dengan demikian $dU < DW < 4 - dU$ atau $1,7758 < 2,022 < 2,2242$. Dapat disimpulkan bahwa tidak ada autokorelasi positif atau negatif.

Tabel 7
Uji Autokorelasi Substruktural 2
(Durbin-Watson)

Variabel Independen	Durbin-Watson
Ln_MWON dan Ln_DER	2,079

Variabel Dependen : Ln_PBV

Sumber: Hasil Pengolahan Data IBM SPSS 22

Berdasarkan tabel 7 di atas dapat diketahui bahwa nilai Durbin-Watson sebesar 2,079. Dengan signifikansi 5% didapat nilai $dL = 1,7296$ dan $dU = 1,7758$. Dengan demikian $dU < DW < 4 - dU$ atau $1,7758 < 2,079 < 2,2242$. Dapat disimpulkan bahwa tidak ada autokorelasi positif atau negatif.

e. Uji Linearitas

Uji linearitas ini digunakan untuk melihat apakah spesifikasi model yang digunakan sudah benar atau tidak dan apakah fungsi yang digunakan dalam studi empiris sebaiknya berbentuk linear, kuadrat atau kubik (Ghozali, 2016:159). Uji linearitas yang dilakukan dalam penelitian yaitu dengan metode *Lagrange Multiplier*.

Tabel 8
Uji Linearitas Substruktural 1
(Uji Lagrange Multiplier)

Variabel	R Square
Pengaruh Struktur Kepemilikan (X) terhadap Kebijakan Hutang (Y)	0,105

Sumber: Hasil Pengolahan Data IBM SPSS 22

Berdasarkan tabel 8 di atas hasil uji heteroskedastisitas didapatkan nilai $R^2 = 0,105$ untuk menghitung c^2 dimana $c^2 = n \times R^2$.

$$c^2 \text{ hitung} = n \times R^2$$

$$c^2 \text{ hitung} = 175 \times 0,014 = 2,45$$

$$c^2 \text{ tabel df} = 175 \text{ adalah } 206,867$$

Sehingga diperoleh c^2 hitung lebih kecil dari c^2 tabel atau $2,45 < 206,867$ maka dapat disimpulkan bahwa substruktural 1 merupakan model analisis regresi linear sehingga dapat digunakan dalam penelitian ini.

Tabel 9
Uji Linearitas Substruktural 2
 (Uji Lagrange Multiplier)

Variabel	R Square
Pengaruh Struktur Kepemilikan (X) dan Kebijakan Hutang (Y) terhadap Nilai Perusahaan (Y)	0,008

Sumber: Hasil Pengolahan Data IBM SPSS 22

Berdasarkan tabel 9 di atas hasil uji heteroskedastisitas didapatkan nilai $R^2 = 0,008$ untuk menghitung c^2 dimana $c^2 = n \times R^2$.

$$c^2 \text{ hitung} = n \times R^2$$

$$c^2 \text{ hitung} = 175 \times 0,008 = 1,4$$

$$c^2 \text{ tabel df} = 175 \text{ adalah } 206,867$$

Sehingga diperoleh c^2 hitung lebih kecil dari c^2 tabel atau $1,4 < 206,867$ maka dapat disimpulkan bahwa substruktural 2 merupakan model analisis regresi linear sehingga dapat digunakan dalam penelitian ini.

2. Analisis Jalur

Analisis jalur merupakan perluasan dari analisis regresi linier berganda atau analisis jalur adalah penggunaan analisis regresi untuk menaksir hubungan kausalitas antar variabel yang telah deitetapkan sebelumnya berdasarkan teori (Ghozali, 2016:237).

Tabel 10
Persamaan Regresi Model Substruktural 1

Variabel Independen	Standardized Coefficients Beta	R Square	T	Sig
Ln_MWON	0,036	0,001	-0,421	0,674**

Variabel Dependen : Ln_DER

Sumber: Hasil Pengolahan Data IBM SPSS 22

Keterangan : * signifikan pada level 10%

** signifikan pada level 5%

Dalam pengujian secara parsial tanpa variabel kebijakan hutang pada tabel 10 dapat dilihat bahwa nilai *Standardized Coefficients Beta* pada persamaan (1) : Struktur

kepemilikan berpengaruh positif sebesar dan tidak signifikan yaitu 0,674 ($0,674 < 0,05$) yang berarti struktur kepemilikan berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. Hal ini H2 berarti ditolak.

Tabel 11
Persamaan Regresi Model Substruktural 1

Variabel Independen	Standardized Coefficients Beta	R Square	t	Sig
Ln_MWON	-0,132	0,001	-1,766	0,079*
Ln_DER	-0,145		-1,944	0,054*

Variabel Dependen : Ln_PBV

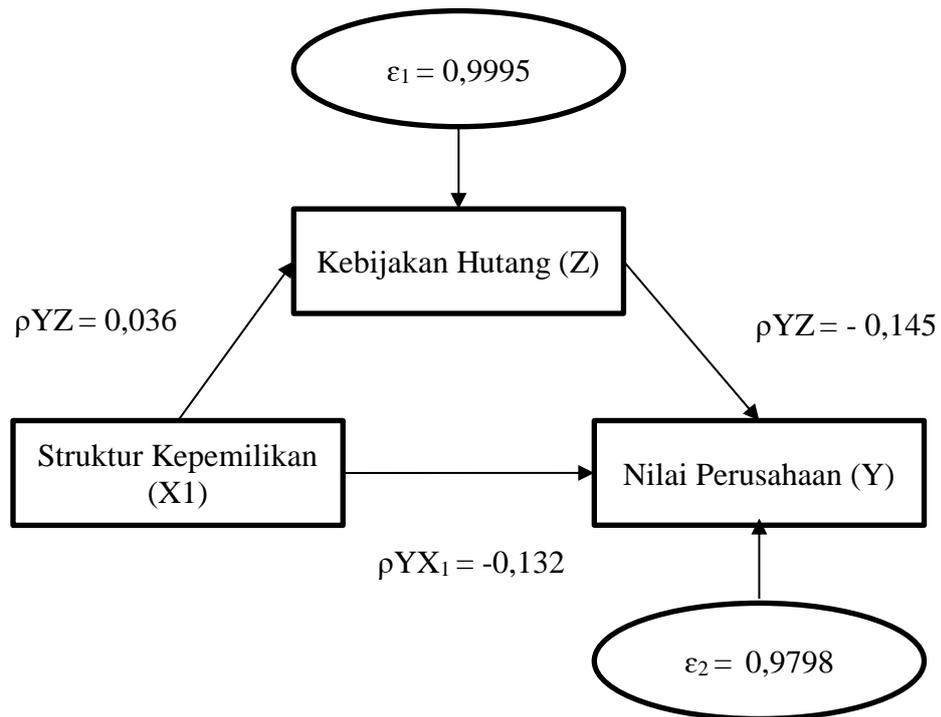
Sumber: Hasil Pengolahan Data IBM SPSS 22

Keterangan : * signifikan pada level 10%

** signifikan pada level 5%

Dalam pengujian secara parsial tanpa variabel kebijakan hutang pada tabel 11 dapat dilihat bahwa nilai *Standardized Coefficients Beta* pada persamaan (2) :

1. Struktur Kepemilikan berpengaruh negatif sebesar -0,132 dan signifikan yaitu 0,079 ($0,079 < 0,10$) yang berarti struktur kepemilikan berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan. Hal ini H1 berarti diterima.
2. Kebijakan Hutang berpengaruh negatif sebesar -0,145 dan signifikan yaitu 0,054 ($0,054 < 0,10$) yang berarti kebijakan hutang berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan. Hal ini H2 berarti diterima.



Gambar 1
Hasil Koefisien Diagram Jalur

Besarnya pengaruh langsung dan pengaruh tidak langsung pada pengaruh Struktur Kepemilikan (MWON) terhadap Nilai Perusahaan (PBV) dengan Kebijakan Hutang (DER) sebagai variabel intervening dapat dilihat pada persamaan berikut ini :

Pengaruh langsung	= -0,132
Pengaruh tidak langsung	= $0,036 \times -0,145 = -0,00522$
Total pengaruh	= $-0,132 + (-0,00522) = -0,13722$

Hasil analisis jalur menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial tidak memiliki pengaruh langsung maupun tidak langsung terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan hutang sebagai variabel *intervening*. Hal ini H4 berarti ditolak.

Struktur kepemilikan yang diukur dengan kepemilikan manajerial mempunyai pengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa semakin tinggi struktur kepemilikan yang diukur dengan kepemilikan manajerial maka akan menurunkan nilai perusahaan yang diukur dengan *price to book value*. Stulz (1988) dalam Harjito (2012:105-106) menyatakan bahwa adanya hubungan *non-monotonic* antara kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan. Artinya bahwa pada tingkat

kepemilikan manajer yang tinggi, nilai perusahaan akan menurun apabila kepemilikan meningkat.

Berdasarkan bukti empiris bahwa rata-rata sampel kepemilikan manajerial selama periode pengamatan berfluktuatif cenderung meningkat dengan nilai rata-rata sebesar 6,04% dimana peningkatan kepemilikan manajerial tersebut menurunkan nilai perusahaan, hal ini dikarenakan belum banyak pihak manajemen yang memiliki saham perusahaan dengan jumlah yang cukup signifikan. Keadaan ini membuat manajer lebih mementingkan kepentingannya pribadi demi meningkatkan status dan gaji dimana hal tersebut tidak konsisten dengan kepentingan jangka panjang para pemegang saham.

Hasil penelitian sesuai dengan hipotesis yang diajukan dan sesuai dengan penelitian terdahulu yang menjadi rujukan yaitu Sukirni (2012), Budianto dan Payamta (2014), Apriada dan Suardikha (2016), Pertiwi dan Priyadi (2016), dan Pracihara (2016) menyatakan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan, artinya semakin besar tingkat kepemilikan saham oleh manajer akan menurunkan nilai perusahaan, dikarenakan lebih mementingkan kepentingan pribadi daripada kepentingan pemegang saham.

Struktur kepemilikan yang diukur dengan kepemilikan manajerial berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap kebijakan hutang diukur dengan *debt to equity ratio*. Hal ini menunjukkan bahwa apabila kepemilikan manajerial meningkat maka kebijakan hutang mengalami peningkatan, namun peningkatan kepemilikan manajerial tersebut tidak terlalu berpengaruh terhadap kebijakan hutang.

Hasil penelitian ini tidak sesuai dengan *agency theory* yang dikemukakan oleh Jensen dan Meckling (1976) dalam Harjito (2012: 118) menyatakan bahwa hutang sebagai suatu penyelesaian konflik kepentingan antara pemilik dengan manajer melalui penerbitan surat hutang sebagai pengganti modal. Karena, manajer lebih menyukai pemanfaatan hutang daripada penerbitan saham baru sebagai pendanaan eksternal perusahaan, dimana hutang menghasilkan bunga yang merupakan beban yang dapat mengurangi pajak perusahaan (Fahmi, 2014:161). Agrawal dan Knoeber (1996) dalam Harjito (2012) menemukan bahwa ada hubungan positif antara variabel hutang dengan

insider ownership. Artinya hubungan antara *insider ownership* dan *leverage* adalah saling melengkapi dalam mekanisme pengawasan masalah agensi.

Berdasarkan bukti empiris bahwa rata-rata sampel kepemilikan manajerial selama periode pengamatan berfluktuatif cenderung meningkat, dimana peningkatan kepemilikan manajerial tersebut tidak terlalu berpengaruh terhadap kebijakan hutang, hal ini dikarenakan belum banyak pihak manajemen yang memiliki saham perusahaan dengan jumlah yang cukup signifikan, sehingga kepemilikan manajerial bukanlah sebagai salah satu faktor penentu dalam pengambilan kebijakan pendanaan dari hutang.

Hasil ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Larasari (2012) dan Fransiska, *et al* (2016) menyatakan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap kebijakan hutang.

Kebijakan hutang yang diukur dengan *debt to equity ratio* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan yang diukur dengan *price to book value*. Hal ini menunjukkan bahwa besarnya hutang yang dimiliki perusahaan akan menurunkan nilai perusahaan.

Hal ini sejalan dengan *Trade off theory* dengan asumsi titik target struktur modal optimal tercapai maka penggunaan hutang menurunkan nilai perusahaan (Nainggolan, 2014). Hutang merupakan salah satu sumber pembiayaan yang memiliki tingkat risiko yang tinggi. Risiko tersebut berhubungan dengan risiko pembayaran bunga yang umumnya tidak dapat ditutupi perusahaan. Dimana hutang akan menambah beban tetap tanpa memperdulikan besarnya pendapatan. Semakin besar hutang semakin tinggi tingkat probabilitas kebangkrutan karena perusahaan tidak dapat membayar bunga dan pokoknya (Hanafi, 2011:310). Pihak manajemen harus memperhatikan penggunaan hutang, karena banyaknya hutang bisa menurunkan nilai perusahaan.

Berdasarkan bukti empiris bahwa rata-rata sampel kebijakan hutang selama periode tahun 2009-2015 sebesar 137,54928 sudah sangat tinggi dimana akan berdampak pada penurunan nilai perusahaan meskipun belum ada karakteristik tertentu titik optimum penggunaan hutang dari struktur modal suatu perusahaan. Dengan nilai rata-rata *debt to equity ratio* sebesar 137,54928 atau 1,37549 sama dengan lebih dari 1

yang mengindikasikan bahwa perusahaan mempunyai asset yang tidak cukup untuk menutupi beban hutang, hal ini akan mengganggu pertumbuhan kinerja perusahaannya juga mengganggu pertumbuhan nilai perusahaan.

Hasil penelitian sesuai dengan hipotesis yang diajukan dan sesuai dengan penelitian terdahulu yang menjadi rujukan yaitu Nainggolan (2014), Naini (2014), Mayogi (2016), Pertiwi, *et al* (2016), dan Purnama (2016) yang menyatakan bahwa kebijakan hutang (*Debt to Equity Ratio*) berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan (*Price to Book Value*). Artinya penggunaan hutang yang tinggi dalam struktur modal dapat menurunkan nilai perusahaan.

Kebijakan hutang tidak mampu memediasi pengaruh struktur kepemilikan terhadap nilai perusahaan. Hal tidak sesuai dengan teori keagenan teori keagenan pengaruh struktur kepemilikan yang diukur dengan kepemilikan manajerial terhadap kebijakan hutang adalah berpengaruh, karena adanya kepemilikan manajerial diharapkan dapat mengontrol penggunaan hutang perusahaan, dan penggunaan hutang yang optimal dapat meningkatkan nilai perusahaan. Namun karena persentase saham yang dimiliki manajemen perusahaan perdagangan, jasa dan investasi masih rendah, maka manajemen tidak mempunyai kendali terhadap perusahaan, sehingga persentase kepemilikan manajerial tidak dapat menjadi faktor penentu dalam pengambilan kebijakan pendanaan dari hutang sehingga tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Menurut peraturan Bapepam, aksi perusahaan untuk menentukan kebijakan hutang harus diputuskan oleh Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS). Kebijakan hutang sendiri bukan merupakan variabel *intervening* yang tepat karena tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap nilai perusahaan.

Hasil penelitian tidak sesuai dengan hipotesis yang diajukan dan tidak sesuai dengan penelitian terdahulu yang menjadi rujukan yaitu Ikbal, *et al* (2012) yang menyatakan bahwa kepemilikan *insider* berpengaruh terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan hutang. Akan tetapi hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian Sugiatro (2011) dan Wardani dan Hermuningsih (2011) menyatakan bahwa kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan dengan kebijakan hutang sebagai variabel *intervening*. Hal ini dikarenakan rendahnya persentase kepemilikan saham manajerial sehingga tidak dapat menentukan kebijakan hutang, maka semakin

besar kepemilikan saham manajer akan semakin tinggi tingkat hutang perusahaan karena pihak manajer merasa penggunaan hutang masih diperlukan dalam perkembangan perusahaan, namun setiap penambahan hutang perusahaan dapat menurunkan nilai perusahaan.

SIMPULAN

1. Struktur kepemilikan berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.
2. Struktur kepemilikan berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap kebijakan hutang.
3. Kebijakan hutang berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.
4. Kebijakan hutang tidak mampu memediasi hubungan struktur kepemilikan terhadap nilai perusahaan.

KETERBATASAN PENELITIAN DAN SARAN

1. Penelitian ini hanya mengambil periode penelitian dalam jangka waktu 7 tahun yakni pada tahun 2009-2015 sehingga data yang diambil terdapat kemungkinan kurang mencerminkan kondisi perusahaan dalam kurun waktu yang panjang. Penelitian selanjutnya diharapkan memperpanjang periode pengamatan, tidak hanya dalam kurun waktu 7 tahun, sehingga hasil penelitian diharapkan lebih akurat.
2. Penelitian ini hanya terbatas untuk sampel perusahaan perdagangan, jasa dan investasi saja, dengan demikian penelitian ini kurang mewakili seluruh perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Penelitian selanjutnya dapat lebih memperluas populasi maupun sampel penelitian, dapat meneliti sektor diluar sektor perdagangan, jasa dan investasi, misalnya perusahaan manufaktur atau perusahaan lainnya.
3. Penelitian ini menggunakan proksi dari Nilai Perusahaan yaitu *Price to Book Value* (PBV), sedangkan masih banyak proksi yang menggambarkan nilai perusahaan. Penelitian selanjutnya tidak hanya terpaku di proksi *Price to Book Value* (PBV) saja, misalnya menggunakan proksi *Tobin's Q* atau proksi lainnya.
4. Penelitian ini menggunakan kebijakan hutang sebagai variabel intervening. Berdasarkan pada hasil penelitian variabel kebijakan hutang tidak mampu memediasi hubungan

antara struktur kepemilikan terhadap nilai perusahaan, sehingga dapat dihadirkan variabel lain untuk memediasi pengaruh struktur kepemilikan terhadap nilai perusahaan serta faktor-faktor lain yang mampu mempengaruhi nilai perusahaan.

DAFTAR PUSTAKA

- Abdolmanafi, D. S., Hassani, M., & Farzadi, S. (2013). The Efeect of Managerial Stock Ownership On The Value of Listed Companies in Tehran Stock Exchange. *Advances in Environmental Biology*, 7(8), 1612-1615.
- Apriada, K., & Suardikha, M. S. (2016). Pengaruh Struktur Kepemilikan Saham, Struktur Modal dan Profitabilitas Pada Nilai Perusahaa. *E-Jurnal Ekonomi dan Bisnis Universitas Udayana*.5(2).
- Brigham, E. F., & Houston, J. F. (2015). *Dasar-dasar Manajemen Keuangan Edisi 11 Buku 1*. Jakarta: Salemba Empat.
- Budianto W., & Payamta. (2014, April). Pengaruh Kepemilikan Manajerial Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Kebijakan Dividen Sebagai Variabel Moderasi. *Jurnal Akuntansi dan Pendidikan*, 3(1).
- Dr. Mamduh M. Hanafi, M. (2011). *Edisi 1 Manajemen Keuangan*. Yogyakarta: BPFPE.
- Fahmi, I. (2014). *Pengantar Manajemen Keuangan Teori dan Soal Jawab*. Bandung: Alfabeta.
- Ferdinand, P. A. (2013). *Metode Penelitian Manajemen Pedomanan Penelitian Untuk Penelitian Skripsi, Tesis dan Disertai Ilmu Manajemen* . Semarang: BP Undip.
- Fransiska, Y., S, R. A., & Purwanto, N. (2016). Pengaruh Kepemilikan Institusional, Kepemilikan Manajerial, dan Kebijakan Dividen terhadap Kebijakan Hutang Pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2012-2014. *Jurnal Riset Mahasiswa Akuntansi Universitas Kanjuruhan Malang*, 1-15.
- Ghozali, I. (2016). *Aplikasi Analisis Multivariate Dengan Program IBM SPSS 23*. Semarang: BP Undip.
- Harmono. (2011). *Manajemen Keuangan Berbasis Balanced Scorecard, Pendekatan Teori, Kasus, dan Riset Bisnis*. Jakarta: Bumi Aksara.
- Hery, S. M. (2015). *Analisis Laporan Keuangan Pendekatan Rasio Keuangan*. Yogyakarta: CAPS (Center for Academic Publishing Service).

- Hidayah, N. (2015, September). Pengaruh Investment Opportunity Set (IOS) dan Kepemilikan Manajerial Terhadap Nilai Perusahaan Pada Perusahaan Property dan Real Estate di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Akuntansi*, 12(3), 420-432.
- Ikbal, M., Sutrisno, & Djahhuri, A. (2011, Juli). Pengaruh Profitabilitas dan Kepemilikan Insider Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Kebijakan Hutang dan Kebijakan Dividen Sebagai Variabel Intervening. *Simposium Nasional Akuntansi XIV Aceh*.
- Larasati, E. (2011). Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional dan Kebijakan Dividen Terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan. *Jurnal Ekonomi Bisnis*, 16(2), 103-107.
- Mayogi, D. G. (2016). Pengaruh Profitabilitas, Kebijakan Dividen dan Kebijakan Hutang Terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Ilmu dan Riset Akuntansi*, 5(1).
- Milanto, D. (2012). Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang. 2(3).
- Nainggolan, S. D., & Listiadi, A. (2014). Pengaruh Kebijakan Hutang Terhadap Nilai Perusahaan dengan Kebijakan Dividen Sebagai Variabel Moderasi. *Jurnal Ilmu Manajemen*, 2(3).
- Naini, D. I. (2014). Pengaruh Free Cash Flow dan Kepemilikan Institutional Terhadap Kebijakan Hutang dan Nilai Perusahaan. *Jurnal Ilmu dan Riset Akuntansi*, 3(4).
- Pertiwi, N. T., & Priyadi, M. P. (2016). Pengaruh Profitabilitas, Kepemilikan Manajerial, DER dan CFC Terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Ilmu dan Riset Akuntansi*, 5(2).
- Pertiwi, P. J., Tommy, P., & Tumiwa, J. R. (2016). Pengaruh Kebijakan Hutang, Keputusan Investasi dan Profitabilitas Terhadap Nilai Perusahaan Food and Beverages yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal EMBA*, 4(1), 1369-1380.
- Pracihara, S. M. (2016). Pengaruh Kebijakan Hutang, Kepemilikan Manajerial, Kebijakan Dividen, dan Ukuran Perusahaan Terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Ilmu Manajemen*, 1-10.
- Purnama, H. (2016). Pengaruh Profitabilitas, Kebijakan Hutang, Kebijakan Dividen, dan Keputusan Investasi Terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Akuntansi*, 4(1).
- Putra, I. K., & Wirawati, N. G. (2013). Pengaruh Kepemilikan Manajerial Terhadap Hubungan Antara Kinerja dengan Nilai Perusahaan. *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana*, 5(3), 639-651.
- Salvatore, D. (2011). *Ekonomi Manajerial dalam Perekonomian Global*. Jakarta: Salemba Empat.
- Saraswaty, S. (2016). Pengaruh Kepemilikan, Arus Kas, Dividen dan Kinerja Terhadap Kebijakan Hutang. *Jurnal Ilmu dan Riset Akuntansi*, 5(2).

- Sheisarvian, R. M., & Nengah Sudjana, M. S. (2015). Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kebijakan Dividen dan Profitabilitas Terhadap Kebijakan Hutang. *Jurnal Administrasi Bisnis*, 22(1).
- Sofyaningsih, S., & Hardiningsih, P. (2011, Mei). Struktur Kepemilikan, Kebijakan Dividen, Kebijakan Hutang dan Nilai Perusahaan. *Dinamika Keuangan dan Perbankan*, 3(1), 68-87.
- Sugiarto, M. (2011, Januari). Pengaruh Struktur Kepemilikan dan Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Kebijakan Hutang Sebagai Variabel Intervening. *Jurnal Akuntansi Kontemporer*, 3(1), 1-25.
- Sugiyono. (2014). *Metode Penelitian Kuantitatif Kualitatif & RND*. Bandung: Alfabeta.
- Sukirni, D. (2012). Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Kebijakan Dividen dan Kebijakan Hutang Terhadap Nilai Perusahaan. *Accounting Analysis Journal*, 1(2), 1-12.
- Tjeleni, I. E. (2013). Kepemilikan Manajerial dan Institusional Pengaruhnya Terhadap Kebijakan Hutang Pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal EMBA*, 1(3), 129-139.
- Warapsari, A., & Suaryana, A. (2016). Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Institusional Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Kebijakan Hutang Sebagai Variabel Intervening. *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana*, 16(3), 2288-2315.

www.idx.co.id

www.sahamok.com

Halaman ini sengaja dikosongkan
This page intentionally left blank