

***The Influence of Profitability And Insider Ownership On Firms Value With The Debt Policy As Intervening Variable***  
***(Empiric Study On Public Company In Indonesia Stock Exchange Period 2009-2012)***

***By:***

**Risa Wulandari**

**Universitas Brawijaya**

***Advisor:***

**Sutrisno T**

***Abstract***

*This study aims to determine the influence of profitability and insider ownership on firm value that mediated by debt policy (leverage). Data that used was secondary data of 82 public companies in Indonesia Stock Exchange (BEI) with 4 years period, since 2009 till 2012. Using mediated path model, this research tried to test the theory in line with research purpose. The instrument of the analysis used was Smart PLS programs. Result finding indicated profitability positively and significantly on firm value and debt policy. Insider ownership negative and not significantly to debt policy but positively and significantly to firm value, meanwhile debt policy has negative and significantly effect to firm value. Finally, simultaneously debt policy couldn't successfully mediate profitability and insider ownership on firm value. This research finding also oppose against with static tradeoff theory. Static trade off theory focuses discussion at trade off between cost of debt and benefit of debt (Huang and Ritter, 2004). Static trade off assumed that capital structure of company is determined by considered tax-deductible benefit when increasing level of debt and increasing level of agency cost in other side.*

***Keywords:*** *profitability, insider ownerships, debt policy (leverage), firm value*

**PENDAHULUAN**

Kinerja adalah suatu gambaran mengenai tingkat pencapaian pelaksanaan suatu kegiatan perusahaan dalam mewujudkan sasaran, tujuan, visi dan misi organisasi yang tertuang dalam perencanaan strategi suatu perusahaan. Sedangkan kinerja keuangan adalah prestasi kerja yang telah dicapai oleh perusahaan dalam suatu periode tertentu dan tertuang pada laporan keuangan perusahaan yang bersangkutan. Kinerja keuangan merupakan salah satu faktor yang menjadi acuan investor dalam membeli saham. Bagi perusahaan, meningkatkan kinerja keuangan adalah suatu keharusan agar saham perusahaan tetap menarik bagi investor. Laporan keuangan yang dipublikasikan oleh perusahaan merupakan cerminan kinerja keuangan perusahaan. Laporan keuangan adalah hasil akhir dari proses akuntansi yang disusun dengan tujuan untuk memberikan informasi keuangan suatu perusahaan.

Informasi keuangan tersebut dapat digunakan oleh para pemakai untuk pengambilan keputusan investasi. Salah satu tolok ukur kinerja keuangan adalah profitabilitas. Nofrita (2013) mengutip dari Hanafi (2003), Profitabilitas adalah kemampuan perusahaan untuk menghasilkan keuntungan pada tingkat penjualan, aset dan modal tertentu. Salah satu indikator penting bagi investor dalam menilai prospek perusahaan di masa depan adalah dengan melihat sejauh mana pertumbuhan profitabilitas perusahaan.

Setiap perusahaan yang didirikan, tentu diorientasikan untuk mendapatkan laba dengan tidak mengorbankan kepentingan pelanggan untuk mendapatkan kepuasan. Perolehan laba merupakan ukuran keberhasilan kinerja finansial perusahaan. Kaplan dan Norton (2000:23) menyatakan bahwa, “Ukuran kinerja finansial memberikan petunjuk apakah strategi perusahaan, implementasi dan pelaksanaannya memberikan kontribusi atau tidak kepada peningkatan laba perusahaan” (Ayuningtyas dan Kurnia, 2013). Jensen (2001) dalam Wahyudi dan Pawestri (2006) menjelaskan bahwa untuk memaksimalkan nilai perusahaan tidak hanya nilai ekuitas saja yang harus diperhatikan, tetapi juga semua klaim keuangan seperti hutang, warran, maupun saham preferen. Penyatuan kepentingan pemegang saham, *debtholders*, dan manajemen yang notabene merupakan pihak-pihak yang mempunyai kepentingan terhadap tujuan perusahaan seringkali menimbulkan masalah-masalah (*agency problem*). *Agency problem* dapat dipengaruhi oleh struktur kepemilikan (kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional). Struktur kepemilikan oleh beberapa peneliti dipercaya mampu mempengaruhi jalannya perusahaan yang pada akhirnya berpengaruh pada kinerja perusahaan dalam mencapai tujuan perusahaan yaitu memaksimalkan nilai perusahaan. Hal ini disebabkan oleh karena adanya kontrol yang mereka miliki.

Nilai perusahaan penting bagi perusahaan karena menggambarkan kesejahteraan pemilik. Manager, sebagai wakil dari pemilik, bertanggungjawab untuk mengelola perusahaan dalam rangka meningkatkan nilai perusahaan. Agar manajer bekerja secara optimal, beberapa perusahaan memberikan kesempatan bagi manajer untuk memiliki saham perusahaan (yang dinamakan *insider ownership* atau kepemilikan *insider* atau juga biasa disebut dengan kepemilikan manajerial). Kepemilikan *insider* memiliki sisi baik yaitu bahwa manajer yang mempunyai saham perusahaan akan memiliki kinerja tinggi karena manajer tersebut mempunyai rasa memiliki terhadap perusahaan sehingga, kepemilikan *insider* dapat menyebabkan manajer mengambil kebijakan yang dapat meningkatkan nilai perusahaan sekaligus untuk meningkatkan kesejahteraan mereka sendiri.

Penelitian faktor-faktor yang berpengaruh terhadap nilai perusahaan telah banyak dilakukan. Miller and Modigliani (1961) menyatakan bahwa nilai perusahaan ditentukan oleh *earnings power* dari aset perusahaan. Hubungan positif yang terjadi menunjukkan bahwa semakin tinggi *earnings power* semakin efisien perputaran aset dan atau semakin tinggi profit margin yang diperoleh perusahaan. Hal ini berdampak pada peningkatan nilai perusahaan. Sementara itu, kebijakan hutang juga akan terkait dengan nilai perusahaan. Dengan mempertimbangkan pajak, maka nilai perusahaan atau harga saham akan ditentukan oleh struktur modalnya. Semakin tinggi proporsi hutang maka semakin tinggi harga saham, namun pada titik tertentu peningkatan hutang akan menurunkan nilai perusahaan karena manfaat yang diperoleh dari penggunaan hutang lebih kecil daripada biaya yang ditimbulkannya. Dapat disimpulkan bahwa manajer dapat meningkatkan nilai perusahaan dengan mempengaruhi kebijakan hutang dan kebijakan yang dapat mempengaruhi kinerja keuangan.

Masalah penelitian ini terkait dengan kebijakan utang yang merupakan kebijakan manajer dalam hal mengatur pendanaan di perusahaan. Kebijakan utang sedikit banyak akan mempengaruhi nilai perusahaan, yang menjadi harapan pemegang saham, dalam upaya meningkatkan kemakmuran pemegang saham itu sendiri. Motivasi dilakukannya penelitian ini adalah bahwa kebijakan utang akan meningkatkan nilai perusahaan, semakin tinggi proporsi utang maka semakin tinggi harga saham, namun pada titik tertentu peningkatan

utang akan menurunkan nilai perusahaan karena manfaat yang diperoleh dari penggunaan utang pada tingkat tertentu untuk menaikkan nilai perusahaan. Penelitian ini ingin menguji apakah benar kebijakan utang akan menjadi perantara bagi profitabilitas dan kepemilikan insider dalam meningkatkan nilai perusahaan.

Berdasarkan uraian di atas, maka penulis tertarik untuk melakukan penelitian dengan judul “PENGARUH PROFITABILITAS DAN KEPEMILIKAN *INSIDER* TERHADAP NILAI PERUSAHAAN DENGAN KEBIJAKAN HUTANG SEBAGAI VARIABEL *INTERVENING*” untuk mengetahui pengaruh profitabilitas dan kepemilikan insider terhadap nilai perusahaan *go public* yang *listing* di Bursa Efek Indonesia. Berdasarkan latar belakang yang telah dikemukakan di atas, maka dapat dibuat rumusan masalah sebagai berikut: 1. apakah profitabilitas berpengaruh secara langsung terhadap kebijakan utang dan nilai perusahaan? 2. apakah kepemilikan *insider* berpengaruh langsung terhadap kebijakan utang dan nilai perusahaan? 3. apakah profitabilitas dan kepemilikan *insider* berpengaruh terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan hutang?

## TINJAUAN PUSTAKA

### 1. Agency Theory

*Agency Theory* mendasarkan hubungan kontrak antar anggota-anggota dalam perusahaan, dimana prinsipal dan agen sebagai pelaku utama. Prinsipal merupakan pihak yang memberikan mandat kepada agen untuk bertindak atas nama prinsipal, sedangkan agen merupakan pihak yang diberi amanat oleh prinsipal untuk menjalankan perusahaan. Agen berkewajiban untuk mempertanggungjawabkan apa yang telah diamanahkan oleh prinsipal kepadanya (Arifin, 2005).

Aplikasi *agency theory* dapat terwujud dalam kontrak kerja yang akan mengatur proporsi hak dan kewajiban masing-masing pihak dengan tetap memperhitungkan kemanfaatan secara keseluruhan. Kontrak kerja merupakan seperangkat aturan yang mengatur mengenai mekanisme bagi hasil, baik yang berupa keuntungan, *return* maupun risiko-risiko yang disetujui oleh prinsipal dan agen. Kontrak kerja akan menjadi optimal bila kontrak dapat *fairness* yaitu mampu menyeimbangkan antara prinsipal dan agen yang secara matematis memperlihatkan pelaksanaan kewajiban yang optimal oleh agen dan pemberian insentif/imbalance khusus yang memuaskan dari prinsipal ke agen. Inti dari *Agency Theory* atau teori keagenan adalah pendesainan kontrak yang tepat untuk menyelaraskan kepentingan prinsipal dan agen dalam hal terjadi konflik kepentingan (Scott, 1997). Menurut Eisenhard (1989), teori keagenan dilandasi oleh 3 (tiga) buah asumsi yaitu: (a) asumsi tentang sifat manusia, (b) asumsi tentang keorganisasian, dan (c) asumsi tentang informasi.

Asumsi tentang sifat manusia menekankan bahwa manusia memiliki sifat untuk mementingkan diri sendiri (*self interest*), memiliki keterbatasan rasionalitas (*bounded rationality*), dan tidak menyukai risiko (*risk aversion*). Asumsi keorganisasian adalah adanya konflik antar anggota organisasi, efisiensi sebagai kriteria produktivitas, dan adanya *Asymmetric Information* (AI) antara prinsipal dan agen. Sedangkan asumsi tentang informasi adalah bahwa informasi dipandang sebagai barang komoditi yang bisa diperjual belikan (Arifin, 2005).

### 2. Profitabilitas

Modigliani dan Miller (1958) menyatakan bahwa nilai perusahaan ditentukan oleh *earnings power asset* perusahaan. Pengaruh positif *earnings power asset* pada nilai perusahaan menunjukkan bahwa semakin tinggi *earnings power* semakin efisien perputaran *asset* dan semakin tinggi *profit margin* yang diperoleh perusahaan sehingga berdampak pada peningkatan nilai perusahaan. Menurut Saidi (2004)

profitabilitas adalah kemampuan perusahaan dalam memperoleh laba. Para investor menanamkan saham pada perusahaan adalah untuk mendapatkan *return*, yang terdiri dari *yield* dan *capital gain*. Semakin tinggi kemampuan memperoleh laba, maka semakin besar *return* yang diharapkan investor, sehingga menjadikan nilai perusahaan menjadi lebih baik. Di samping itu. Tak ketinggalan Nofrita (2013) merangkum profitabilitas sebagai hasil akhir dari serangkaian kebijakan dan keputusan manajemen, dimana kebijakan dan keputusan ini menyangkut pada sumber dan penggunaan dana dalam menjalankan operasional perusahaan yang terangkum dalam laporan neraca dan unsur dalam neraca. Tujuan didirikannya sebuah perusahaan adalah memperoleh laba (*profit*), maka wajar apabila profitabilitas menjadi perhatian utama para analis dan investor. Tingkat profitabilitas yang konsisten akan mampu bertahan dalam bisnisnya dengan memperoleh *return* yang memadai dibanding dengan resikonya.

### 3. **Kepemilikan Insider**

Rengganis (2006) mendefinisikan kepemilikan *insider* sebagai kepemilikan saham perusahaan oleh pihak-pihak yang berada dalam perusahaan (*insider*), atau dengan kata lain, semua pihak yang mempunyai kesempatan untuk terlibat langsung dalam pengambilan keputusan perusahaan dan mereka juga dapat memperoleh informasi langsung dari dalam perusahaan. Sedangkan wahidawati mendefinisikan pihak *insider* dalam suatu perusahaan adalah pihak yang secara aktif berperan dalam mengambil keputusan untuk menjalankan perusahaan. Pihak-pihak tersebut adalah mereka yang duduk di dewan komisaris dan dewan direksi.

### 4. **Kebijakan Hutang**

Keputusan pendanaan secara sederhana dapat diartikan sebagai keputusan manajemen dalam menentukan sumber-sumber pendanaan dari modal internal, yakni modal ditahan atau dari modal eksternal, modal sendiri, dan atau melalui hutang. Kebijakan hutang merupakan kebijakan perusahaan tentang seberapa jauh sebuah perusahaan menggunakan pendanaan dari hutang. beberapa teori mengenai kebijakan hutang antara lain *Trade Off Theory*, *Pecking Order Theory*, *Signaling Theory*, *Capital Structure Theory*.

### 5. **Nilai Perusahaan**

Nilai perusahaan menggambarkan seberapa baik atau buruk manajemen mengelola kekayaannya, hal ini bisa dilihat dari pengukuran kinerja keuangan yang diperoleh. Suatu perusahaan akan berusaha untuk memaksimalkan nilai perusahaannya. Peningkatan nilai perusahaan biasanya ditandai dengan naiknya harga saham di pasar. Nilai perusahaan sangat penting karena dengan nilai perusahaan yang tinggi akan diikuti oleh tingginya kemakmuran pemegang saham. Semakin tinggi harga saham semakin tinggi pula nilai perusahaan. Nilai perusahaan yang tinggi menjadi keinginan para pemilik perusahaan, sebab dengan nilai yang tinggi menunjukkan kemakmuran pemegang saham juga tinggi. Kekayaan pemegang saham dan perusahaan dipresentasikan oleh harga pasar dari saham yang merupakan cerminan dari keputusan investasi pendanaan (*financing*) dan manajemen asset (Susanti, 2010).

#### **Penelitian Terdahulu**

Berikut ini adalah rangkuman penelitian empiris terdahulu terkait topik penelitian.

1. Ikbal, *et. al* (2011) meneliti tentang pengaruh profitabilitas dan kepemilikan *insider* terhadap nilai perusahaan dengan kebijakan hutang dan kebijakan dividen sebagai variabel *intervening* dengan mengambil sampel perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2005-2008. Berdasarkan Bursa Efek Indonesia, perusahaan manufaktur yang terdaftar di berjumlah 159 perusahaan dan yang digunakan dalam penelitian ini berjumlah 32 perusahaan. Hasil penelitian menyatakan

bahwa *Return On Asset* (ROA) terbukti berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan namun tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang dan kebijakan dividen. Kepemilikan *insider* berpengaruh negatif namun signifikan terhadap kebijakan hutang namun tidak terhadap kebijakan dividen dan nilai perusahaan. Kebijakan hutang berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen namun tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Kebijakan dividen tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.

2. Nofrita (2013) meneliti tentang pengaruh profitabilitas terhadap nilai perusahaan dengan kebijakan dividen sebagai variabel *intervening* dengan mengambil sampel perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2007-2011. Hasil penelitian menyatakan bahwa profitabilitas dan kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan sedangkan profitabilitas berpengaruh tidak signifikan terhadap kebijakan dividen.
3. Wardani dan Hermuningsih (2011) meneliti tentang pengaruh struktur kepemilikan terhadap nilai perusahaan dengan kinerja keuangan dan kebijakan hutang sebagai variabel *intervening* dengan populasi perusahaan yang tersedia di database OSIRIS. Hasil penelitian menyatakan bahwa struktur kepemilikan tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Struktur kepemilikan berpengaruh terhadap kinerja keuangan. Kebijakan hutang tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Kinerja keuangan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Tidak ada pengaruh struktur kepemilikan terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan hutang dan kinerja keuangan.
4. Wahyudi dan Pawestri (2006) meneliti tentang implikasi struktur kepemilikan terhadap nilai perusahaan: dengan keputusan keuangan sebagai variabel *intervening* dengan sampel perusahaan *go public* kecuali perusahaan perbankan dan lembaga keuangan lain serta perusahaan yang dimiliki Pemerintah Republik Indonesia yang tercatat di BEI. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa kepemilikan manajemen berpengaruh terhadap keputusan investasi dan keputusan keuangan namun tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap keputusan keuangan dan nilai perusahaan. Keputusan keuangan berpengaruh terhadap nilai perusahaan, sedangkan keputusan investasi dan kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Kepemilikan manajemen memiliki pengaruh langsung dan pengaruh tidak langsung terhadap nilai perusahaan melalui keputusan keuangan.
5. Mardiyati, *et. al* (2012) meneliti tentang pengaruh kebijakan dividen, kebijakan hutang, dan profitabilitas terhadap nilai perusahaan dengan mengambil sampel perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia untuk tahun 2005-2010. Berdasarkan *metode purposive sampling*, perusahaan sampel yang digunakan berjumlah 78 perusahaan. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa kebijakan dividen memiliki pengaruh positif namun tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. Kebijakan hutang berpengaruh positif namun tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. Profitabilitas berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.
6. Paranita (2007) menggunakan variabel *insider ownership*, kebijakan hutang, profitabilitas, dan ukuran perusahaan dan nilai perusahaan dalam penelitiannya dengan menggunakan sampel perusahaan yang *listing* di BEI periode 2001-2005. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa *insider ownership*, kebijakan hutang, profitabilitas, dan ukuran perusahaan secara simultan berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.

7. Sugiarto (2011) meneliti tentang pengaruh struktur kepemilikan dan kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan dengan kebijakan hutang sebagai variabel *intervening* dengan mengambil sampel perusahaan *go public* yang *listing* di Bursa Efek Indonesia kecuali perusahaan perbankan dan lembaga keuangan lain serta perusahaan yang dimiliki Pemerintah Republik Indonesia yang tercatat di BEI yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia untuk tahun 2003-2007. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh langsung secara negatif terhadap nilai perusahaan dan tidak memiliki pengaruh tidak langsung terhadap nilai perusahaan dengan kebijakan dividen sebagai variabel *intervening*. Kepemilikan institusional tidak memiliki pengaruh langsung maupun tidak langsung terhadap nilai perusahaan. Likuiditas berpengaruh positif tetapi tidak signifikan terhadap kebijakan hutang. Kebijakan hutang memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan dan memiliki pengaruh tidak langsung yang positif terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan dividen sebagai variabel *intervening*.

#### **Perumusan Hipotesis**

- a. Profitabilitas berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan
- b. Profitabilitas berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang
- c. Kepemilikan *Insider* berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang
- d. kepemilikan *insider* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan
- e. Kebijakan hutang berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan
- f. Profitabilitas dan kepemilikan *insider* berpengaruh terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan hutang

### **METODE PENELITIAN**

#### **Populasi dan Sampel**

Populasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan *go public* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Penelitian ini menggunakan periode penelitian tahun 2009-2012. Dalam penelitian ini, pemilihan sampel dilakukan dengan menggunakan metode *purposive sampling* dengan tujuan untuk mendapatkan sampel yang representatif sesuai dengan kriteria yang ditentukan. Adapun kriteria sampel yang akan digunakan antara lain:

1. perusahaan *go public* yang terdaftar di BEI untuk tahun 2009-2012,
2. perusahaan sampel tidak mengalami *delisting* selama periode pengamatan,
3. tersedia laporan keuangan tahunan secara lengkap berturut-turut selama tahun 2009-2012, baik secara fisik maupun melalui *website* [www.idx.co.id](http://www.idx.co.id) atau pada *website* masing-masing perusahaan, dan
4. memiliki data keuangan yang lengkap terkait dengan variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian.
5. tidak mengalami rugi selama periode pengamatan.

#### **Jenis dan Sumber Data**

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder. Penelitian ini menggunakan *pooled data*, yaitu kombinasi *cross section* dan *time series* antara tahun 2009-2012. Data penelitian diambil dari laporan tahunan perusahaan yang telah diaudit dan dipublikasikan. Data diperoleh antara lain dari: 1. Bursa Efek Indonesia, [www.idx.co.id](http://www.idx.co.id), 2. ICMD (*Indonesian Capital Market Directory*), dan 3. Pojok BEI Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Brawijaya Malang.

#### **Definisi Konstruk, Indikator, dan Pengukuran**

Penelitian ini menggunakan variabel konstruk. Konstruk-konstruk yang digunakan dalam penelitian ini diukur dengan jelas melalui rumus yang telah ditetapkan, antara lain adalah:

1. Profitabilitas

$$\text{Return on Asset (ROA)} = \frac{\text{Laba Bersih Setelah Pajak}}{\text{Total Asset}} \times 100\%$$

2. Kepemilikan Insider

Kepemilikan *Insider* (*Insider*):

$$\frac{\text{kepemilikan saham oleh manajer, direktur, komisaris}}{\text{Jumlah saham beredar}}$$

3. Kebijakan Utang

Variabel *intervening* adalah variable-variabel yang mempengaruhi hubungan antara variable-variabel independen dengan variable-variabel dependen menjadi hubungan yang tidak langsung. Variabel *intervening* merupakan variabel yang terletak di antara variable-variabel independen dan variable-variabel dependen, sehingga variabel independen tidak langsung menjelaskan atau mempengaruhi variabel dependen (Indriantoro dan Supomo, 2001). Variabel *intervening* yang digunakan dalam penelitian ini adalah kebijakan hutang. Hutang merupakan salah satu sumber pembiayaan eksternal yang digunakan oleh perusahaan untuk mendanai kebutuhan operasionalnya. Salah satu peneliti yang menggunakan DAR sebagai proksi dari kebijakan hutang adalah Mulianti (2010). *Debt to Assets Ratio* dirumuskan sebagai berikut:

$$\text{DAR} : \frac{\text{Total Hutang}}{\text{Total Aktiva}}$$

4. Nilai Perusahaan

. Tobin's Q rasio diukur dengan menggunakan rumus:

$$Q = \frac{(\text{EMV} + \text{D})}{(\text{EBV} + \text{D})}$$

dimana :

Q : nilai perusahaan

EMV : nilai pasar ekuitas (EMV= *closing price* x jumlah saham yang beredar)

D : nilai buku dari total hutang

EBV : nilai buku dari total ekuitas

**Uji Instrumen Penelitian**

Pengujian hipotesis yang dirumuskan dalam penelitian ini menggunakan bantuan *Partial Least Squares* (PLS) yang merupakan statistika *multivariate* yang melakukan perbandingan antara variabel dependen berganda dan variabel independen berganda (Jogiyanto dan Abdillah, 2009:11). *Partial Least Squares* (PLS) merupakan salah satu metode statistika SEM (*Structural Equation Modeling*) berbasis varian yang didesain untuk menyelesaikan regresi berganda ketika terjadi permasalahan spesifik pada data, seperti ukuran sampel penelitian kecil, adanya data yang hilang, dan multikolinearitas.

Jogiyanto dan Abdillah (2009:43) menjelaskan bahwa konstruk unidimensional adalah konstruk yang dibentuk dari indikator-indikator baik secara reflektif maupun secara formatif. Untuk menganalisis konstruk reflektif, digunakan beberapa pengujian hipotesis dengan PLS, yaitu:

1. Evaluasi *Outer Model* (Model Pengukuran)

Suatu konsep dan model penelitian tidak dapat diuji dalam suatu model prediksi hubungan relasional dan kausal jika belum melewati tahap purifikasi dalam model pengukuran. Model pengukuran sendiri digunakan untuk menguji validitas konstruk dan reliabilitas instrumen. Uji validitas dilakukan untuk mengetahui kemampuan instrumen penelitian mengukur apa yang seharusnya diukur (Cooper dan Schindler, 2006 dalam Hartono Abdillah, 2009:58). Sebaliknya, uji reliabilitas digunakan untuk mengukur

konsistensi alat ukur dalam mengukur suatu konsep atau dapat juga digunakan untuk mengukur konsistensi responden dalam menjawab item pertanyaan dalam kuesioner atau instrumen penelitian. Konsep uji validitas dan reliabilitas dalam penelitian ini dapat dijelaskan sebagai berikut:

a. Uji Validitas

Validitas menunjukkan seberapa baik hasil yang diperoleh dari penggunaan suatu pengukuran sesuai teori-teori yang digunakan untuk mendefinisikan suatu variabel. Validitas ini terdiri dari:

- 1) Validitas Konvergen: validitas yang terjadi jika skor yang diperoleh dari dua instrumen yang berbeda yang mengukur variabel yang sama mempunyai korelasi tinggi.
- 2) Validitas Diskriminan: validitas yang terjadi jika dua instrumen yang berbeda yang mengukur dua variabel yang diprediksi tidak berkorelasi menghasilkan skor yang memang tidak berkorelasi. (Jogiyanto dan Abdillah, 2009:60).

Metode lain yang digunakan untuk menilai validitas diskriminan adalah dengan membandingkan akar AVE untuk setiap konstruk dengan korelasi antar konstruk dengan konstruk lainnya dalam model. Model mempunyai validitas diskriminan yang cukup jika akar AVE untuk setiap konstruk lebih besar daripada korelasi antar konstruk dengan konstruk lainnya dalam model (Chin, 1997 dalam Jogiyanto dan Abdillah, 2009:61). Berikut adalah tabulasi parameter uji validitas dalam PLS:

Tabel 3.1

Parameter Uji Validitas dalam Model Pengukuran PLS

<b>Uji Validitas</b>	<b>Parameter</b>	<b>Rule of Thumbs</b>
Konvergen	Faktor <i>Loading</i>	Lebih dari 0,7
	<i>Average Variance Extracted</i> (AVE)	Lebih dari 0,5
	<i>communality</i>	Lebih dari 0,5
Diskriminan	Akar AVE dan Korelasi Variabel Laten	Akar AVE > Korelasi Variabel Laten
	<i>Cross Loading</i>	Lebih dari 0,7 dalam satu variabel

Sumber: Jogiyanto dan Abdillah (2009:61)

b. Uji Reliabilitas

Uji ini untuk menunjukkan akurasi, konsistensi, dan ketepatan suatu alat ukur dalam melakukan pengukuran (Jogiyanto dan Abdillah, 2009:61). Dalam PLS uji ini dapat dilakukan dengan menggunakan dua metode, yaitu:

1) *Cronbachs alpha*

*Cronbachs alpha* mengukur batas bawah nilai reliabilitas suatu variabel dan dikatakan reliable apabila nilainya harus > 0,6.

2) *Composite reliability*

*Composite reliability* mengukur nilai sesungguhnya reliabilitas suatu variabel dan metode ini diyakini lebih baik dalam melakukan pengestimasi konsistensi internal suatu variabel dan dikatakan reliable apabila nilainya harus > 0,7.

Pada konstruk reflektif, uji model pengukuran digunakan untuk uji validitas konstruk dan uji reliabilitas, maka pada konstruk formatif tidak dapat dilakukan uji reliabilitas karena masing-masing indikator dalam suatu variabel laten diasumsikan tidak saling berkorelasi

(independen) sehingga nilai reliabilitas tidak dapat diukur. Selain itu, untuk uji validitas pada konstruk reflektif dilakukan dengan melakukan regresi antara masing-masing indikator terhadap variabel latennya. Nilai *T-statistic* yang dicerminkan pada *outer weight* menjadi parameter yang menentukan suatu konstruk formatif telah lulus uji validitas. Jika salah satu indikator tidak memiliki nilai *T-statistic* yang dipersyaratkan (yaitu 1,96 untuk hipotesis dua ekor dan 1,64 untuk hipotesis 1 ekor), maka satu konstruk tersebut dianggap gugur karena prinsip konstruk formatif dibangun oleh seluruh indikator, jika salah satu indikator tidak signifikan maka satu konstruk dianggap tidak memenuhi uji validitas (Jogiyanto dan Abdillah, 2009:100).

## 2. Evaluasi Inner Model (Model Struktural)

Model struktural dalam PLS dievaluasi menggunakan  $R^2$  untuk konstruk dependen, nilai koefisien *path* atau *t-values* tiap *path* untuk uji signifikansi antar konstruk dalam model struktural. Evaluasi lebih rinci dalam penelitian ini dapat dijelaskan sebagai berikut:

### a. Menggunakan $R^2$

Nilai  $R^2$  digunakan untuk mengukur tingkat variasi perubahan variabel independen terhadap variabel dependen. Semakin tinggi nilai  $R^2$  mengartikan bahwa semakin baik model prediksi dari model penelitian yang diajukan. Namun, model ini bukanlah parameter *absolute* dalam mengukur ketepatan model prediksi. (Jogiyanto dan Abdillah, 2009:62).

### b. Menggunakan nilai koefisien *path* atau *t-values* tiap *path* untuk uji signifikansi antar variabel dalam model struktural.

Uji *t-values* pada model ini digunakan untuk menunjukkan tingkat signifikansi dalam pengujian hipotesis. Untuk pengujian hipotesis pada alpha 5 persen dan power 80 persen jika nilai koefisien *path* yang ditunjukkan oleh nilai statistik T (*T-statistic*)  $\geq 1,96$ , hipotesis alternatif dapat dinyatakan didukung (Jogiyanto dan Abdillah, 2009:63).

Model spesifikasi PLS dalam analisis jalur terdiri atas dua tipe hubungan, yaitu:

### 1. *Inner Model*

*Inner model* atau model struktural menggambarkan hubungan kausalitas antar variabel laten yang dibangun berdasarkan pada substansi teori. Model persamaan *inner model* dapat disusun sebagai berikut:

$$Y_1 = \rho_2 ROA_{it} + \rho_3 Insider_{it} + e_1$$

$$Y_2 = \rho_1 ROA_{it} + \rho_4 Insider_{it} + \rho_5 Utang_{it} + e_2$$

Keterangan:

ROA : Profitabilitas

*Insider* : Kepemilikan *insider*

$Y_1$  : Kebijakan Utang

$Y_2$  : Nilai Perusahaan

$\rho_1.. \rho_5$  : Koefisien

$e_1, e_2$  : error

### 2. *Outer Model*

*Outer model* atau model pengukuran menggambarkan hubungan antara blok indikator dengan variabel latennya. Persamaan *outer model* untuk konstruk formatif tidak dapat disusun karena hanya digunakan satu rumus saja sebagai indikator untuk merefleksikan setiap konstruk formatif.

## HASIL DAN PEMBAHASAN

Pengujian *inner model* atau model struktural dilakukan untuk melihat hubungan antara konstruk, nilai signifikansi, dan *R-square* dari model penelitian. *R-square* variabel kebijakan hutang bernilai 0.711 atau 71.1%. Hal ini dapat menunjukkan bahwa keragaman kebijakan hutang mampu dijelaskan oleh profitabilitas dan kepemilikan *insider* sebesar 71.1%, atau dengan kata lain kontribusi profitabilitas dan kepemilikan *insider* terhadap kebijakan hutang sebesar 71.1%, sedangkan sisanya sebesar 28.9% keragaman kebijakan hutang dijelaskan oleh variabel lain yang tidak dibahas dalam penelitian ini.

*R-square* variabel nilai perusahaan bernilai 0.984 atau 98.4%. Hal ini dapat menunjukkan bahwa keragaman nilai perusahaan mampu dijelaskan oleh profitabilitas, kepemilikan *insider*, dan kebijakan hutang secara parsial sebesar 98.4%, atau dengan kata lain kontribusi profitabilitas, kepemilikan manajerial, dan kebijakan hutang terhadap nilai perusahaan sebesar 98.4%, sedangkan sisanya sebesar 1.6% keragaman nilai perusahaan dijelaskan oleh variabel lain yang tidak disertakan dalam penelitian ini. Adapun pengujian  $R^2$  telah diringkas dalam tabel di bawah ini.

**Tabel 4.3**  
**Tabel  $R^2$  dan  $Q^2$**

Variabel	$R^2$
Hutang	0.711
Nilai Perusahaan	0.984
$Q^2 = 1 - (1 - R_1^2)(1 - R_2^2)$ $1 - (1 - 0.711)(1 - 0.984) = 0.995$	

Sumber: Data Sekunder Diolah

*Q-Square predictive relevance ( $Q^2$ )* bernilai 0.995 atau 99.5%. Hal ini menunjukkan bahwa keragaman nilai perusahaan secara simultan mampu dijelaskan oleh profitabilitas, kepemilikan *insider*, dan kebijakan hutang sebesar 99.5%, atau dengan kata lain besarnya kontribusi profitabilitas, kepemilikan *insider*, dan kebijakan hutang sebesar 99.5%. Sedangkan sisanya sebesar 0.5% keragaman nilai perusahaan dijelaskan oleh variabel lain yang tidak disertakan dalam penelitian ini.

### Pengujian Hipotesis

Pengujian signifikansi digunakan untuk menguji hipotesis mengenai kausalitas yang dikembangkan dalam model yaitu pengaruh variabel eksogen (independen) terhadap variabel endogen (dependen). Kriteria pengujian menyatakan bahwa apabila nilai *T-statistics* lebih besar dari 1.96 maka dinyatakan adanya pengaruh antara variabel eksogen terhadap variabel endogen pada masing-masing hipotesis yang telah ditetapkan sebelumnya.

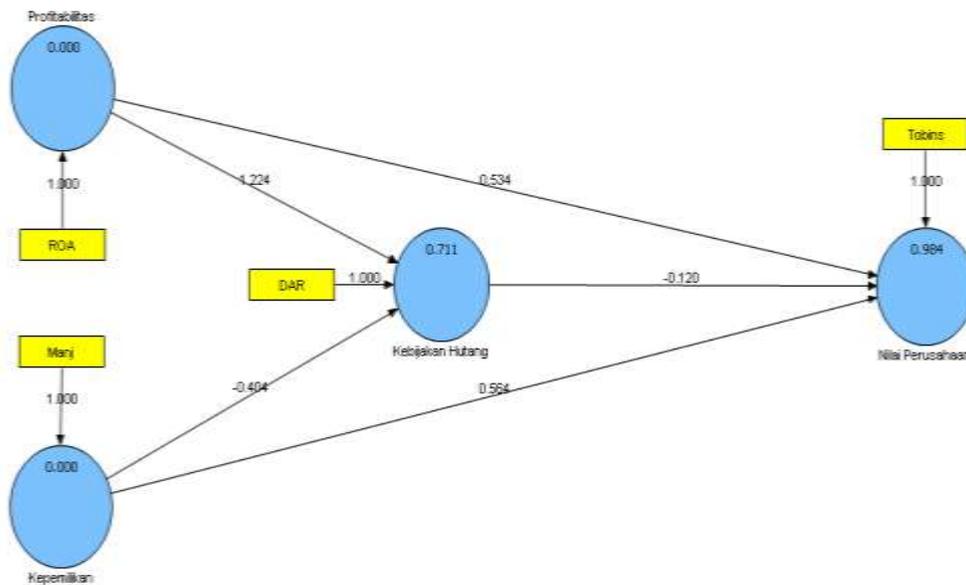
Pada tahap pertama, konstruk profitabilitas dan kepemilikan *insider* dihitung koefisien jalurnya terhadap variabel kebijakan hutang yang merupakan variabel *intervening*. Hasil dari perhitungan koefisien jalur dan pengujian signifikansi tersebut dapat diketahui melalui *T-statistics* yang dijelaskan pada Gambar 4.1 dan Tabel 4.4 di bawah ini.

**Tabel 4.4**  
**Tabel Path Coefficient (O, STERR, T-Statistic)**

Pengaruh	Original Sample (O)	Standard Error (STERR)	T Statistics ( O/STERR )
Profitabilitas → Hutang	1.224	0.491	2.492
<i>Insider</i> → Hutang	-0.404	0.514	0.786

Sumber: Data Sekunder Diolah

**Gambar 4.1**  
**Hubungan Koefisien Variabel**



Pada Gambar 4.1 dan Tabel 4.4 di atas dapat diketahui bahwa nilai t pada konstruk profitabilitas terhadap kebijakan hutang sebesar 2,492 dan konstruk kepemilikan *insider* terhadap kebijakan hutang sebesar 0,786. Apabila t hitung yang diperoleh untuk pengaruh setiap konstruk memiliki nilai yang lebih besar daripada t tabel sebesar 1,96, setiap konstruk tersebut memiliki pengaruh yang signifikan. Jadi, dapat disimpulkan bahwa konstruk yang berpengaruh signifikan terhadap variabel *intervening* yaitu profitabilitas. Dengan demikian, berdasarkan kriteria dari Baron dan Kenney (1986), profitabilitas merupakan konstruk yang memenuhi syarat uji efek mediasi. Sebaliknya, kepemilikan *insider* merupakan konstruk yang tidak memenuhi syarat uji efek mediasi sehingga pengujian efek mediasi pada konstruk kepemilikan *insider* tidak dapat dilanjutkan.

Selanjutnya, peneliti melakukan pengujian tahapan kedua. Tahapan kedua ini menguji pengaruh efek mediasi yang terjadi antara konstruk profitabilitas dan kepemilikan *insider* terhadap nilai perusahaan melalui konstruk kebijakan hutang. Hasil uji efek mediasi tersebut ditunjukkan pada Tabel 4.5 dan Gambar 4.2 berikut ini:

**Table 4.5**  
**Tabel Path Coefficient (O, STERR, T-Statistic)**

Pengaruh	Original Sample (O)	Standard Error (STERR)	T Statistics ( O/STERR )
Profitabilitas → Hutang	1.224	0.491	2.492
Profitabilitas → Nilai Perusahaan	0.534	0.170	3.143
<i>Insider</i> → Hutang	-0.404	0.514	0.786
<i>Insider</i> → Nilai Perusahaan	0.564	0.162	3.483
Hutang → Nilai Perusahaan	-0.120	0.058	2.059

Sumber: Data Sekunder Diolah

Tabel 4.5 dan Gambar 4.2 di atas menunjukkan bahwa nilai T statistik pada konstruk profitabilitas terhadap kebijakan hutang sebesar 2,492, kepemilikan *insider* terhadap kebijakan hutang sebesar 0.786, dan kebijakan hutang terhadap nilai perusahaan sebesar 2,059. Apabila T hitung yang diperoleh untuk pengaruh setiap konstruk memiliki nilai yang lebih besar daripada T tabel sebesar 1,96, setiap konstruk tersebut memiliki pengaruh yang signifikan. Berdasarkan hasil tersebut, jalur-jalur yang memenuhi syarat uji efek mediasi menurut kriteria dari Baron dan Kenney (1986) adalah:

Profitabilitas → Kebijakan Hutang → Nilai Perusahaan

Berdasarkan Tabel 4.17 dan Gambar 4.2 dapat dilihat juga pengaruh langsung, pengaruh tak langsung, dan pengaruh total antara konstruk profitabilitas terhadap konstruk nilai perusahaan yang ditunjukkan pada Tabel 4.6 berikut ini:

**Tabel 4.6**  
**Pengaruh Langsung, Tak Langsung, dan Pengaruh Total**

Konstruk	Pengaruh Langsung	Pengaruh Tak Langsung	Pengaruh Total
Profitabilitas	0,534	1,224 * -0,120 = -0,147	0,387

Pada jalur profitabilitas terhadap nilai perusahaan memiliki efek langsung sebesar 0,534 dan efek tidak langsung melalui kebijakan hutang sebesar -0,147 sehingga jalur profitabilitas terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan hutang merupakan mediasi sebagian (*partially mediating*). Hasil tersebut menunjukkan bahwa kebijakan hutang tidak mampu memediasi profitabilitas terhadap nilai perusahaan. Hal ini menunjukkan jika terdapat peningkatan profitabilitas maka cenderung dapat meningkatkan hutang perusahaan, namun meningkatnya hutang justru berakibat pada menurunnya nilai perusahaan. Berdasarkan hasil tersebut, maka dapat disimpulkan bahwa kebijakan hutang tidak tepat bila diletakkan sebagai variabel mediasi antara profitabilitas dan nilai perusahaan karena kebijakan hutang tidak berperan memperkuat pengaruh profitabilitas yang merupakan variabel eksogen terhadap nilai perusahaan yang merupakan variabel endogen.

Sehingga, konversi diagram jalur ke dalam model pengukuran yang dimaksudkan untuk mengetahui kekuatan pengaruh antar konstruk yang dijelaskan pada efek pada model, yaitu efek langsung dan efek tidak langsung menghasilkan model empiris sebagai berikut:

Model 1 : Hutang = 1.224 Profit – 0.404 *insider*

Model 2 : Nilai = -0.120 hutang + 0.534 Profit + 0.564 *insider*

Secara keseluruhan, efek model secara langsung maupun secara tidak langsung dan efek total disajikan dalam tabel berikut.

**Table 4.7**  
**Pengaruh Langsung, Pengaruh Tidak Langsung dan Pengaruh Total**

Variabel	Effect		
	Direct	Indirect	Total
Profitabilitas → Hutang	1.224*	-	1.224
Profitabilitas → Nilai Perusahaan	0.534*	-0.147*	0.387
<i>Insider</i> → Hutang	-0.404	-	-0.404
<i>Insider</i> → Nilai Perusahaan	0.564*	0.048	0.612
Hutang → Nilai Perusahaan	-0.120*	-	-0.12

Keterangan : \* (significant)

### **Pembahasan**

Berdasarkan uji hipotesis di atas dapat diketahui bahwa dari enam hipotesis, dua buah hipotesis diterima sedangkan empat hipotesis ditolak. Konstruk profitabilitas berpengaruh signifikan positif terhadap nilai perusahaan serta konstruk kepemilikan *insider* berpengaruh signifikan positif terhadap nilai perusahaan. Namun, hipotesis kedua, ketiga, kelima, dan keenam ditolak. Hal ini berarti konstruk profitabilitas berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan hutang, konstruk kepemilikan *insider* berpengaruh positif namun tidak signifikan terhadap kebijakan hutang, konstruk kebijakan hutang berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan namun dengan koefisien negatif, serta profitabilitas dan kepemilikan *insider* tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan hutang.

Berdasarkan pada hasil tersebut, peneliti melakukan validitas penemuan (*finding*) untuk mencari penjelasan terhadap hasil hipotesis yang telah diuji. Validitas penemuan dilakukan dengan mencari literatur-literatur dan jurnal-jurnal dan yang terkait dengan model penelitian yang sama untuk mendukung pernyataan yang telah diungkapkan sebelumnya.

#### **Pengaruh Profitabilitas ( $X_1$ ) terhadap Nilai Perusahaan ( $Y_2$ )**

Berdasarkan hasil pengujian terhadap Hipotesis I, penelitian ini berhasil membuktikan bahwa profitabilitas berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Hasil ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Iqbal, *et. al* (2011), Nofrita (2013), Wardani dan Hermuningsih (2011), serta Mardiyati, *et. al* (2012).

Penelitian Iqbal, *et. al* (2011) dilakukan pada perusahaan kategori manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia antara tahun 2005-2008. Jumlah sampel yang digunakan sebanyak 32 perusahaan sampel dengan 4 tahun pengamatan. Alat analisis yang digunakan adalah SPSS dengan ROE sebagai proksi dari profitabilitas. Salah satu hipotesis yang dirumuskan oleh Iqbal, *et. al* (2011) adalah profitabilitas berpengaruh langsung secara positif terhadap nilai perusahaan. Hasil pengujian pada penelitian ini menyatakan bahwa profitabilitas berpengaruh signifikan positif terhadap nilai perusahaan.

Penelitian Mardiyati, *et. al* (2012) dilakukan pada perusahaan kategori manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia namun menggunakan tahun pengamatan antara tahun 2005-2010. Jumlah sampel yang digunakan sebanyak 78 perusahaan sampel dengan enam tahun pengamatan. Alat analisis yang digunakan adalah SPSS dengan ROE sebagai proksi dari profitabilitas. Salah satu hipotesis yang dirumuskan oleh Mardiyati, *et. al* (2012) adalah profitabilitas berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Hasil pengujian pada penelitian ini menyatakan bahwa profitabilitas berpengaruh signifikan positif terhadap nilai perusahaan.

Hasil penelitian ini mendukung dua penelitian di atas yang menyatakan bahwa profitabilitas berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Hal ini mengindikasikan bahwa semakin tinggi kemampuan perusahaan menghasilkan laba maka akan semakin tinggi nilai perusahaan. Profit yang tinggi akan memberikan indikasi prospek perusahaan di masa depan dinilai akan semakin baik sehingga investor tertarik untuk meningkatkan permintaan saham. Permintaan saham yang meningkat akan menyebabkan nilai perusahaan yang meningkat pula. Hasil penelitian ini juga mendukung teori yang dikemukakan oleh Modigliani dan Miller yang menyatakan bahwa nilai perusahaan ditentukan oleh *earning power* dari asset perusahaan. Pengaruh positif *earnings power asset* pada nilai perusahaan menunjukkan bahwa semakin tinggi *earnings power* semakin efisien perputaran *asset* dan semakin tinggi *profit margin* yang diperoleh perusahaan sehingga berdampak pada peningkatan nilai perusahaan.

#### **Pengaruh Profitabilitas ( $X_1$ ) terhadap Kebijakan Hutang ( $Y_1$ )**

Berdasarkan hasil pengujian terhadap Hipotesis II, penelitian ini berhasil membuktikan adanya pengaruh signifikan positif antara profitabilitas terhadap kebijakan hutang. Hasil tersebut tidak konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Iqbal *et. al* (2011) yang menyatakan bahwa profitabilitas secara *statistic* bernilai negatif dan berpengaruh tidak signifikan terhadap kebijakan hutang. Hasil temuan Iqbal *et. al* (2011) secara arah hipotesis mendukung hipotesis *Pecking Order Theory* yang menjelaskan bahwa semakin tinggi profitabilitas perusahaan, maka perusahaan akan lebih memilih untuk mendanai perusahaan dengan menggunakan modal internal.

Hasil temuan yang berbeda dalam penelitian ini mengisyaratkan bahwa semakin tinggi profitabilitas perusahaan maka akan semakin tinggi pula hutang perusahaan. Hal ini mengindikasikan bahwa semakin tinggi profitabilitas perusahaan yang tercermin melalui ROAnya, maka perusahaan justru memilih untuk tidak menggunakan modal internal yaitu laba ditahan untuk mendanai aktivitas perusahaan namun lebih memilih untuk mendanai aktivitas perusahaan melalui dana dari luar perusahaan yaitu hutang. Hal ini sejalan dengan

signalling theory yang menyatakan bahwa peningkatan hutang dianggap sebagai sinyal oleh investor tentang prospek perusahaan. Peningkatan hutang mengindikasikan bahwa perusahaan dapat dipercaya bahwa di masa depan perusahaan mampu menjaga tren positif akan kemampuannya menghasilkan laba yang artinya perusahaan percaya diri untuk dapat membiayai pembayaran hutang melalui laba yang dihasilkan sehingga jika profitabilitas perusahaan meningkat akan menimbulkan hutang yang meningkat pula.

Selain itu, keadaan zaman yang kian berkembang menimbulkan fenomena baru bahwa kini perusahaan lebih memilih menggunakan modal eksternal sehingga dapat meng"aman"kan modal internal. Sampel penelitian yang berbeda juga berkontribusi dalam hasil penelitian ini. Jika dalam penelitian sebelumnya hanya menggunakan perusahaan kelompok industri manufaktur saja, maka dalam penelitian ini peneliti menggunakan semua sektor industri sehingga dengan sampel yang heterogen hasil penelitian bisa berbeda. Perbedaan ini terkait dengan pertumbuhan kelompok perusahaan non manufaktur yang kian pesat sehingga keputusan pendanaan yang diambil bergantung situasi ekonomi yang lebih luas dan pertumbuhan perusahaan yang berbeda dengan sektor manufaktur sehingga perusahaan tidak ragu untuk mengambil dana dari luar jika perusahaan memandang dirinya mampu menghasilkan laba untuk masa sekarang. Dengan melihat kemampuan menghasilkan laba di masa sekarang, maka perusahaan akan mampu memprediksi kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba di masa depan.

Saat ini, pemerintah Indonesia mulai berinisiatif untuk meningkatkan pendapatan Negara melalui sektor pajak. Maka setiap perusahaan baik BUMN maupun BUMS yang memiliki laba yang tinggi diharapkan mampu menyumbang pemasukan Negara melalui pajak yang dikenakan atas laba yang dihasilkan perusahaan. Namun, dari sudut pandang perusahaan hal ini berlaku sebaliknya. Perusahaan cenderung menghindari membayar pajak yang tinggi atas baiknya kinerja mereka selama satu periode akuntansi. Menurut teori struktur modal dari Miller dan Modigliani, peningkatan hutang akan menimbulkan manfaat pengurangan pajak karena hutang menimbulkan pembayaran bunga yang mengurangi jumlah penghasilan yang terkena pajak sehingga dengan meningkatnya profitabilitas maka perusahaan mengambil inisiatif untuk menghindari pajak yang tinggi atas laba yang dihasilkan dengan meningkatkan penggunaan hutang dalam struktur pendanaan mereka sehingga nilai perusahaan akan meningkat.

### **Pengaruh Kepemilikan *Insider* ( $X_2$ ) terhadap Kebijakan Hutang ( $Y_1$ )**

Berdasarkan hasil pengujian terhadap Hipotesis III, penelitian ini berhasil membuktikan tidak ada pengaruh yang signifikan antara kepemilikan manajerial terhadap kebijakan hutang. Hasil pengujian terhadap hipotesis ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Wardani dan Hermuningsih (2011).

Penelitian Wardani dan Hermuningsih (2011) dilakukan pada seluruh perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2008. Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder yang bersumber dari database OSIRIS dan indeks yang merupakan hasil dari penelitian terdahulu. Database OSIRIS merupakan database perusahaan publik dan solusi informasi analitis yang terintegrasi secara penuh. Penelitian ini menggunakan analisis jalur (path analysis) yang dilakukan dengan menggunakan program Eviews 6.0 dan program SPSS 17. Salah satu hipotesis yang dirumuskan oleh Wardani dan Hermuningsih (2011) adalah ada pengaruh struktur kepemilikan terhadap kebijakan hutang. Hasil pengujian pada penelitian ini menyatakan hipotesis yang diajukan ditolak. Koefisien struktur kepemilikan terhadap kebijakan hutang bernilai *negative* dengan nilai *t statistic* yang tidak signifikan.

Hal ini mengindikasikan bahwa di Indonesia, kepemilikan *insider* tidak memiliki hubungan dengan kebijakan hutang. Fenomena ini terjadi karena kepemilikan *insider* tidak memiliki porsi yang besar bahkan bisa dikatakan bahwa prosentase kepemilikan *insider* di

perusahaan Indonesia sangat kecil sehingga tidak dapat menentukan kebijakan hutang. Menurut peraturan Bapepam, langkah perusahaan untuk menentukan kebijakan hutang harus diputuskan melalui Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS).

Hasil penelitian ini berbeda dengan penelitian yang dilakukan Ikbal, et. al (2011). Ikbal, et. al menemukan bahwa kepemilikan *insider* secara *statistic* berpengaruh secara langsung dan signifikan terhadap kebijakan hutang, namun dengan nilai yang negatif. Hal ini konsisten dengan studi yang dilakukan oleh Bathala *et al* (1994) dan Jensen and Meckling (1976) dimana para manajer cenderung untuk tidak menggunakan hutang untuk kepentingan oportunistik. Para *insider* ternyata tidak berani mengambil risiko sehingga semakin besar kepemilikannya di dalam perusahaan maka akan semakin kecil hutang yang diciptakan.

#### **Pengaruh Kepemilikan Insider ( $X_2$ ) terhadap Nilai Perusahaan ( $Y_2$ )**

Berdasarkan hasil pengujian terhadap Hipotesis IV, penelitian ini berhasil membuktikan adanya pengaruh positif dan signifikan antara kepemilikan *insider* terhadap nilai perusahaan. Hasil ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Wahyudi dan Pawestri (2006) yang menyatakan bahwa hubungan kepemilikan *insider* dan nilai perusahaan merupakan hubungan *non-monotonik*. Hubungan *non-monotonik* timbul karena adanya insentif yang dimiliki manajer dan mereka berusaha untuk melakukan penyejajaran kepentingan dengan *outsider ownership* dengan cara meningkatkan kepemilikan saham mereka jika nilai perusahaan meningkat. Hasil penelitian ini juga mendukung pernyataan Jensen dan Meckling (1976). Jensen dan Meckling (1976) menyatakan bahwa salah satu cara mengurangi *agency cost* adalah dengan meningkatkan kepemilikan saham oleh pihak manajemen. Proporsi kepemilikan saham yang dikontrol oleh manajer dapat mempengaruhi kebijakan perusahaan. Kepemilikan *insider* akan menyejajarkan kepentingan manajemen dan pemegang saham, sehingga akan memperoleh manfaat langsung dari keputusan yang diambil serta menanggung kerugian sebagai konsekuensi dari pengambilan keputusan yang salah. Pernyataan tersebut menyatakan bahwa semakin besar proporsi kepemilikan *insider* pada perusahaan, maka manajemen cenderung lebih giat untuk meningkatkan kinerja perusahaan yang kemudian akan meningkatkan nilai perusahaan demi kepentingan pemegang saham yang notabene adalah diri mereka sendiri. Selain itu, *insider* yang tidak lain adalah manajemen akan berhati-hati dalam mengambil keputusan karena jika mereka salah melangkah, maka dampak yang terjadi bukan hanya menurunnya nilai perusahaan, namun manajemen juga akan menanggung risiko dari kelalaian yang dibuat.

#### **Pengaruh Kebijakan Hutang ( $Y_1$ ) terhadap Nilai Perusahaan ( $Y_2$ )**

Berdasarkan hasil pengujian terhadap Hipotesis V, penelitian ini berhasil membuktikan adanya pengaruh negatif namun signifikan antara kebijakan hutang terhadap nilai perusahaan. Temuan ini tidak mendukung hasil penelitian Ikbal, *et al* (2011). Penelitian yang dilakukan oleh Ikbal *et. al* (2011) menghasilkan pengaruh langsung negatif kebijakan hutang terhadap nilai perusahaan walaupun secara *statistic* pengaruh tersebut tidak signifikan. Hasil temuan Ikbal ini menolak arah hipotesis yang disusun yang menyatakan bahwa kebijakan hutang berpengaruh secara positif terhadap nilai perusahaan. Hal ini bertolak belakang dengan *static trade off theory*. *Static trade off theory* memfokuskan bahasan pada *trade off* antara *cost of debt* dan *benefit of debt* (Huang dan Ritter, 2004 dalam Ikbal *et. al*, 2011).

Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Mulianti (2010). Mulianti (2010) menghasilkan temuan yang menunjukkan bahwa kebijakan hutang terbukti memiliki pengaruh negatif yang signifikan terhadap nilai perusahaan. Hasil pembuktian ini juga mendukung penelitian yang dilakukan oleh Sujoko dan Soebiantoro (2007). Penambahan hutang akan meningkatkan tingkat risiko atas arus pendapatan perusahaan dimana pendapatan perusahaan dipengaruhi faktor eksternal. Sedangkan hutang menimbulkan beban tetap tanpa memperdulikan besarnya pendapatan. Dengan demikian,

semakin besar hutang perusahaan maka semakin tinggi probabilitas kebangkrutan yang berkaitan dengan ketidakmampuan perusahaan dalam membayar bunga dan pokoknya. Selain itu, semakin tinggi hutang maka bunga hutang akan meningkat lebih tinggi daripada penghematan pajak sehingga kebijakan hutang berpengaruh negatif signifikan terhadap nilai perusahaan.

Hasil penelitian ini juga bertolak belakang dengan penelitian yang dilakukan oleh Mardiyati, *et. al* (2012) dimana penelitian Mardiyati, *et. al* (2012) sejalan dengan teori *static trade off theory*. *Static trade off theory* berasumsi bahwa struktur modal suatu perusahaan ditentukan dengan mempertimbangkan manfaat pengurangan pajak ketika utang meningkat di satu sisi dan meningkatnya *agency cost* (biaya agensi) pada sisi lainnya. Salah satu hipotesis yang diajukan oleh Mardiyati, *et. al* (2012) adalah kebijakan hutang berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Hasil pengujian pada penelitian ini adalah kebijakan hutang berpengaruh positif namun tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. Di lain pihak, Mardiyati, *et. al* (2012) memasukkan variabel kontrol berupa kepemilikan manajerial di dalam penelitiannya. Setelah menambahkan variabel kontrol ke dalam model persamaan regresi, perubahan terlihat pada nilai koefisien yang menjadi negatif. Sedangkan pengaruhnya tetap tidak signifikan. Hal ini terjadi dikarenakan adanya *agency problem* dimana muncul antara kreditur (pemberi hutang), contohnya 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 mencapai tingkatan yang lebih tinggi dari yang diperkirakan kreditur.

#### **Pengaruh Profitabilitas ( $X_1$ ) dan Kepemilikan Insider ( $X_2$ ) Terhadap Nilai Perusahaan ( $Y_2$ ) Melalui Kebijakan Hutang ( $Y_1$ ) Sebagai Variabel Intervening**

Berdasarkan hasil pengujian terhadap Hipotesis VI, penelitian ini membuktikan bahwa tidak ada efek mediasi pada pengaruh langsung dan atau tidak langsung antara profitabilitas kepemilikan *insider* terhadap nilai perusahaan. Berdasarkan perhitungan statistik nampak bahwa pengaruh langsung antara profitabilitas terhadap nilai perusahaan adalah sebesar sebesar 0.534, pengaruh tidak langsung sebesar -0.147 dan pengaruh total sebesar 0,387. Di sisi lain, kebijakan hutang tidak memenuhi kriteria uji efek mediasi yang diajukan Baron dan Kenney (1986) pada pengaruh kepemilikan *insider* terhadap nilai perusahaan. Kepemilikan *insider* memiliki nilai T statistik  $< 1,96$  yaitu 0,786 terhadap kebijakan hutang, artinya kepemilikan *insider* tidak signifikan memengaruhi kebijakan hutang yang merupakan variabel *intervening*, maka analisis efek mediasi kebijakan hutang antara kepemilikan *insider* terhadap nilai perusahaan tidak dapat dilanjutkan.

Berdasarkan uraian di atas, terlihat bahwa besarnya pengaruh langsung profitabilitas terhadap nilai perusahaan lebih tinggi daripada besarnya pengaruh tidak langsung profitabilitas terhadap nilai perusahaan setelah ada intervensi dari kebijakan hutang. Semakin tinggi profitabilitas perusahaan maka akan meningkatkan nilai perusahaan, namun setelah ada intervensi dari kebijakan hutang, yang mana semakin tinggi kebijakan hutang akan membuat nilai perusahaan semakin menurun, maka koefisien pengaruh profitabilitas terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan hutang yang nampak dalam statistik adalah negatif. Hal ini berarti pengaruh profitabilitas terhadap nilai perusahaan menjadi negatif setelah ada kebijakan hutang yang memediasi keduanya. Terbukti dari hasil perhitungan statistik, koefisien besarnya pengaruh langsung profitabilitas terhadap nilai perusahaan lebih besar daripada koefisien pengaruh langsung kebijakan hutang terhadap nilai perusahaan sehingga besarnya pengaruh tidak langsung antara profitabilitas terhadap nilai perusahaan juga menurun bahkan menjadi negatif sebab koefisien pengaruh langsung kebijakan hutang terhadap nilai perusahaan adalah negatif. Artinya, penelitian ini tidak berhasil membuktikan adanya peran kebijakan hutang dalam memediasi pengaruh langsung profitabilitas dan

kepemilikan *insider* terhadap nilai perusahaan sehingga dapat disimpulkan kebijakan hutang bukanlah variabel *intervening* yang tepat jika diletakkan di antara profitabilitas dan nilai perusahaan, begitu pula dengan kepemilikan *insider* sebab peran variabel *intervening* adalah memperkuat pengaruh langsung variabel eksogen terhadap variabel endogen bukan sebaliknya yang melemahkan pengaruh langsung variabel eksogen terhadap variabel endogen.

Hasil penelitian ini tidak konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Ikbal, et. al (2011). Penelitian Ikbal, et. al (2011) menjelaskan bahwa profitabilitas secara langsung berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap kebijakan hutang. Perbedaan hasil penelitian ini dengan penelitian Ikbal, et. al (2011) adalah alat uji *Partial Least Square* (PLS) dalam penelitian ini mengindikasikan pengaruh profitabilitas terhadap kebijakan hutang yang signifikan. Hal ini mengindikasikan kinerja perusahaan yang baik dapat tercermin salah satunya dari profitabilitasnya. Jika ada peningkatan profitabilitas, maka ada optimisme mengenai kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba. Keadaan ini tentunya akan meningkatkan nilai perusahaan di mata investor. Hasil penelitian ini mengisyaratkan meningkatnya profitabilitas akan mengakibatkan meningkatnya hutang perusahaan. Seperti yang telah dijelaskan sebelumnya bahwa dengan meningkatnya profitabilitas akan memberi sinyal bahwa perusahaan mampu menghasilkan laba sehingga tidak ragu ketika perusahaan memilih untuk menggunakan modal eksternal dalam membiayai aktivitas perusahaan daripada menggunakan modal internal karena perusahaan beranggapan bahwa perusahaan dapat dipercaya untuk mampu membayar hutang tersebut dari laba yang akan ia terima di masa yang akan datang dengan mempertimbangkan penghematan pajak akibat dari beban bunga yang timbul akibat hutang. Namun, di sisi lain, peningkatan hutang ini justru berdampak signifikan pada menurunnya nilai perusahaan. Hasil penelitian ini mengungkapkan hutang perusahaan yang tinggi mengisyaratkan beban bagi perusahaan. Sehingga, semakin tinggi hutang maka bunga hutang akan meningkat lebih tinggi daripada penghematan pajak. Hal ini akan berdampak tidak baiknya citra perusahaan atau dengan kata lain menurunnya nilai perusahaan di mata investor. Sejalan dengan hasil pengolahan data menggunakan program *Partial Least Square* (PLS), pengaruh tidak langsung profitabilitas terhadap nilai perusahaan dengan kebijakan hutang sebagai variabel *intervening* sebesar -0,147. Artinya, profitabilitas memiliki pengaruh negatif terhadap nilai perusahaan ketika ada intervensi kebijakan hutang di antara keduanya sehingga hal ini menjadi kontradiktif terhadap pengaruh langsung positif profitabilitas terhadap nilai perusahaan. Dengan demikian, kebijakan hutang tidak berhasil memediasi profitabilitas dalam memengaruhi nilai perusahaan.

Sejalan dengan uraian di atas, hasil penelitian ini juga tidak konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Ikbal, et. al (2011). Penelitian Ikbal, et. al (2011) menjelaskan bahwa kepemilikan *insider* secara langsung dan atau tidak langsung melalui kebijakan hutang berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Hal ini juga didukung dengan nilai statistik yang diperoleh dari uji pengaruh kepemilikan *insider* terhadap kebijakan hutang sebagai variabel *intervening* yang signifikan.

Perbedaan hasil penelitian ini dengan penelitian Ikbal, et. al (2011) adalah terkait sampel penelitian yang heterogen mencakup semua jenis perusahaan sehingga terindikasi dalam penelitian ini bahwa pengaruh kepemilikan *insider* terhadap kebijakan hutang tidak signifikan. Hal ini dikarenakan proporsi kepemilikan *insider* pada perusahaan-perusahaan sampel penelitian ini sangatlah kecil sehingga tidak dapat memengaruhi nilai perusahaan dengan mengintervensi keputusan dalam kaitannya dengan penetapan kebijakan hutang perusahaan. Di lain pihak, hutang merupakan instrumen pendanaan yang berasal dari eksternal perusahaan. Hal ini menjadikan hutang berada dalam posisi yang penting yang menyangkut keberlangsungan perusahaan sehingga penetapan penggunaan hutang tidak serta

merta diserahkan pada pihak manajemen melainkan harus melibatkan pihak pemegang saham sebagai principal. Dengan demikian, kepemilikan *insider* tidak mampu memengaruhi nilai perusahaan melalui kebijakan hutang.

## KESIMPULAN

Analisis *Partial Least Square* (PLS) yang digunakan dalam penelitian ini bertujuan untuk menguji adanya atau tidaknya pengaruh profitabilitas dan kepemilikan *insider* dalam laporan tahunan perusahaan *go public* terhadap nilai perusahaan, serta menguji pengaruh kebijakan hutang dalam memediasi hubungan antara profitabilitas dan kepemilikan *insider* dengan nilai perusahaan. Berdasarkan hasil analisis terhadap 82 perusahaan sampel dengan periode penelitian tahun 2009 sampai dengan 2012, maka penelitian ini dapat disimpulkan sebagai berikut:

1. profitabilitas dan kepemilikan *insider* secara parsial memiliki kontribusi yang cukup besar terhadap kebijakan hutang. Selain itu, profitabilitas, kepemilikan *insider*, dan kebijakan hutang secara parsial juga memiliki kontribusi yang besar terhadap nilai perusahaan. Di sisi lain, secara simultan, nilai perusahaan mampu dijelaskan secara maksimal oleh profitabilitas, kepemilikan manajerial, dan kebijakan hutang.
2. ROA sebagai proksi dari profitabilitas memiliki pengaruh signifikan positif terhadap kebijakan hutang dan nilai perusahaan. Hal ini berarti semakin tinggi nilai profit yang didapat maka akan semakin tinggi hutang dan nilai perusahaan.
3. Kepemilikan *insider* memiliki pengaruh signifikan positif terhadap nilai perusahaan. Temuan tersebut menyatakan bahwa semakin besar proporsi kepemilikan *insider* pada perusahaan, maka manajemen cenderung lebih giat untuk meningkatkan kinerja perusahaan yang kemudian akan meningkatkan nilai perusahaan. Namun, *insider* tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang. Hal ini dikarenakan komposisi kepemilikan *insider* yang kecil dalam perusahaan tidak dapat mengintervensi keputusan manajemen dalam menetapkan kebijakan hutang.
4. Kebijakan hutang tidak berhasil memediasi pengaruh langsung antara profitabilitas dan kepemilikan *insider* terhadap nilai perusahaan menjadi pengaruh tidak langsung yang terbukti melalui koefisien statistik pengaruh tidak langsung profitabilitas dan kepemilikan *insider* terhadap nilai perusahaan lebih kecil daripada pengaruh langsung profitabilitas dan kepemilikan *insider* terhadap nilai perusahaan.

## DAFTAR PUSTAKA

- Agustina, Silvia. 2013. Pengaruh Profitabilitas dan Pengungkapan Corporate Social Responsibility Terhadap Nilai Perusahaan (Studi Empiris pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia). Skripsi. Padang: Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Padang.
- Anggitasari, Niyanti dan Siti Mutmainah. 2012. Pengaruh Kinerja Keuangan Terhadap Nilai Perusahaan dengan Pengungkapan Corporate Social Responsibility dan Struktur Good Corporate Governance Sebagai Variabel Pemoderasi. *Diponegoro Journal of Accounting*. Vol. 1. No. 2. Hal. 1-15.
- Arifin. 2005. Peran Akuntan Dalam Menegakkan Prinsip *Good Corporate Governance* Pada Perusahaan di Indonesia. Makalah disajikan pada Sidang Senat Guru Besar Universitas Diponegoro Dalam Rangka Pengusulan Jabatan Guru Besar. Semarang.

- Ayuningtyas, Dwi dan Kurnia. 2013. Pengaruh Profitabilitas Terhadap Nilai Perusahaan: Kebijakan Dividen dan Kesempatan Investasi Sebagai Variabel Antara. *Jurnal Ilmu dan Riset Akuntansi*. Januari 2013. Vol.1. No.1
- Ikbal, Muhammad., Sutrisno., dan Ali Djamhuri. 2011. Pengaruh Profitabilitas dan Kepemilikan *Insider* Terhadap Nilai Perusahaan dengan Kebijakan Utang dan Kebijakan Dividen Sebagai Variabel *Intervening* (Studi pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia). *Simposium Nasional Akuntansi XIV*. Aceh.
- Indahningrum, Rizka Putri dan Ratih Handayani. 2009. Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Konstitusional, Dividen, Pertumbuhan Perusahaan, Free Cash Flow, dan Profitabilitas Terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*. Desember. Vol. 11. No. 3. Hal 189-207.
- Indriantoro, N dan Supomo, Bambang. 2002. *Metodologi Penelitian Bisnis untuk Akuntansi dan Manajemen*. Edisi Pertama. Yogyakarta : BPF.
- Jensen dan Meckling. 1976. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency, and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*. (305-360).
- Jogiyanto H.M. dan Willy Abdillah. 2009. Konsep & Aplikasi PLS (*Partial Least Square*) untuk Penelitian Empiris. Edisi Pertama. Yogyakarta; BPF.
- Kusumadilaga, Rimba. 2010. Pengaruh *Corporate Social Responsibility* Terhadap Nilai Perusahaan dengan Profitabilitas Sebagai Variabel Moderating. Skripsi. Semarang: Fakultas Ekonomi Universitas Diponegoro
- Mardiyati, Umi., Gatot Nazir Ahmad., dan Ria Putri. 2012. Pengaruh Kebijakan Dividen, Kebijakan Utang dan Profitabilitas Terhadap Nilai Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) Periode 2005-2010. *Jurnal Riset Manajemen Sains Indonesia (JRMSI)*. Vol. 3. No. 1.
- Modigliani, F. dan M. Miller. 1958. The Cost of Capital, Corporation Finance and The Theory of Investment. *Journal American Economic Review*. Volume XLVIII.
- Modigliani, F. dan M. Miller. 1963. Corporate Income Tax and Cost of Capital: A Correction. *Journal The American Economic Review*. Vol. 53, No. 3. pp. 433-443
- Mulianti, Fitri Mega. 2010. Analisis Faktor-faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang dan Pengaruhnya Terhadap Nilai Perusahaan (Studi Pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) Periode Tahun 2004-2007). Tesis. Program Studi Magister Manajemen Program Pasca Sarjana Universitas Diponegoro.
- Nofrita, Ria. 2013. Pengaruh Profitabilitas Terhadap Nilai Perusahaan dengan Kebijakan Dividen Sebagai Variabel *Intervening*. Skripsi. Padang: Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Padang.
- Paranita, E. S. 2007. Analisis Pengaruh Insider Ownership, Kebijakan Hutang, Profitabilitas, dan Ukuran Perusahaan terhadap Nilai Perusahaan. *ASET*. Volume 9. (2). Agustus : 464-493.

- Rachmawati, Andri dan Hanung Triatmoko. 2007. Analisis Faktor-faktor yang Mempengaruhi Kualitas Laba dan Nilai Perusahaan. Simposium Nasional Akuntansi X: Makassar.
- Rahayu, Sri. 2010. Pengaruh Kinerja Keuangan terhadap Nilai Perusahaan dengan Pengungkapan *Corporate Social Responsibility* dan *Good Corporate Governance* sebagai Variabel Pemoderasi (Studi Empiris pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Jakarta). Skripsi. Semarang: Fakultas Ekonomi Universitas Diponegoro.
- Sugiarto, Melani. 2011. Pengaruh Struktur Kepemilikan dan Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan dengan Kebijakan Hutang Sebagai *Intervening*. Jurnal Akuntansi Kontemporer. Vol. 3. No.1. Januari. Hal. 1-25
- Sujoko dan Ugy Soebiantoro. 2007. Pengaruh Struktur Kepemilikan Saham, *Leverage*, Faktor Intern dan Faktor Ekstern terhadap Nilai Perusahaan. Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan. Vol. 9. No. 1. Maret: 41-48.
- Susanti, Rika. 2010. Analisis Faktor-faktor yang Berpengaruh Terhadap Nilai Perusahaan (Studi Kasus pada Perusahaan Go Public yang *Listed* Tahun 2005- 2008). Skripsi. Semarang: Fakultas Ekonomi Universitas Diponegoro
- Tarjo dan Jogiyanto. 2003. Analisa *Free Cash Flow* dan Kepemilikan Manajerial Terhadap Kebijakan Utang pada Perusahaan Publik di Indonesia. Simposium Nasional Akuntansi VI: Surabaya.
- Wahyudi, Untung dan Hartini Prasetyaning Pawestri. 2006. Implikasi Struktur Kepemilikan Terhadap Nilai Perusahaan: dengan Keputusan Keuangan Sebagai Variabel *Intervening*. Simposium Nasional Akuntansi IX: Padang.
- Wardani, Dewi Kusuma dan Sri Hermuningsih. 2011. Pengaruh Struktur Kepemilikan Terhadap Nilai Perusahaan dengan Kinerja Keuangan dan Kebijakan Hutang Sebagai Variabel *Intervening*. Jurnal Siasat Bisnis. Januari 2011. Vol. 15. No. 1. Hal 27-36

[www.idx.co.id](http://www.idx.co.id)