

PENGARUH KEPEMILIKAN INSTITUSIONAL, *FREE CASH FLOW*, DAN UKURAN PERUSAHAAN TERHADAP KEBIJAKAN UTANG PERUSAHAAN

Anton Robiansyah¹, Andre Suandi Simbolon², Steviani Batti³

¹Fakultas Ekonomi Universitas Terbuka, anton.robiansyah@ecampus.ut.ac.id

²Fakultas Ekonomi Universitas Terbuka, andre.simbolon@ecampus.ut.ac.id

³Fakultas Ekonomi Universitas Terbuka, steviani@ecampus.ut.ac.id

Article history			
Dikirim tanggal	: 05/12/2019	Diterima tanggal	: 11/8/2020
Revisi pertama tanggal	: 12/02/2020	Tersedia online tanggal	: 29/9/2020

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan menguji secara empiris mengenai pengaruh struktur kepemilikan institusional, *free cash flow* dan ukuran perusahaan terhadap kebijakan hutang. *Free Cash Flow* diukur dengan proksi *FCF* yaitu arus kas operasi dikurangi pengeluaran modal dikurangi perubahan modal kerja lalu dibandingkan dengan *total asset*. Populasi yang digunakan dalam penelitian ini yaitu seluruh perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) dan dibatasi pada perusahaan barang konsumsi serta industri dasar dan kimia yang mempublikasikan laporan keuangan periode 2010-2018. Jumlah perusahaan non-keuangan yang memenuhi kriteria penelitian adalah 221.

Pengujian hipotesis menggunakan model regresi berganda (*multiple regression*). Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan artinya kepemilikan institusional dapat menjadi mekanisme untuk mengurangi persoalan keagenan (*agency cost*). *Free cash flow* juga berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang. Hal ini membuktikan bahwa semakin sedikit *free cash flow* yang dimiliki perusahaan dalam mendanai investasi perusahaan maka akan semakin besar perusahaan akan menggunakan kebijakan hutang dalam mendanai investasinya. Sedangkan ukuran perusahaan tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Hal ini membuktikan bahwa semakin besar ukuran perusahaan tidak akan mempengaruhi struktur modal dalam suatu perusahaan.

Kata Kunci: Kepemilikan Institusional, *Free Cash Flow*, Ukuran Perusahaan, Kebijakan Hutang

ABSTRACT

This study aims to empirically examine the effect of institutional ownership structure, free cash flow, and company size on debt policy. Free Cash Flow is measured by FCF proxy, which is operating cash flow minus capital expenditure minus changes in working capital and then compared to total assets. The population used in this study are all companies listed on the Indonesia Stock Exchange (IDX) and limited to consumer goods companies as well as primary and chemical industries that publish financial statements for the period 2010-2018. The number of non-financial companies that meet the research criteria is 221.

Hypothesis testing uses multiple regression models (multiple regression). The results of this study indicate that institutional ownership has a negative and significant effect on policy, meaning that institutional ownership can be a mechanism to reduce agency costs. Free cash flow also has a negative and significant effect on debt policy; this proves that the less free cash flow a company has in funding a company's investment, the higher the company will use its debt policy to fund its investment. While the size of the company does not affect debt policy, this proves that the larger the size of the company will not affect the capital structure in a company.

Key Words: Institutional Ownership, Free Cash Flow, Company Size, Debt Policy

PENDAHULUAN

Tujuan utama dari perusahaan adalah untuk memaksimalkan kemakmuran para pemegang sahamnya (Kieso, 2014). Salah satu cara untuk mencapai tujuan perusahaan dengan meningkatkan nilai perusahaan dengan kebijakan-kebijakan atau keputusan yang akan ditentukan oleh manajemen. Keputusan yang akan ditentukan manajemen guna keberlangsungan perusahaan adalah keputusan tentang pendanaan. Perusahaan memerlukan komposisi modal yang baik untuk menjalankan usahanya. Modal tersebut dapat diperoleh dari laba maupun ekuitas. Utang perusahaan berkaitan sangat erat dengan kebijakan hutang suatu perusahaan. Hasan (2014), menjelaskan pengambilan kebijakan perusahaan sangat erat kaitannya dengan keputusan investasi yang diambil oleh manajemen perusahaan yang erat dalam masalah keagenan (*agency theory*).

Konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham dalam keputusan pendanaan terjadi disebabkan pemegang sahamnya peduli dengan risiko sistematis dari saham perusahaan, karena mereka berinvestasi pada portfolio yang terdiversifikasi dengan baik. Sebaliknya manajer peduli pada risiko perusahaan secara keseluruhan, karena menyangkut reputasinya. Wahidahwati (2002) dalam Susanti dan Mayangsari (2014). Konflik yang terjadi dapat diminimumkan menggunakan suatu mekanisme pengawasan yang mensejajarkan kepentingan-kepentingan yang berbeda tersebut, namun akan menimbulkan biaya yang disebut dengan *agency cost*.

Terdapat cara untuk menurunkan *agency cost* yaitu dengan kebijakan utang, karena manajer mempunyai kewajiban membayarkan pokok pinjaman dan bunga. Fenomena yang terjadi dari kebijakan hutang salah satunya PT Bayan Resources Tbk. Berdasarkan laporan keuangan, rasio utang terhadap ekuitas (*debt to equity ratio/DER*) Bayan mencapai 1.82 kali. Menurut Departemen Riset IFT penambahan utang sebesar US\$ 185 juta atau Rp 1.61 triliun akan membuat rasio utang Bayan menjadi tinggi, *Debt Equity Ratio* akan naik menjadi 2.36 kali, *debt ratio* meningkat menjadi 0.7 kali, serta *long term debt ratio* meningkat menjadi 0.42 kali. Pada saat yang sama, perseroan akan meminta persetujuan pengalihan sembilan aset pertambangan tersebut ke Kangaroo Resources Ltd. (Dewi, 2017).

Berdasarkan fenomena di atas perusahaan Bayan melakukan kebijakan dengan cara menambah hutang, sehingga rasio hutang terhadap ekuitas perusahaan menjadi naik akibat dari aset turun yang disebabkan karena perubahan pengalihan. Menurut Nuraina (2012) dan Karimah (2015) kebijakan hutang dipengaruhi oleh ukuran perusahaan yaitu aset, ekuitas, dan penjualan perusahaan. Dengan Ukuran perusahaan yang makin besar, perusahaan dapat meningkatkan proporsi hutangnya. Hutang tersebut dapat digunakan untuk kegiatan positif sehingga akan menaikkan nilai perusahaan dan memperoleh laba maksimum.

Kepemilikan institusional yang dipegang oleh pihak eksternal akan mendorong pengetatan dalam pengawasan terhadap manajer sehingga menjadi lebih optimal. Dana untuk mendanai perusahaan akan lebih kecil jika semakin tinggi kepemilikan institusional perusahaan karena pihak bank dan asuransi akan mengawasi kinerja perusahaan. Pihak yang mengawasi tersebut akan melihat proyek-proyek yang akan ditanganin perusahaan semakin besar dana dan risikonya juga akan mempunyai kegagalan, pada akhirnya pemegang saham institusional dapat langsung menjual sahamnya. (Narita, 2012).

Selain kepemilikan institusional dalam kebijakan utang terdapat variabel lain yang berpengaruh yaitu *free cash flow* (arus kas bebas). Menurut Brigham dan Houston (2014) dalam Astuti (2013), *Free Cash Flow* adalah arus kas yang tersedia untuk dibagikan kepada investor sehingga investor tidak mendapatkan apa-apa dan bahkan investor harus

memberikan uang lebih banyak untuk menjaga perusahaan tetap berjalan. Investor memberikan sebagian besar dana yang dibutuhkan sebagai utang. Perusahaan yang memiliki arus kas yang tinggi maka akan mempunyai level utang yang tinggi, serta sebaliknya karena perusahaan tidak melakukan penambahan utang untuk investasi.

Salah satu faktor penting lain yang perlu dipertimbangkan dalam kebijakan utang adalah ukuran perusahaan. Menurut Sudarmadji dan Sularto (2007) dalam Syadeli (2013), terdapat beberapa variabel untuk menentukan besar kecilnya ukuran perusahaan seperti total aktiva, penjualan dan kapitalisasi pasar, variabel tersebut dapat mewakili seberapa besar perusahaan tersebut. Semakin besar ketiga variabel ini semakin besar pula ukuran perusahaan itu. Perusahaan dengan aktiva semakin besar maka modal yang ditanam semakin banyak, semakin banyak penjualan maka perputaran uang semakin besar, dan semakin besar kapitalisasi pasar maka semakin besar perusahaan dikenal masyarakat.

KAJIAN PUSTAKA

Teori Keagenan.

Teori agensi adalah teori yang menyatakan adanya hubungan kerja antara pihak yang memberi wewenang (prinsipal) yaitu investor dengan pihak yang menerima wewenang (agensi) yaitu manajer, dalam bentuk kontrak kerja sama yang disebut " *nexus of contract*". Teori agensi mengasumsikan bahwa semua individu bertindak atas kepentingan mereka sendiri. Pemegang saham sebagai principal diasumsikan hanya tertarik kepada hasil keuangan yang bertambah atau investasi mereka di dalam perusahaan. Sedang para agen disumsikan menerima kepuasan berupa kompensasi keuangan dan syarat-syarat yang menyertai dalam hubungan tersebut (Jensen dan Meckling, 1976).

Menurut Bringham dan Houston (2006), manajer diberi kekuasaan oleh pemilik perusahaan, yaitu pemegang saham, untuk membuat keputusan, dimana hal ini menciptakan potensi konflik kepentingan yang dikenal sebagai teori keagenan (*agency theory*). Konflik keagenan yang terjadi antara bondholders dan shareholders ini bukan berarti tidak dapat dicegah. Ada tiga mekanisme yang dapat ditawarkan, yaitu dengan pengurangan jumlah hutang, maturity yang pendek dan *covenant*. *Covenant* di Indonesia dikenal dengan nama perjanjian perwaliamanatan yang harus dibuat oleh perusahaan pada saat mendaftarkan perusahaan di Bursa Efek Indonesia. Perjanjian perwaliamanatan dibuat antara emiten (perusahaan yang menerbitkan obligasi) dan Wali Amanat (UU No. 8 Th. 1995 tentang Pasar Modal). Wali Amanat berperan sebagai pihak yang mewakili kepentingan pemegang obligasi sekaligus memberikan perlindungan kepada para pemegang obligasi tersebut (Fatmasari, 2011).

Timbulnya praktek manajemen laba dapat dijelaskan melalui teori agensi. Konsep teori agensi adalah hubungan atau kontrak antara prinsipal dan agen. Prinsipal memperkerjakan agen untuk melakukan tugas untuk kepentingan prinsipal, termasuk pendelegasian otorisasi pengambilan keputusan dari prinsipal kepada agen (Anthony dan Govindarajan 2000:41).

Standar akuntansi yang ditetapkan oleh Ikatan Akuntan Indonesia (IAI) mengizinkan pihak manajemen untuk mengambil suatu kebijakan dalam menimplementasikan metode akuntansi guna menyampaikan informasi mengenai kinerja perusahaan kepada pihak eksternal. Pemberian fleksibilitas bagi manajemen untuk memilih salah satu dari kebijakan akuntansi akan membuka peluang untuk perilaku oportunistik dan kontrak efisien. Manajer yang rasional, akan memilih kebijakan akuntansi yang sesuai dengan kepentingannya dan yang menguntungkan bagi perusahaan. Dengan kata lain, manajer akan memilih kebijakan akuntansi yang dapat memaksimalkan *expected utility*-nya atau

nilai pasar perusahaan. Perilaku oportunistik dan kontrak efisien inilah yang mendorong manajer untuk melakukan manajemen laba.

Kepemilikan Institusional.

Kepemilikan institusional adalah kepemilikan saham oleh pihak yang berbentuk institusi. Institusi yang memiliki saham mayoritas, dikarenakan institusi mempunyai sumber daya yang lebih besar dibandingkan pemegang saham lainnya. Kepemilikan institusional yang tinggi akan mengakibatkan manajemen berhati-hati dalam menggunakan hutang karena jika hutang yang digunakan untuk membiayai proyek berisiko tinggi, dapat memungkinkan pemegang saham menjual saham yang dimilikinya (Surya dan Rahayuningsih, 2012).

Free Cash Flow

Free cash flow oleh Jensen (1986) diartikan sebagai *cash flow* perusahaan yang dihasilkan dalam sebuah periode akuntansi, setelah membayar biaya operasi dan pembiayaan yang diperlukan oleh perusahaan. *Cash flow* ini mencerminkan keuntungan atau kembalian bagi para penyedia modal, termasuk utang atau *equity*. *Free cash flow* dapat digunakan untuk membayar utang, membeli kembali saham, membayar dividen atau menahannya untuk kesempatan pertumbuhan di masa depan. *Free cash flow* memudahkan perusahaan untuk mengukur pertumbuhan bisnis dan pembayaran kepada shareholders

Kieso *et al.* (2014:203) menyatakan bahwa *free cash flow* adalah “*the amount of discretionary cash flow a company has. It can use this cash flow to purchase additional investments, retire its debt, purchase treasury shares, or simply add to its liquidity*”, yang dapat diartikan sebagai jumlah dari *discretionary cash flow* yang dimiliki perusahaan untuk melakukan tambahan investasi, melunasi hutang, dan membeli *treasury share* atau penambahan atas likuiditas perusahaan. Manajer lebih memilih untuk menggunakan uang untuk proyeknya sendiri ketika mendapatkan kesempatan daripada membayarkan uang tersebut kepada *claimholders*, ini yang menjadi masalah dari aliran kas bebas. Arus kas bebas adalah arus kas yang tersedia untuk dibagikan kepada para investor sehingga investor tidak mendapatkan apa-apa, bahkan harus memerlukan lebih banyak uang untuk menjaga agar usahanya tetap berjalan. Investor akan memberikan sebagian besar dana yang dibutuhkan sebagai utang bagi perusahaan. (Brigham *et al.* 2014).

Ukuran Perusahaan

Purwasih *et al.* (2014) menyatakan, ukuran perusahaan adalah skala yang mengklasifikasikan besar kecilnya suatu perusahaan menurut berbagai cara antara lain total aktiva, *log size*, nilai pasar saham, dan lain-lain. Besar kecilnya ukuran suatu perusahaan akan mempengaruhi kebijakan hutang, semakin besar perusahaan maka akan semakin besar dana yang dibutuhkan untuk melakukan investasi dan semakin besar kecenderungan menggunakan modal untuk menunjang dana operasional perusahaan. Ukuran perusahaan menggambarkan besar kecilnya suatu perusahaan. Perusahaan kecil memiliki *bankruptcy costs* relatif lebih tinggi, karena perusahaan besar menunjukkan stabilitas yang lebih baik dan lebih terdiversifikasi daripada perusahaan kecil. (Benkrainem dan Gurau, 2013).

Kebijakan Utang

Utang merupakan pengorbanan manfaat ekonomi dimasa yang akan datang yang mungkin terjadi akibat kewajiban suatu badan usaha pada masa kini untuk mentransfer

aktiva atau menyediakan jasa pada badan lain dimasa yang akan datang (Baridwan, 2007 dalam Hasan, 2014). Kieso *et al.* (2014 : 598) menyatakan bahwa “*liabilites is a present obligation of a company arising from past events, the settlement of which is expected to result is an outflow from the company of resources, embodying economic benefit.*” Menurut Ikatan Akuntan Indonesia (2014:57.2) liabilitas adalah “kewajiban kini entitas, timbul dari peristiwa masa lalu yang penyelesaiannya dapat mengakibatkan arus keluar sumber daya entitas yang mengadung manfaat ekonomi. Kebijakan hutang sering diukur dengan *debt to equity ratio* (DER) yaitu perbandingan antara total hutang jangka panjang dengan modal sendiri. Semakin rendah DER berarti semakin kecil tingkat hutang yang dimiliki dan kemampuan untuk membayar hutang akan semakin tinggi pula. (Handayani dan Shaferi, 2013).

Hipotesis

Berdasarkan perumusan masalah di atas, maka dapat dirumuskan hipotesisi penelitian sebagai berikut:

H1 : Terdapat pengaruh antara kepemilikan institusional terhadap kebijakan utang

H2 : Terdapat pengaruh antara *free cash flow* terhadap kebijakan utang

H3 : Terdapat pengaruh antara ukuran perusahaan terhadap kebijakan utang

METODE PENELITIAN

Jenis Penelitian

Penelitian ini dapat digolongkan ke dalam penelitian empiris (*empirical research*), yakni penelitian yang dilakukan terhadap fakta-fakta empiris yang didapatkan dari observasi atau pengalaman (Indriantoro dan Supomo, 2014). Jenis penelitian ini adalah deskriptif kuantitatif berdasarkan pada data yang diperoleh (Sugiyono, 2017).

Populasi dan Sampel

Populasi yang digunakan dalam penelitian ini yaitu seluruh perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) dan dibatasi pada perusahaan barang konsumsi serta industri dasar dan kimia yang mempublikasikan laporan keuangan periode 2010-2018.

Kebijakan utang (*leverage*)

Kebijakan Hutang digunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan untuk melunasi kewajiban utang saat jatuh tempo (Alkhatib dan Marji, 2012). Semakin tinggi *Leverage* maka akan semakin besar peluang perusahaan untuk menghindari perjanjian pinjaman dan mengurangi kemampuan perusahaan untuk mendapatkan modal melalui pinjaman (Dalniel *et al.*, 2014). yang dapat dihitung dengan *Debt to Equity Ratio* dengan rumus sebagai berikut:

$$\text{DER} = \text{Total Utang} / \text{Total Ekuitas}$$

Kepemilikan Institusional

Kepemilikan institusional merupakan kepemilikan saham perusahaan yang mayoritas dimiliki oleh institusi atau lembaga (perusahaan asuransi, bank, perusahaan investasi, asset management dan kepemilikan institusi lain) (Robiansyah *etc.*, 2018). Kepemilikan institusional merupakan salah satu mekanisme yang dapat digunakan untuk menyelesaikan konflik keagenan dimana kebijakan hutang juga merupakan salah satu mekanisme yang dapat digunakan untuk mengurangi konflik keagenan sehingga kepemilikan institusional dan kebijakan utang adalah mekanisme substitusi dalam

menyelesaikan konflik keagenan dan arah yang diharapkan dari hasil pengujian antara kepemilikan institusional dan kebijakan utang adalah negative (Lim, 2010). Pengukuran kepemilikan Institusional, menurut Lim (2010) dan Robiansyah etc (2018) yaitu:

Kepemilikan institusional = Jumlah saham yang dimiliki institusional/ jumlah saham beredar

Ukuran Perusahaan

Pada penelitian ini diharapkan ukuran perusahaan memiliki *expected sign* positif terhadap kebijakan utang. Berdasarkan Lim (2010) rumus untuk menghitung ukuran perusahaan adalah sebagai berikut:

$$\text{Size} = \ln(\text{Total Asset})$$

Free Cash Flow

Aliran kas bebas adalah sumber dana yang dapat tersedia dan dimiliki perusahaan yang dapat digunakan oleh manajer untuk berbagai kepentingan termasuk untuk tujuan investasi sehingga kebutuhan modal untuk investasi yang berasal dari utang akan semakin berkurang. Semakin besar *free cash flow* yang dimiliki pada suatu perusahaan maka dapat mengakibatkan konflik keagenan semakin tinggi sehingga perusahaan harus menerapkan kebijakan hutang untuk menyelesaikan konflik keagenan tersebut. Arah koefisien regresi yang diharapkan dari hasil pengujian antara *free cash flow* dan kebijakan utang adalah positif. *Free cash flow* dalam penelitian ini menggunakan rumus *free cash flow* dari penelitian Suharta dan Bangun (2016) yaitu:

$$\text{FCF} = \frac{\text{Operating Cash Flow} - \text{Pengeluaran Modal} - \text{Perubahan Modal Kerja}}{\text{Total Aset}}$$

Keterangan:

<i>Operating Cash Flow</i>	= <i>EBIT + Depreciation – Taxes</i>
<i>Pengeluaran Modal</i>	= <i>Ending Net Fixed Assets – Beginning Net Fixed Assets + Depreciation</i>
<i>Change in Net Working Capital</i>	= <i>Ending Net Working Capital (Current Asset – Current Liabilites) – Beginning Net Working Capital (Current Assets-1 – Current Liabilites-1)</i>

Pengujian Hipotesis

Uji hipotesis digunakan untuk menguji seluruh hipotesis yang ada dimana model analisis yang digunakan adalah model regresi berganda (*multiple regression*), dengan tingkat keyakinan atau $\alpha = 5\%$. Model persamaan regresi berganda yang digunakan:

$$\text{DER} = \alpha + \beta_1 \text{INST} + \beta_2 \text{FCF} + \beta_3 \text{SIZE} + \varepsilon$$

Keterangan:

DER	= <i>Debt to Equity Ratio</i> ;
INST	= <i>Kepemilikan Institusional</i> ;
FCF	= <i>Free Cash Flow</i> ;
SIZE	= <i>Ukuran Perusahaan</i>

HASIL DAN PEMBAHASAN

Populasi dan Sampel Penelitian

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan non keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dengan periode pengamatan-2010-2018. Metode pengambilan sampel dalam penelitian ini dilakukan dengan menggunakan metode *purposive sampling*,

yaitu metode penentuan sampel berdasarkan kriteria-kriteria tertentu sesuai dengan tujuan yang ingin dicapai dalam penelitian ini. Adapun jumlah sampel dan observasi penelitian disajikan pada tabel di bawah ini:

Sampel Penelitian

Perusahaan Sampel Penelitian	Jumlah Perusahaan	Jumlah Observasi
Perusahaan non keuangan yang terdaftar di BEI tahun 2010-20188	466	4194
Laporan keuangan yang tidak diperoleh/ perusahaan yang baru <i>listing</i>	(148)	(1.332)
Laporan keuangan yang disajikan dalam mata uang selain Rupiah (US Dollar) dan tidak memiliki data yang lengkap	(65)	(585)
Perusahaan yang memiliki saham seri A dan seri B	(32)	(360)
Perusahaan non-keuangan yang memenuhi kriteria penelitian	221	1989

Sumber: Data Sekunder Diolah, 2019.

Statistik Deskriptif

Statistik deskriptif memberikan gambaran awal variabel penelitian dan digunakan untuk mengetahui karakteristik sampel yang digunakan dalam penelitian. Statistik deskriptif pada penelitian ini meliputi rata-rata (*mean*), maksimum, minimum dan standar deviasi (Ghozali, 2016). Statistik deskriptif dalam penelitian ini digunakan untuk menggambarkan seluruh variabel yang digunakan dalam penelitian ini. Statistik deskriptif pada penelitian ini disajikan pada tabel di bawah ini:

Statistik Deskriptif Variabel Penelitian

Variabel	N	Minimum	Maksimum	Mean	Std. Deviation
DER	1989	-51.333	370.574	1.48541	9.842832
KI	1989	0.0176	0.9914	0.4950	0.22912
FCF	1989	-5.46	119.68	0.2878	3.26312
Size	1989	20.95	33.47	28.1328	1.94617

Sumber: Data Sekunder Diolah, 2019

Uji Normalitas

Uji normalitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi, kedua variabel yakni variabel independen dan variabel dependen memiliki distribusi normal atau tidak (Ghozali, 2011). Data yang normal adalah data yang tidak bias, sehingga mencerminkan data yang sesungguhnya. Penelitian ini menggunakan uji *One Sample Kolmogorov-Smirnov* dengan melihat nilai *Asymp. Sig (2-tailed)* dengan probabilitas 0,05. Jika nilai *Asymp. Sig (2-tailed)* lebih besar dari 0,05 maka data terdistribusi normal, sedangkan jika nilai *Asymp. Sig (2-tailed)* lebih kecil dari 0,05 maka data terdistribusi tidak normal. Hasil pengujian normalitas untuk seluruh variabel disajikan pada Tabel dibawah ini:

Hasil Uji Normalitas

Sebelum Dinormalkan			
Variabel	Kolmogorov-Smirnov Z	Asymp. Sig. (2-tailed)	Keterangan
Unstandardized Residual	16.878	0.000	Data Tidak Normal
Setelah Upaya Penormalan			
Variabel	Kolmogorov-Smirnov Z	Asymp. Sig. (2-tailed)	Keterangan
Unstandardized Residual	8.678	0.000	Data Tidak Normal

Sumber: Data Sekunder Diolah, 2019

Berdasarkan Tabel diatas terlihat bahwa *unstandardized residual* dari persamaan regresi memiliki nilai Kolmogorov-Smirnov Z sebesar 16.878 dan nilai Asymp. Sig (2-tailed) sebesar 0,000 lebih kecil dari *unstandardized residual* yang lebih kecil dari 5% menunjukkan bahwa data tidak terdistribusi secara normal. Untuk selanjutnya dalam penelitian ini dilakukan upaya penormalan data. Penormalan data dilakukan dengan metode *winsorizing* yaitu dengan tehnik membuang $\frac{1}{4}$ data yang outlier tertinggi dan $\frac{1}{4}$ data yang outlier terendah. Dari hasil pengujian setelah memuang data yang outlier maka Unstandardized Residual memiliki nilai Kolmogorov-Smirnov sebesar 8,678 dengan Asymp. Sig. (2-tailed) sebesar 0,000 dimana nilai tersebut masih dibawah 5% sehingga disimpulkan bahwa data tetap tidak terdistribusi secara normal.

Merujuk pada asumsi *Central Limit Theorem* yang menyatakan bahwa untuk sampel yang besar terutama lebih dari 30 ($n \geq 30$), distribusi sampel dianggap mendekati distribusi normal (Dielman,1961). Ini berarti bahwa walaupun pengujian normalitas menunjukkan bahwa tidak semua data berdistribusi secara normal, namun karena observasi lebih dari 30 ($n \geq 30$) maka data tersebut tetap dianggap normal.

Uji Autokorelasi

Uji autokorelasi dilakukan untuk mengetahui apakah terjadi korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode t dengan kesalahan pada periode t-1. Pengujian autokorelasi dilakukan dengan melihat nilai *d* atau koefisien *Durbin Watson (D-W)*. Hasil pengujian autokorelasi untuk model regresi dalam penelitian ini disajikan pada Tabel dibawah sebagai berikut.

Hasil Uji Autokorelasi

k	n	DI	du	Durbin-Watson	Kriteria	Keterangan
3	992	1.7382	1.7990	1.804	$du < d < 4-du$	Bebas dari masalah Autokorelasi Positif dan Negatif

Sumber: Data Sekunder Diolah, 2019

Berdasarkan Tabel hasil pengujian autokorelasi model pertama dengan menggunakan uji *Durbin-Watson (DW-Test)* dengan jumlah variabel independen (k) sebanyak 3 variabel, jumlah observasi (n) sebanyak 992 dan dengan $\alpha = 5\%$ yang kemudian diregresi sehingga diperolehnya nilai *Durbin-Watson* 1,804, *durbin-lower* 1,7382, dan nilai *durbin upper* sebesar 1,7990. Diperolehnya nilai *durbin* tersebut tergolong kriteria $du < d < 4-du$, yakni $1,7990 < 1,804 < 2,196$ sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak ada autokorelasi positif atau negatif untuk model regresi.

Uji Multikolinearitas

Menurut Ghozali (2011) uji Multikolonieritas bertujuan untuk menguji apakah model regresi ditemukan adanya korelasi antar variabel bebas (Independen). Model korelasi yang baik seharusnya tidak terjadi korelasi di antara variabel independen. Untuk melihat ada atau tidaknya masalah multikolinieritas dapat dilihat dari nilai *Tolerance* dan *Variance Inflation Factor (VIF)*. Jika nilai *tolerance* $> 0,1$ dan nilai *VIF* < 10 maka tidak terjadi masalah multikolinieritas dan model regresi dapat dikatakan baik. Sedangkan jika nilai *tolerance* $< 0,1$ dan nilai *VIF* > 10 maka terjadi masalah multikolinieritas. Hasil uji multikolinieritas untuk pengujian tanpa variabel kontrol dapat dilihat pada tabel berikut ini:

Hasil Uji Multikolinearitas

Variabel	Collinearity Statistics		Keterangan
	Tolerance	VIF	
KI	0.994	1.006	Bebas multikolinearitas
FCF	0.991	1.009	Bebas multikolinearitas
Size	0.996	1.004	Bebas multikolinearitas

Sumber: Data Sekunder Diolah, 2019

Berdasarkan tabel diatas dapat dilihat bahwa pada semua variabel independen (KI, FCF dan SIZE) menunjukkan nilai *tolerance* lebih dari 0,10 dan nilai VIF kurang dari 10, sehingga disimpulkan bahwa semua variabel independen bebas dari masalah multikolinearitas.

Uji Heterokedastisitas

Pengujian heteroskedastisitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan *variance* dari residual satu observasi ke observasi yang lain. Penelitian ini menggunakan uji glejser yaitu meregresikan variabel-variabel bebas terhadap nilai absolut residualnya (Ghozali, 2011). Jika koefisien korelasi semua variabel terhadap residual $> 0,05$ dapat disimpulkan bahwa model regresi tidak terjadi heteroskedastisitas. Hasil uji heteroskedastisitas dapat dilihat pada Tabel sebagai berikut:

Hasil Uji Heterokedastisitas

Sebelum Diperbaiki				
Variabel	Koefisien	T	Sign	Keterangan
KI	-0.432	-2.109	0.035	Tidak Bebas dari Heteroskedastisitas
FCF	0.050	1.484	0.138	Bebas dari Heteroskedastisitas
Size	-0.013	-0.454	0.650	Bebas dari Heteroskedastisitas
Setelah Diperbaiki				
Variabel	Koefisien	T	Sig	Keterangan
LNKI	-0.035	-1.222	0.222	Tidak Bebas dari Heteroskedastisitas
LNFCF	-0.003	-0.259	0.796	Bebas dari Heteroskedastisitas
Size	-0.056	-5.903	0.000	Bebas dari Heteroskedastisitas

Sumber: Data Sekunder Diolah, 2019

Berdasarkan Tabel hasil pengujian heterokedastisitas untuk menguji regresi bahwa model regresi terkena masalah heteroskedasitas. Hal ini dapat dilihat dari variabel Kepemilikan Institusional (KI) dengan signifikan pada $\alpha < 0,05$. Untuk mengatasi masalah heteroskedastisitas dalam penelitian ini diselesaikan dengan mentransformasikan model dengan menggunakan natural logarithma (LN) untuk seluruh variabel baik variabel dependen dan variabel independen. Pengujian setelah seluruh variabel dilakukan transformasi datai dengan menggunakan LN, dengan salah satu variabel independen yang terkena masalah heterokedastisitas, hasil pengujian heteroskedastisitas menunjukkan bahwa model regresi bebas dari masalah heteroskedastisitas.

Uji Kelayakan Model (Uji F)

Menurut Ghozali (2011) uji pengaruh simultan (*F test*) digunakan untuk untuk mengetahui apakah variabel independen secara bersama-sama atau simultan mempengaruhi variabel dependen. Hasil uji F akan disajikan dalam tabel berikut ini:

Hasil Uji F

Model	N	F	Sig.	Keterangan
Proksi ETR	35	7.441	0.000	Model Fit

Sumber: data sekunder diolah tahun 2019

Berdasarkan tabel hasil uji F dapat dilihat bahwa tingkat signifikansi dari setiap model lebih kecil dari 0,05, maka dapat disimpulkan model menunjukkan tingkatan yang baik atau model yang digunakan fit.

Uji Koefisien Determinasi (R^2)

Menurut Ghozali (2011), koefisien determinasi bertujuan untuk mengukur seberapa besar persentase variasi variabel independen pada model regresi linier berganda dalam menjelaskan variabel dependen. Dalam pengujian ini nilainya berkisar antara 0 dan 1. Jika nilai *adjusted* (R^2) semakin mendekati 1, maka variabel independen memberikan hampir atau mampu memberikan informasi yang dibutuhkan untuk memprediksi variasi variabel dependen (Ghozali, 2011). Hasil uji koefisien determinasi akan disajikan dalam tabel berikut ini:

Hasil Uji Koefisien Determinasi

Regresi Linier Berganda Persamaan	
<i>Adjusted R square</i>	0.019

Sumber: data sekunder diolah tahun 2019

Berdasarkan tabel dari hasil regresi linier berganda untuk menguji hipotesis pertama proksi ETR nilai *Adj. R Square* menunjukkan angka sebesar 0,019 atau 1,9% yang berarti bahwa variasi pada variabel dependen hanya dapat dijelaskan sebesar 1,9% oleh variabel independen dan variabel kontrol, serta 88,1% dijelaskan melalui variabel-variabel lain yang tidak diidentifikasi dalam model penelitian ini.

Pengujian Hipotesis

Pengujian hipotesis dalam penelitian ini bertujuan untuk melihat apakah terdapat pengaruh antara kepemilikan institusional terhadap kebijakan utang. Selain itu, penelitian ini juga menguji apakah *free cash flow berpengaruh* terhadap kebijakan utang serta menguji apakah terdapat pengaruh antara ukuran perusahaan terhadap kebijakan utang. Untuk membuktikan hal tersebut, terdapat tiga hipotesis yang telah dinyatakan di awal penelitian. Pengujian hipotesis dilakukan dengan menggunakan analisis regresi linier berganda dengan bantuan *software* SPSS dan telah membuang data *outliers* untuk mendapatkan hasil yang maksimal. Hasil uji analisis regresi linier berganda untuk masing-masing model disajikan pada tabel sebagai berikut:

Hasil Pengujian Hipotesis

Variabel	Koefisien	t	Sig	Keterangan
Konstanta	0.213	0.259	0.796	
KI	-0.832	-3.912	0.000	Hipotesis Diterima
FCF	-0.082	-2.482	0.013	Hipotesis Diterima
Size	0.040	1.397	0.163	Hipotesis Ditolak
R Square	0.022			
Adjusted R Square	0.019			
F	7.441			
Sig.	0.000			

Sumber: data sekunder diolah tahun 2019

Pengaruh Kepemilikan Institusional Terhadap Kebijakan hutang

Pengujian pada hipotesis pertama ditujukan untuk memberikan bukti empiris bahwa kepemilikan institusional berpengaruh terhadap kebijakan hutang dimana hasil penelitian menunjukkan koefisien regresi yang negatif sebesar $-0,832$. Koefisien regresi yang negatif dari variabel struktur kepemilikan institusional mengindikasikan bahwa semakin besar persentase kepemilikan institusional maka akan semakin sedikit kebijakan hutang perusahaan yang bersumber dari hutang. Selanjutnya hasil regresi menunjukkan koefisien regresi yang negatif tersebut signifikan pada level 5% sehingga dari hasil regresi dapat disimpulkan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Dari hasil regresi dapat disimpulkan hipotesis pertama diterima.

Dari hasil penelitian menunjukkan bahwa kepemilikan institusional diharapkan dapat membantu mengurangi biaya keagenan atas *free cash flow* dan menjadi pengganti dari utang jika kepemilikan institusi dapat memonitor aktivitas manajemen. Hal ini disebabkan karena kepemilikan mewakili suatu sumber kekuasaan (*source of power*) yang dapat digunakan untuk mendukung atau sebaliknya terhadap keberadaan manajemen. Semakin tinggi kepemilikan institusional diharapkan semakin kuat kontrol internal terhadap perusahaan dimana akan dapat mengurangi *agency cost* pada perusahaan. Adanya kontrol ini membuat manajer menggunakan utang pada tingkat rendah untuk mengantisipasi kemungkinan terjadinya kesulitan keuangan dan kebangkrutan perusahaan (Jensen, 1986). Murni dan Andriyana (2007) yang menyatakan bahwa kepemilikan institusional mensubstitusi kebijakan hutang sebagai bagian dalam fenomena *trade off* antara konflik keagenan dari kebijakan hutang dengan konflik keagenan dari kebijakan ekuitas.

Pengaruh *Free Cash Flow* Terhadap Kebijakan hutang

Pengujian pada hipotesis kedua ditujukan untuk memberikan bukti empiris bahwa *free cash flow* berpengaruh terhadap kebijakan hutang dimana hasil penelitian menunjukkan bahwa *free cash flow* berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang. Hal ini ditunjukkan dari nilai koefisien regresi dari variabel *free cash flow* yang negatif sebesar -0.082 . Pengaruh yang negatif dari *free cash flow* terhadap kebijakan hutang menggambarkan bahwa semakin sedikit *free cash flow* yang dimiliki perusahaan dalam mendanai investasinya maka perusahaan akan menggunakan kebijakan hutang dalam kebijakan hutangnya untuk mendanai investasi yang akan dilakukan perusahaan. Koefisien regresi yang negatif dari variabel *free cash flow* terhadap kebijakan hutang selanjutnya menunjukkan tingkat signifikansi pada level 5% sehingga dari hasil regresi dapat disimpulkan bahwa *free cash flow* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang artinya hipotesis kedua diterima. Dengan demikian dari hasil pengujian dapat disimpulkan bahwa penelitian ini tidak mendukung teori *agency* dimana didalam teori keagenan yang menjelaskan *free cash flow hypothesis* dimana ketika perusahaan memiliki *free cash flow* yang cukup besar, maka prinsipal akan menggunakan kebijakan hutang untuk membatasi *Free cash flow* atau yang disebut dengan *agency cost free cash flow*.

Jensen (1986) mengungkapkan bahwa masalah keagenan terjadi berkaitan dengan masalah sumber pendanaan perusahaan yaitu menggunakan *free cash flow* yang ada atau menggunakan utang. Menurut Marlina (2008), keputusan pendanaan perusahaan merupakan keputusan yang berhubungan dengan bentuk dan komposisi pendanaan yang akan dipergunakan oleh perusahaan. Sumber pendanaan dapat diperoleh dari dalam perusahaan (*internal financing*) dan dari luar perusahaan (*external financing*). Modal internal berasal dari laba ditahan, sedangkan modal eksternal dapat bersumber dari modal sendiri dan melalui utang. Tetapi penelitian ini mendukung teori *Pecking Order*. Seperti

yang dinyatakan oleh Myers dan Majluf (1984) di mana Perusahaan akan lebih cenderung untuk menggunakan sumber pendanaan internal yaitu dari laba ditahan dan depresiasi terlebih dahulu, daripada dana eksternal dalam aktivitas pendanaan. Hanya jika perusahaan tidak memiliki dana internal yang memadai, maka dana eksternal akan dipilih sebagai alternatifnya. Jika dana eksternal dibutuhkan maka perusahaan akan lebih cenderung untuk menggunakan hutang daripada ekuitas (Siregar, 2005).

Pengaruh Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan hutang

Pengujian pada hipotesis ketiga bertujuan untuk memberikan bukti empiris bahwa ukuran perusahaan berpengaruh terhadap kebijakan hutang dimana dari hasil pengujian regresi berganda menunjukkan nilai koefisien regresi dari variabel ukuran perusahaan (SIZE) adalah positif sebesar 0.040 dengan tingkat signifikan sebesar 0.163. Tingkat signifikan dari variabel ukuran perusahaan (SIZE) yang di atas 5% menunjukkan bahwa ukuran perusahaan tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Dari hasil pengujian hipotesis ketiga yang diajukan di awal penelitian ditolak.

Penelitian ini tidak konsisten dengan penelitian Al-Najjar dan Taylor (2008) yang menemukan bukti bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap *leverage* perusahaan. Penelitian ini juga tidak konsisten dengan Sabir dan Malik (2012) dan Alzomaia (2014) yang menyimpulkan ukuran perusahaan memiliki pengaruh yang positif terhadap *leverage* dimana perusahaan dengan ukuran yang lebih besar lebih mudah mendapatkan akses modal yang lebih murah di pasar modal serta perusahaan dengan ukuran yang lebih besar maka semakin kecil risiko kebangkrutannya jika dibandingkan dengan perusahaan kecil.

PENUTUP

Kesimpulan

Penelitian ini bertujuan menguji secara empiris mengenai pengaruh struktur kepemilikan institusional, *free cash flow* dan ukuran perusahaan terhadap kebijakan hutang yang diukur dengan *debt to equity ratio*. Berdasarkan hasil yang diperoleh dari pengolahan dan analisis data dengan menggunakan regresi berganda, penelitian ini menghasilkan beberapa kesimpulan, antara lain:

1. Kepemilikan institusional berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang. Hasil penelitian menunjukkan bahwa kepemilikan institusional dapat menjadi mekanisme untuk mengurangi persoalan keagenan (*agency cost*).
2. *Free cash flow* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang. Hal ini membuktikan bahwa semakin sedikit *free cash flow* yang dimiliki perusahaan dalam mendanai investasi perusahaan maka akan semakin besar perusahaan akan menggunakan kebijakan hutang dalam mendanai investasinya.
3. Ukuran perusahaan tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Hal ini membuktikan bahwa semakin besar ukuran perusahaan tidak akan mempengaruhi struktur modal dalam suatu perusahaan

Saran Penelitian

Adapun penelitian ini diharapkan dapat memberikan implikasi kepada:

- 1) Bagi peneliti selanjutnya
Penelitian ini diharapkan dapat menambah wawasan dan menjadi bahan referensi bagi penelitian selanjutnya mengenai kebijakan hutang, kepemilikan institusional, *free cash flow*, dan ukuran perusahaan.
- 2) Bagi Investor

Hasil penelitian ini dapat menjadi pertimbangan bagi investor dalam pengambilan keputusan investasi pada perusahaan non keuangan dengan lebih aspek kebijakan hutang pada suatu perusahaan khususnya dalam kaitannya dengan keputusan investasi yang akan dilakukan perusahaan sehingga dapat mengurangi risiko investasi dari investor yang akan datang.

REFERENSI

- Al-Najjar, Basil and Taylor, Peter (2008). The Relationship between Capital Structure and Ownership Structure: New Evidence from Jordanian Panel Data. *Managerial Finance Journal*, Vol. 34, No. 12, 919-933.
- Alkhatib, K., & Marji, Q. 2012. Audit Reports Timeliness: Empirical Evidence from Jordan. *Procedia-Social and Behavioral Sciences*, 62, 1342-1349
- Alzomaia, Turki S. F (2014). Capital Structure Determinants of Publicly Listed Companies in Saudi Arabia. *The International Journal of Business and Finance Research*, Vol. 8 (2) pp. 53-67.
- Astuti, Wati Aris. (2013). Pengaruh Arus Kas Bebas dan Profitabilitas Terhadap Kebijakan Utang. *Jurnal Trikonomika*, Vol 12 (1). hal. 40-48.
- Brigham, Eugene F. et al. (2014). *Essential of Financial Management. Third Edition*. Singapore: Cengage Learning Asia Pte Ltd.
- Daniel H, Kamaluddin A, Sanusi ZM, Khairuddin KS (2014). "Accountability in Financial Reporting: Detecting Fraudulent Firms". *Procedia-Social and Behavioral Sciences*, 145: 61-69.
- Dewi, Santi Tungga. (2017). Pengaruh Kepemilikan Institusional Dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Hutang Dan Nilai Perusahaan (Studi Pada Perusahaan Pertambangan Yang Terdaftar Di Bei Tahun 2011-2015). UPT Perpustakaan. Universitas Pasundan.
- Fatmasari, Rhini (2011). *Hubungan Antara Growth Opportunity Dengan Debt Maturity Dan Kebijakan Leverage Serta Fungsi Covenant Dalam Mengontrol Konflik Keagenan Antara Shareholders Dengan Debtholders*. Jurnal. Buletin Ekonomi Moneter Dan Perbankan
- Ghozali, Imam. (2012). *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS v21*. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Handayani, Sri Retno dan Shaferi, Intan. (2013) Analisis Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang. *Jurnal Jurusan Manajemen Performance*. Vol 18 (2). hal 69-75.
- Hasan, Mudrika Alamsya. (2014). Pengaruh Kepemilikan Manajerial, *Free Cash Flow*, dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Utang. *Jurnal Akuntansi*, Vol 3 (1). hal. 90-100.
- Ikatan Akuntan Indonesia. (2014). Standar Akuntansi Keuangan. Edisi 2014. Jakarta: Salemba Empat.
- Jensen, M., C., dan W. Meckling, 1976. "Theory of the firm: Managerial behavior, agency cost and ownership structure", *Journal of Finance Economic* 3:305- 360, download dari <http://www.nhh.no/for/courses/spring/eco420/jensenmeckling-76.pdf>
- Jensen, M.C (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance. And Takeovers. *American Economic Review*, vol. 76, No.2, Hal.323-329
- Indriantoro, Nur and Bambang Supomo. 2014. Metodologi Penelitian Bisnis Untuk Akuntansi & Manajemen. Edisi 1. Cetakan ke-12. Yogyakarta: BPFE.

- Kieso, Donald E., Weygandt, Jerry J. dan Warfield, Terry D. (2014). *Intermediate Accounting. IFRS Edition. Second Edition*. USA: Wiley.
- Lim, Youngdeok. 2010. Tax Avoidance, Cost of Debt and Shareholder Activism: Evidence from Korea. *Journal of Banking & Finance*. 456-470.
- Marliana, Risma. 2008. Pengaruh Struktur Kepemilikan, IOS, dan Free Cash Flow Terhadap Kebijakan Pendanaan Perusahaan dalam Perspektif Keagenan (Studi pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar Di BEI Tahun 2004-2006)
- Murni, Sri Dan Adriyana., (2007). Pengaruh Insider Ownership, Institusional Investor, Dividen Payment, Dan Firm Growth Terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan (Studi Kasus Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta), *Jurnal Akuntansi Dan Bisnis*, Vol. 7 No. 1, Februari, Hal.15-24.
- Myers, S. C&N. S Majluf., 1984, Corporate Financing & Investment Decision When Firm Have Information that Investor Do Not Have. *Journal of Financial Economics*, 13, 187-221
- Narita, Rona Mersi. (2012). Analisis Kebijakan Hutang. *Accounting Analysis Journal*. 1 (2). hal. 1-6.
- Purwasih, Dewi *et al.* (2014). Analisis Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Kebijakan Dividen, Profitabilitas, Ukuran Perusahaan, dan Struktur Aset Terhadap Kebijakan Hutang Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2010-2012. *JOM FEKON*. Vol 1 (2). hal. 1-15.
- Sabir, Mahvish dan Malik, Qaisar all (2012). Determinants of Capital Structure – A Study of Oil and Gas Sector of Pakistan. *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business*. Vol 3. No.10.
- Siregar, Baldric. 2005. Hubungan Antara Dividen, *Leverage* Keuangan, dan Investasi. *Jurnal Akuntansi dan Manajemen*, Vol. 16 No. 3, 219-230
- Sugiyono. (2017). Metode Penelitian Kuantitatif, Kualitatif, dan R&D. Bandung: Alfabeta
- Surya, Dennys dan Rahayuningsih, Deasy Ariyanti (2012). Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang Perusahaan Non Keuangan yang Terdaftar dalam Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*. Vol. 14 (3). hal. 213-225.
- Susanti, Apit dan Mayangsari, Sekar. (2014). Faktor – Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang Pada Perusahaan Non Keuangan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *e-Journal magister Akuntansi Trisakti*. Vol 1 (1). hal. 29-50.
- Syadeli, Moh. (2013). Struktur Kepemilikan, Profitabilitas, dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan Pemanufakturan di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Manajemen dan Akuntansi*. Vol 2 (2). hal. 79-94.

www.idx.co.id

www.sahamok.com