

# STRUKTUR KEPEMILIKAN SAHAM, KEPUTUSAN KEUANGAN DAN NILAI PERUSAHAAN (Survey pada Emiten Non Keuangan di Bursa Efek Indonesia)

## STOCK OWNERSHIPS STRUCTURE, FINANCIAL DECISIONS, AND FIRM VALUE (Survey on Non Financial Public Companies Listed in The Indonesia Stock Exchange)

Suryanto

### ABSTRACT

*There are three major decisions undertaken by the company through the financial manager's role as an agent hired by the principal of the firm, that is financing decisions, investment decisions, and dividend policy. Agency theory says that in practice it will show the differences of interest between the managers and the owners of the company that cause the agency conflict. Ownership structure has contributed to minimize the problems arising from agency conflicts in the firm, namely through increased managerial ownership and institutional ownership.*

*This research has been conducted to examine the impact of ownership structure (managerial ownership and institutional ownership) on financial decisions (financing decisions, investment decisions, and dividend policy) and firm value. This research has used two models, namely : model 1) examine the effect of ownership structure on financial structure decisions and model 2) examine the effect of ownership structure and financial decisions on firm value.*

*Population in this research are all non-financial emitent listed on the Indonesia Stock Exchange, while the sampling method is cluster random sampling which produces 104 emitents. Data collection method is used pooling the data method and analytical methods used is Least Square.*

*Based on the results of hypothesis testing, it can be concluded that both models on this research, all predictors simultaneously have significantly effect. **First**, managerial ownership and institutional ownership have a significant effect on financing decisions. **Second**, managerial ownership and institutional ownership have a significant effect on investment decisions. **Third**, managerial ownership and institutional ownership have a significant effect on dividend policy. **Fourth**, managerial ownership, institutional ownership, financing decisions, investment decisions and dividend policy have significant effect on the firm value.*

**Keywords:** *Managerial ownership, institutional ownership, financing decisions, investment decisions, dividend policy*

### Pendahuluan

Perkembangan pasar modal Indonesia telah melaju cukup pesat selama dasawarsa terakhir ini. Pada tahun 2000 terdapat 290 perusahaan yang mencatatkan sahamnya di Bursa Efek Indonesia (BEI). Sampai dengan Desember 2008 jumlah perusahaan yang tercatat di Bursa Efek Indonesia menjadi sebanyak 393 perusahaan dengan nilai kapitalisasi pasar sebesar Rp 1.986,5 triliun.

Penelitian ini dilakukan pada emiten non keuangan selama periode 2003 sampai dengan 2008, karena pada periode tersebut kondisi perekonomian Indonesia sudah dianggap pulih dari krisis yang pernah terjadi sejak tahun 1997. Pemilihan emiten non keuangan karena menurut data yang dikeluarkan oleh BEI per 31 Desember 2008 jumlahnya mencapai 80.15%. Selain jumlahnya yang mayoritas, kelompok emiten non keuangan dibangun dari modal yang tidak diatur spesifik oleh pemerintah.

Kepemilikan saham emiten yang terdaftar di BEI tersebar pada berbagai pihak dalam masyarakat. Makin besar jumlah kepemilikan saham yang dimiliki investor, makin besar pula kekuatan untuk melakukan *monitoring* yang dimilikinya melalui *voting power* (melalui hak suara dan veto). Efektifitas *monitoring* ditentukan oleh berapa besar kepemilikan saham yang dimiliki pemegang saham. Hanya kelompok pemegang saham institusi yang paling efektif dapat melakukan *monitoring* dan mempengaruhi kebijakan manajemen (Bathala, Moon, dan Rao, 1994).

Seperti diketahui bahwa krisis ekonomi Indonesia berdampak pada menurunnya nilai pasar saham, khususnya perusahaan yang *listing* di pasar modal. Penurunan nilai pasar saham tersebut pada dasarnya disebabkan oleh kegagalan dalam pengelolaan hutang (*keputusan pendanaan*), keputusan investasi (*investment decision*) dan kebijakan dividen (Mbodja & Mukkerjee, 1994). Setiap keputusan keuangan akan mempengaruhi nilai perusahaan (Jensen & Smith, 1984; Fama & French, 1998).

Meningkatnya nilai perusahaan dapat menarik minat calon investor untuk menanamkan modalnya, khususnya untuk memperoleh *return* berupa *capital gain* dan *dividend*. Manajer keuangan setiap tahunnya harus memutuskan jumlah laba yang akan ditahan atau dibagikan dalam bentuk dividen. Menurut Wheelen dan Hunger (2000) mengatakan bahwa kebijakan dividen bagi *shareholders* merupakan salah satu bagian penting dalam strategi keuangan

perusahaan. Investor beranggapan bahwa dividen yang diterima saat ini lebih berharga dibandingkan *capital gain* yang diperoleh kemudian hari (Blume, 1980).

Dalam kondisi informasi yang tidak relevan (*asymmetric information*), para manajer dapat menggunakan strategi dalam kebijakan dividen untuk menangkai isu-isu yang tidak diharapkan oleh perusahaan-perusahaan di masa yang akan datang. Hal ini sejalan dengan pendapat Rozeff (1982) bahwa dividen nampaknya memiliki atau mengandung informasi (*informational content of dividend*) sebagai syarat akan prospek perusahaan. Masih menurut Rozeff (1982) dan Easterbrook (1984) bahwa dividen dapat digunakan untuk mengurangi *equity agency cost* yang timbul dari adanya perbedaan kepentingan di dalam perusahaan.

Merosotnya harga saham pada emiten non keuangan khususnya pada tahun 2008 diduga terjadi karena pada tahun tersebut adanya situasi ekonomi global yang kurang kondusif, sehingga perusahaan yang mempunyai beban untuk melunasi hutang-hutang perusahaan menjadi sangat terbebani. Dengan tingginya beban utang yang ditunjukkan dengan DER (*debt to equity ratio*), mengindikasikan beban risiko yang ditanggung perusahaan semakin besar. Oleh karena itu para calon investor agak berhati-hati dalam membeli saham kelompok emiten non keuangan tersebut.

Sebaliknya, *trend* investasi cenderung menurun sejak tahun 2002. Hal ini menunjukkan bahwa *total assets* perusahaan pada tahun tersebut lebih kecil dari tahun sebelumnya. Merosotnya nilai asset merupakan salah satu indikasi menurunnya pertumbuhan *assets* perusahaan.

Penurunan rasio pembayaran dividen ini terjadi pada tahun 1997 dan 2003 yang mencapai rata-rata di bawah 10%. Pada saat tersebut, kondisi perekonomian secara makro sedang kurang baik. Dalam kondisi seperti ini, perusahaan cenderung menahan laba perusahaan untuk sumber pendanaan selain dari pendanaan dari luar.

Peningkatan hutang, penurunan investasi dan penurunan rasio pembayaran dividen diduga menjadi penyebab menurunnya harga saham perusahaan. Penurunan harga saham perusahaan mengindikasikan menurunnya nilai perusahaan, sehingga calon investor menjadi ragu untuk menanamkan modalnya.

Fenomena di atas berimplikasi pada kebijakan perusahaan, yaitu sulitnya melakukan investasi baru karena perusahaan akan berkonsentrasi menekan jumlah hutang. Selain itu perusahaan akan sulit menerapkan kebijakan dividen karena laba kecil. Kondisi ini tentu tidak akan memuaskan *stakeholders* khususnya para pemegang saham sebagai pemilik perusahaan (*owners*). Ini menyebabkan banyak para pemegang saham yang juga termasuk dalam jajaran direksi perusahaan (*managerial ownership*) melepas kepemilikannya.

Pada saat perusahaan memanfaatkan sumber pendanaan saham melalui pasar modal (*go public*) untuk meningkatkan ekuitasnya, berarti memberikan kesempatan kepada semua pihak untuk dapat memiliki saham perusahaan. Hal ini menyebabkan kepemilikan saham perusahaan tersebar pada berbagai pihak dan berdampak pada perubahan struktur kepemilikan saham perusahaan.

Penyebaran struktur kepemilikan saham berdampak pula pada motif tiap pihak pemegang saham dalam investasinya. Investor yang bertujuan dalam jangka pendek mempunyai motif memperoleh keuntungan dari perbedaan harga ketika saham dibeli dan dijual kembali dalam jangka pendek (*capital gain*). Investor yang bertujuan jangka panjang mempunyai motif meningkatkan kesejahteraan melalui tujuan perusahaan.

Pada perusahaan modern, termasuk perusahaan *public*, telah terjadi pemisahan fungsi, yaitu antara fungsi kepemilikan dengan fungsi pengendalian. Fungsi kepemilikan secara otomatis dipegang oleh pemegang saham, sedangkan fungsi pengendalian dipegang oleh manajer profesional yang digaji dan dikontrak untuk menjalankan operasi perusahaan sesuai dengan tujuan pemegang saham. Perbedaan dua fungsi tersebut, merupakan awal penyebab terjadinya masalah antara pemegang saham (pemilik atau *principal*) dengan pengeloa (*agent*).

Peningkatan kepemilikan manajerial dapat digunakan sebagai cara untuk mengurangi konflik keagenan (Crutchley dan Hansen : 1989; Jensen, Solberg dan Zorn : 1992). Perusahaan meningkatkan kepemilikan manajerial untuk mensejajarkan kedudukan manajer dengan pemegang saham sehingga bertindak sesuai dengan keinginan pemegang saham.

Sistem *monitoring* dapat dilakukan dengan dua cara, yaitu *monitoring* internal dan *monitoring* eksternal (Bathala, Moon, dan Rao, 1994). *Monitoring* internal dapat dilakukan oleh pemegang saham manajemen (pemilik saham manajerial), keberadaan auditor internal, dan penempatan anggota Dewan Direksi Independen. Sedangkan *monitoring* eksternal dilakukan oleh auditor eksternal yang dipilih berdasarkan kesepakatan pada saat Rapat Umum Pemegang Saham Tahunan (RUPST). *Monitoring* internal melalui kepemilikan saham manajerial dapat mengurangi biaya keagenan, karena sikap *opportunistic* manajemen dapat dikendalikan oleh pemegang saham eksternal (non manajerial).

Berdasarkan uraian dari penelitian empirik yang telah dilakukan dan fenomena yang terjadi pada emiten non keuangan, penulis ingin mengangkat masalah seberapa besar pengaruh struktur kepemilikan yang terdiri dari kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusi terhadap keputusan pendanaan, keputusan investasi, dan kebijakan dividen serta nilai perusahaan. Ada beberapa hal yang menjadi pembeda penelitian ini dengan penelitian sebelumnya.

*Pertama*, penelitian ini memberikan informasi yang komprehensif karena rentang waktu penelitian relatif panjang (2003-2008). *Kedua*, penelitian ini meneliti kelompok emiten non keuangan yang jumlahnya mencapai 80.15% dari keseluruhan emiten yang listing di BEI. *Ketiga*, penelitian ini memberikan informasi yang komprehensif karena melibatkan variabel kepemilikan manajerial, kepemilikan institusi, keputusan pendanaan, keputusan investasi, kebijakan dividen dan nilai perusahaan. *Keempat*, penelitian ini menghasilkan model untuk memprediksi nilai perusahaan (*firm value*) dengan prediktor kepemilikan manajerial, kepemilikan institusi, keputusan pendanaan, keputusan investasi dan kebijakan dividen.

Dengan demikian yang menjadi **tema sentral** dalam penelitian ini adalah: Berbagai studi empiris dalam bidang manajemen keuangan berpendapat bahwa struktur kepemilikan mempengaruhi keputusan keuangan dan nilai perusahaan. Banyak penelitian yang dilakukan dengan pendekatan parsial untuk menguji pengaruh struktur kepemilikan dengan salah satu keputusan keuangan terhadap nilai perusahaan dengan kesimpulan yang beragam. Dengan demikian perlu dilakukan penelitian yang terintegrasi mengenai kepemilikan manajerial, kepemilikan institusi, keputusan pendanaan, keputusan investasi, kebijakan dividen dan nilai perusahaan.

Berdasarkan latar belakang yang telah diuraikan sebelumnya, maka yang menjadi masalah dalam penelitian ini adalah bagaimana hubungan struktur kepemilikan yang terdiri dari kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusi, keputusan keuangan yang terdiri dari keputusan pendanaan, keputusan investasi dan kebijakan dividen dengan nilai perusahaan. Secara spesifik maka dapat diidentifikasi dalam pertanyaan-pertanyaan sebagai berikut :

1. Bagaimana pengaruh kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusi secara simultan dan parsial terhadap keputusan pendanaan pada emiten non keuangan yang tercatat di Bursa Efek Indonesia selama periode 2003-2008.
2. Bagaimana pengaruh kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusi secara simultan dan parsial terhadap keputusan investasi pada emiten non keuangan yang tercatat di Bursa Efek Indonesia selama periode 2003-2008.
3. Bagaimana pengaruh kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusi secara simultan dan parsial terhadap kebijakan dividen pada emiten non keuangan yang tercatat di Bursa Efek Indonesia selama periode 2003-2008.
4. Bagaimana pengaruh kepemilikan manajerial, kepemilikan institusi, keputusan pendanaan, keputusan investasi, dan kebijakan dividen secara simultan dan parsial terhadap nilai perusahaan pada emiten non keuangan yang tercatat di Bursa Efek Indonesia selama periode 2003-2008.

## **Kajian Pustaka**

### **1. Struktur Kepemilikan**

Struktur kepemilikan saham merupakan komposisi pihak-pihak yang memiliki saham dari suatu perusahaan. Pengelompokan struktur kepemilikan saham untuk perusahaan publik menurut Bathala, Moon & Rao (1994) terdiri dari *insider shareholders* dan *outsider shareholders*. Kepemilikan *insider* merupakan kepemilikan saham oleh kalangan internal perusahaan, yang sekaligus sebagai bagian dari manajemen perusahaan. Sedangkan kepemilikan *outsider* merupakan kepemilikan saham yang pemiliknya tidak terlibat langsung dalam manajemen perusahaan.

Kepemilikan saham manajerial merupakan kelompok pemilik saham insider. Kepemilikan saham manajerial menurut Bathala Moon, Rao (1994:38), Moh'd *et al.* (1998:85), Jensen *et al.* (1992:247) merupakan persentase kepemilikan saham yang dimiliki oleh pihak manajemen yang secara aktif dalam pengambilan keputusan perusahaan.

Kepemilikan saham institusional merupakan kepemilikan saham yang dimiliki oleh pihak-pihak yang tidak terlibat langsung dalam manajemen perusahaan. Kelompok pemegang saham ini merupakan *outsider ownership* yang ada di perusahaan. Mereka merupakan kelompok pemegang saham dari kalangan institusi lain yang ikut memiliki saham (Braisford, Oliver dan Pua (2002).

### **2 Keputusan Keuangan**

Tujuan perusahaan dapat dicapai melalui pelaksanaan fungsi manajemen keuangan dengan *hati-hati* dan tepat (Jensen & Smith, 1984; Fama & French, 1998). Keputusan keuangan menyangkut penyelesaian atas keputusan penting yang diambil perusahaan, antara lain keputusan pendanaan, keputusan investasi dan kebijakan dividen.

Keputusan pendanaan (*financing decision*) di dalam perusahaan pada intinya adalah menentukan struktur modal perusahaan. Struktur modal merupakan suatu istilah manajemen keuangan untuk menunjukkan sumber-sumber pembiayaan aktiva perusahaan yang akan digunakan untuk menjalankan operasi perusahaan. Menurut Brealey dan Myers (2001:396) menyatakan bahwa *Capital structure is firm mix of financing*.

Investasi didefinisikan komitmen atas sejumlah dana atau sumberdaya lainnya yang dilakukan pada saat ini, dengan tujuan memperoleh sejumlah keuntungan di masa datang (Tandelilin, 2010). Investasi tersebut dapat dilakukan dalam bentuk aktiva nyata seperti gedung, tanah, mesin, dan emas. Investasi juga dapat dilakukan dalam bentuk aktiva keuangan seperti surat-surat berharga yang diperjualbelikan diantara investor.

Dalam melakukan investasi khususnya dalam investasi aktiva nyata, seorang manajer keuangan harus dapat menentukan besarnya alokasi untuk masing-masing aktiva. Keputusan investasi sangat penting karena akan mempengaruhi keberhasilan pencapaian tujuan perusahaan dan merupakan inti dari seluruh analisis keuangan (Brealy & Myers, 2000).

Kebijakan dividen adalah strategi dalam menentukan pembagian laba antara pembayaran kepada pemegang saham dan investasi kembali ke perusahaan (Copeland, 1997 : 125). Kebijakan dividen menghadapi dua kemungkinan sudut pandang. *Pertama*, sebagai keputusan pembelanjaan jangka panjang. Dengan pendekatan ini, semua laba sesudah pajak yang diperoleh perusahaan dapat dipandang sebagai sumber dana jangka panjang. *Kedua*, sebagai suatu keputusan kesejahteraan maksimum. Dengan pendekatan ini perusahaan mengakui bahwa pembayaran dividen mempunyai pengaruh terhadap harga pasar saham biasa.

### 3 Nilai Perusahaan

Tujuan utama perusahaan adalah meningkatkan nilai perusahaan melalui peningkatan kemakmuran atau memaksimalkan kekayaan pemegang saham perusahaan (Gitman, 2003). Fama (1978) mengemukakan bahwa memaksimalkan nilai perusahaan sering kali dinyatakan dengan bentuk memaksimalkan nilai saham perusahaan. Sependapat dengan pendapat di atas, Weston dan Copeland (1992), mengemukakan bahwa nilai saham dapat dijadikan indeks yang tepat untuk mengukur tingkat efektivitas nilai perusahaan. Menurut Brealey dan Myers (2001), harga pasar saham perusahaan mencerminkan nilai perusahaan yang ditetapkan oleh pelaku pasar.

### 4 Kerangka Pemikiran

Penelitian ini menggunakan *Theory of The Firm* yang dikemukakan Gitman (2003) sebagai *grand theory*. Sedangkan *middle range theory* menggunakan *Asymmetry Theory* dari Akerlof (1970). *Application theory* menggunakan *Agency Theory* yang dikemukakan oleh Jensen dan Meckling (1976), *Signaling theory* dari Myers (1977) dan *Firm Value* yang dikemukakan oleh Fama (1978).

Penelitian ini menggunakan dua model. Model pertama, untuk melihat pengaruh struktur kepemilikan terhadap keputusan keuangan. Struktur kepemilikan meliputi kepemilikan manajerial dan kepemilikan institutional. Sedangkan keputusan keuangan meliputi keputusan pendanaan, keputusan investasi dan kebijakan dividen. Model kedua, untuk melihat pengaruh struktur kepemilikan dan keputusan keuangan terhadap nilai perusahaan.

#### 4.1 Pengaruh Struktur Kepemilikan terhadap Keputusan Keuangan

Struktur kepemilikan saham atau ekuitas dari perusahaan adalah pihak-pihak yang memiliki saham secara proporsional (Kuznetov dan Muravyev, 2001). Kepemilikan saham yang pertama adalah kepemilikan manajerial, yaitu kepemilikan saham yang dimiliki oleh pihak manajemen yang secara aktif dalam pengambilan keputusan perusahaan. Kepemilikan manajerial dihitung dari perbandingan antara jumlah saham yang dimiliki manajer terhadap total saham. Pihak manajemen terdiri dari anggota direksi dan komisaris (Bathala Moon, Rao, 1994; Moh'd *et al.* , 1998; Jensen *et al.* , 1992).

Chen dan Steiner (1999) menambahkan bahwa kepemilikan manajerial menyebabkan penurunan hutang karena adanya substitusi *monitoring*. Sehingga kepemilikan manajerial bisa menggantikan peranan hutang dalam mengurangi *agency cost*. Friend and Lang (1988) menunjukkan bahwa *debt to equity ratio* mempunyai hubungan negatif dengan kepemilikan manajerial. Ini menunjukkan bahwa penggunaan hutang akan semakin berkurang seiring dengan meningkatnya kepemilikan manajerial di dalam perusahaan.

Sejalan dengan Friend and Lang (1988), Jensen *et al* (1992) dan Moh'd *et al* (1998) mengadakan penelitian mengenai dampak struktur kepemilikan terhadap kebijakan pendanaan. Hasil penelitian menunjukkan bahwa struktur kepemilikan saham memiliki pengaruh yang negatif dan signifikan terhadap rasio hutang. Sedangkan Kim dan Sorensen (1986) serta Mehran (1992) hasil penelitiannya menunjukkan hasil yang berbeda, yaitu terdapat hubungan positif antara kepemilikan manajerial dengan rasio hutang perusahaan.

Pemegang saham manajerial akan selalu berhati-hati dalam melakukan investasi untuk masa yang akan datang. Hal ini disebabkan karena sebagai pemilik dan juga *decision maker* di dalam perusahaan, mereka harus bisa mensejahterakan dirinya melalui keputusan investasi yang tepat. Pemegang saham manajerial memiliki dorongan untuk memonitor dan mempengaruhi manajemen untuk melindungi investasi mereka yang signifikan (Friend and Lang, 1988).

Penelitian Itturiaga, et al (2000) memberikan bukti bahwa kesempatan investasi perusahaan memiliki hubungan negatif dan signifikan terhadap kepemilikan manajerial, hal ini menunjukkan bahwa semakin tinggi kesempatan investasi akan meningkatkan keinginan manajer untuk meningkatkan kepemilikannya dalam perusahaan.

*Managerial ownership* dan *institutional ownership* dapat mempengaruhi keputusan pendanaan melalui utang atau *right issue*. Jika pendanaan diperoleh melalui utang berarti rasio utang terhadap ekuitas akan meningkat. Kepemilikan

manajerial maupun kepemilikan institusi menginginkan pembayaran dividen tinggi. Rozeff (1982) menyatakan bahwa pembayaran dividen adalah bagian dari *monitoring*. Perusahaan cenderung untuk membayar dividen yang tinggi jika manajer memiliki proporsi saham yang lebih rendah. Rozeff (1982) dan Easterbrokk (1984) menyatakan bahwa pembayaran dividen kepada pemegang saham akan mengurangi sumber-sumber dana yang dikendalikan manajer, sehingga mengurangi kekuasaan manajer dan membuat pembayaran dividen mirip dengan *monitoring capital market* yang terjadi jika perusahaan memperoleh modal baru.

Kepemilikan saham yang kedua adalah kepemilikan institutional yaitu kepemilikan saham yang dimiliki oleh institusi (perusahaan, dana pensiun, asuransi, dan bank) di dalam suatu perusahaan. Kepemilikan saham ini diukur dari perbandingan antara jumlah saham yang dimiliki oleh institusi terhadap total saham. Kepemilikan institutional ini merupakan persentase kepemilikan saham yang dimiliki oleh institusi sebagai agen *monitoring* disebabkan oleh besarnya investasi mereka dalam pasar modal (Braisford, Oliver dan Pua, 2002).

Kepemilikan institutional atau dalam studi Wilberforce (2000:45-52) disebut sebagai *institutional holding*, seperti dalam studi Cruthley dan Hansen (1989:177-197) menyebutkan bahwa kepemilikan institutional juga berfungsi sebagai substitutabilitas dengan keputusan keuangan. Hal ini dibuktikan dalam kedua studi empiris tersebut bahwa kepemilikan institutional memiliki koefisien negatif dengan *financing decision* dan *dividend policy*.

## 4.2 Pengaruh Struktur Kepemilikan dan Keputusan Keuangan terhadap Nilai Perusahaan

Tujuan utama perusahaan menurut Gitman (2003) adalah meningkatkan nilai perusahaan. Pengukuran nilai perusahaan menurut Weston dan Copeland (1992) dengan menggunakan *Tobin's q*. *Tobin's q* merupakan ukuran yang lebih teliti tentang seberapa efektifnya manajemen memanfaatkan sumber-sumber daya ekonominya dalam kekuasaannya. *Tobin's q* dalam penelitian ini diproksi dengan nilai pasar dari ekuitas ditambah nilai buku utang dibagi dengan nilai buku dari ekuitas ditambah nilai buku utang. Pengukuran ini sesuai dengan Himmelberg *et.al.* (1999; 110-127) dan Korajzyck & Levy (2003: 75-109).

Nilai perusahaan dapat dicapai melalui keputusan pendanaan yang tepat di dalam perusahaan. Sebagaimana dikemukakan Modigliani & Miller (1963), Fama (1978) dan Park & Evans (2004) bahwa penggunaan hutang akan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Keputusan pendanaan yaitu keputusan untuk menentukan pembelanjaan atas aktiva dan sekaligus menggambarkan kebijakan hutang. Keputusan pendanaan digunakan untuk melihat komposisi hutang dengan ekuitas suatu perusahaan (Weston dan Copeland, 1992). Keputusan pendanaan diukur dengan cara membandingkan hutang dengan *equity*, Ravit (1988); Moh'd *et al.*(1995); Adedeji (1998); Fama *et al.* (2000); Bacocon, *et al.* (2000).

Sedangkan Wright & Ferris (1997) dan Modigliani & Miller (1958) mengatakan bahwa nilai perusahaan dipengaruhi oleh keputusan investasi. Pendapat tersebut dapat diartikan bahwa keputusan investasi itu penting, karena untuk mencapai tujuan perusahaan hanya akan dihasilkan melalui kegiatan investasi yang akan menghasilkan aliran kas bagi perusahaan. Selanjutnya Fama (1978) mengatakan bahwa keputusan investasi penting bagi perusahaan sebab mempengaruhi keberhasilan pencapaian tujuan perusahaan.

Menurut teori Fisherian dalam Kaaro (2003) individu berusaha mencari keputusan investasi terbaik pada tahap pertama, dan secara terpisah melakukan pendanaan pada tahap kedua. Teori ini menjelaskan bahwa keputusan investasi diputuskan lebih dahulu daripada keputusan pendanaan. Keputusan investasi merupakan kegiatan untuk menentukan campuran dan tipe asset perusahaan. Keputusan investasi dalam penelitian ini diproksi dari pertumbuhan total assets perusahaan dari tahun ke tahun yang menunjukkan perkembangan investasi perusahaan, Ravit (1988); Moh'd *et al.*(1995); Adedeji (1998); dan Fama *et al.* (2000).

Peneliti lain yang dilakukan Gordon (1963), Bhattacharya (1979) dan Myers & Majluf (1984) mengatakan bahwa nilai perusahaan dipengaruhi oleh kebijakan dividen. Rozeff (1982) menganggap bahwa dividen nampaknya memiliki atau mengandung informasi (*informational content of dividend*) atau sebagai isyarat akan prospek perusahaan. Apabila perusahaan meningkatkan pembayaran dividen, mungkin diartikan oleh investor sebagai sinyal harapan manajemen tentang akan membaiknya kinerja perusahaan di masa yang akan datang. Dengan demikian manajemen enggan mengurangi dividen, apabila dianggap sebagai memburuknya kinerja perusahaan di masa yang akan datang. Masih menurut Rozeff (1982) dan Easterbrook (1984) dividen dapat digunakan untuk mengurangi *equity agency cost*.

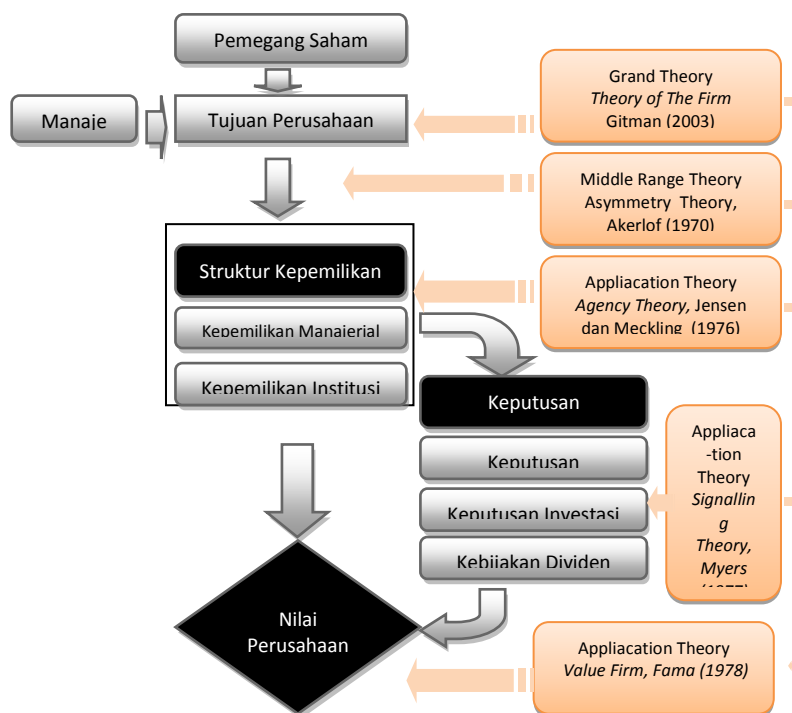
Kebijakan dividen merupakan keputusan perusahaan yang berhubungan dengan penentuan persentase laba bersih perusahaan yang dibagikan kepada pemegang saham. Kebijakan dividen diukur dengan *dividend payout ratio (DPR)* yaitu perbandingan jumlah dividen yang dibayarkan dengan *earning after tax*, atau perbandingan *dividend per share* dengan *earning per share*, Moh'd *et al.*(1995); Adedeji (1998); Fama *et al.* (2000); Ravit (1988); Frank and Goyal (2000).

Selain ketiga keputusan keuangan di atas yaitu keputusan pendanaan, keputusan investasi, dan kebijakan dividen faktor struktur kepemilikan juga dapat mempengaruhi nilai perusahaan. Struktur kepemilikan terdiri dari kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional.

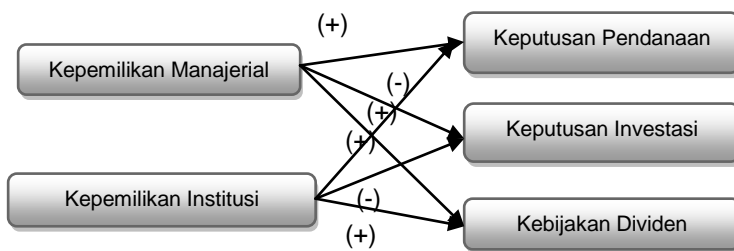
Penelitian tentang hubungan struktur kepemilikan terhadap nilai perusahaan sudah banyak dilakukan peneliti sebelumnya. Penelitian tersebut menemukan hasil yang berbeda. Studi yang dilakukan oleh Jensen dan Meckling (1976:65-77); Fama dan Jensen (1983:65-77); Shleifer (1986:293-315) dan beberapa peneliti lainnya mengemukakan bahwa struktur kepemilikan memiliki pengaruh yang penting terhadap nilai perusahaan. Studi yang dilakukan Itturiaga dan Sanz (2001: 179-204) dan Fuerst dan Kang (2000) menemukan bahwa *insider ownership* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Crutchley dan Hansen (1989) menyatakan nilai pasar ekuitas yang meningkat akan membuat manajer mengurangi kepemilikan. Berbeda dengan penelitian yang dilakukan oleh Wahidahwati (2002) menunjukkan bahwa pada umumnya pemilik dan manajer adalah keluarga, dengan demikian meskipun nilai pasar ekuitas perusahaan naik tidak membuat para manajer mengurangi kepemilikan bahkan mereka cenderung meningkatkan kepemilikannya daripada jatuh ke pihak lain.

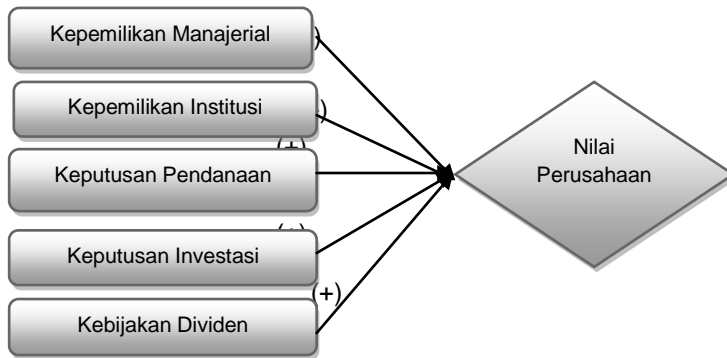
Berdasarkan kerangka pemikiran di atas, maka dapat digambarkan gambar kerangka pemikiran pada Gambar 1, 2 dan 3



Gambar 1  
Kerangka Pemikiran



Gambar .2  
Model Penelitian Struktur Kepemilikan dan Keputusan Keuangan



Gambar 3  
Model Penelitian Struktur Kepemilikan, Keputusan Keuangan dan Nilai Perusahaan

Berdasarkan kerangka pemikiran di atas, maka dapat disusun hipotesis penelitian sebagai berikut:

- A. Kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusi secara simultan berpengaruh signifikan terhadap keputusan pendanaan
  - 1) Kepemilikan manajerial secara parsial berpengaruh positif terhadap keputusan pendanaan
  - 2) Kepemilikan institusi secara parsial berpengaruh negatif terhadap keputusan pendanaan
- B. Kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusi secara simultan berpengaruh signifikan terhadap keputusan investasi
  - 1) Kepemilikan manajerial secara parsial berpengaruh positif terhadap keputusan investasi
  - 2) Kepemilikan institusi secara parsial berpengaruh positif terhadap keputusan investasi
- C. Kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusi secara simultan berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen.
  - 1) Kepemilikan manajerial secara parsial berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen
  - 2) Kepemilikan kepemilikan institusi secara parsial berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen
- D. Kepemilikan manajerial, kepemilikan institusi, keputusan pendanaan, keputusan investasi, dan kebijakan dividen secara simultan berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.
  - 1) Kepemilikan manajerial secara parsial berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan.
  - 2) Kepemilikan institusi secara parsial berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.
  - 3) Keputusan pendanaan secara parsial berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.
  - 4) Keputusan investasi secara parsial berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.
  - 5) Kebijakan dividen secara parsial berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

## Metode Penelitian

### 1 Desain Penelitian

Penelitian ini dirancang sebagai penelitian deskriptif dan verifikatif melalui pendekatan kuantitatif yang menggunakan data sekunder. Tujuan penelitian adalah untuk mengetahui pengaruh struktur kepemilikan terhadap keputusan keuangan dan nilai perusahaan. Setelah dianalisis secara statistik selanjutnya diambil suatu kesimpulan.

Rancangan penelitian yang dilakukan melalui metode eksplanatori dengan menggunakan sampel. Sumber data berasal dari data keuangan perusahaan-perusahaan yang aktif dan memberikan laporan keuangan pada periode 2003 sampai dengan 2008 di Bursa Efek Indonesia. Sedangkan analisis data menggunakan *analisis data panel dengan model Least Square*.

### 2 Operasionalisasi Variabel

Variabel yang dioperasionalkan adalah semua variabel yang terkandung dalam hipotesis yang telah dirumuskan. Penelitian ini terdiri dari tujuh variabel, antara lain : (1) Kepemilikan Manajerial; (2) Kepemilikan Institutional; (3) Keputusan Pendanaan; (4) Keputusan Investasi; (5) Kebijakan Dividen; dan (6) Nilai Perusahaan.

Adapun operasionalisasi variabel penelitian sebagai berikut

#### 2.1. Model Pertama

##### a. Variabel Eksogen

Kepemilikan Manajerial (*Managerial Ownership*), merupakan persentase kepemilikan saham yang dimiliki oleh pihak manajemen yang secara aktif dalam pengambilan keputusan perusahaan. Kepemilikan manajerial dihitung dari perbandingan antara jumlah saham yang dimiliki manajer terhadap total saham.

Kepemilikan Institusi (*Institutional Ownership*), merupakan persentase kepemilikan saham yang dimiliki oleh institusi sebagai agen *monitoring* disebabkan oleh besarnya investasi mereka dalam pasar modal (Braisford, Oliver dan Pua,

2002). Variabel ini dapat dilihat dari nilai proporsi saham biasa yang dimiliki oleh pihak institusi terhadap total saham biasa *outstanding*.

### b. Variabel Endogen

Keputusan Pendanaan didefinisikan sebagai keputusan yang menyangkut komposisi pendanaan yang dipilih oleh perusahaan. Keputusan pendanaan yaitu keputusan untuk menentukan pembelanjaan atas aktiva dan sekaligus menggambarkan kebijakan hutang. Variabel ini diukur dengan cara membandingkan jumlah hutang dengan *equity*.

Keputusan investasi merupakan kegiatan untuk menentukan campuran dan tipe asset perusahaan. Variabel ini diukur dari pertumbuhan total assets perusahaan dari tahun ke tahun yang menunjukkan perkembangan investasi perusahaan

Kebijakan dividen merupakan keputusan perusahaan yang berhubungan dengan penentuan persentase laba bersih perusahaan yang dibagikan kepada pemegang saham. Kebijakan dividen diukur dengan *dividend payout ratio (DPR)* yaitu perbandingan jumlah dividen yang dibayarkan dengan *earning after tax*, atau perbandingan *dividend per share* dengan *earning per share*, Moh'd *et al.*(1995); Adedeji (1998); Fama *et al.* (2000); Ravit (1988); Frank & Goyal (2000).

## 2.2. Model Kedua

### a. Variabel Eksogen

Variabel eksogen di dalam model kedua terdiri dari kepemilikan manajerial, kepemilikan institusi, keputusan pendanaan, keputusan investasi, dan kebijakan dividen

### b. Variabel Endogen

Variabel nilai perusahaan dihitung dengan *Tobin's q* yaitu nilai pasar dari ekuitas ditambah nilai buku utang dibagi dengan nilai buku dari ekuitas ditambah nilai buku utang.

## 2.3. Populasi dan Sampel

Populasi pada penelitian ini adalah emiten non keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada tahun 2003-2008 sebanyak 290 emiten. Sedangkan jumlah sampel dalam penelitian ini adalah 104 emiten. Teknik pengambilan sampel yang digunakan *cluster random sampling*.

## 2.4. Teknik Analisis Data

Untuk menjawab semua permasalahan di dalam penelitian ini dilakukan dengan cara mengestimasi model penelitian yang kemudian dilakukan pengujian hipotesis terhadap hasil dari estimasi model tersebut. Metode regresi digunakan untuk mengestimasi model ekonometrika karena tujuan dari penelitian ini adalah untuk melihat pengaruh variabel-variabel independen terhadap variabel dependennya. Dari hasil pengujian model bisa ditarik kesimpulan hubungan antara variabel independen dengan variabel dependennya.

### Model Pertama :

$$FD_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 MO_{it} + \alpha_2 IO_{it} + U_{1it} \quad \dots \quad (3.1)$$

$$ID_{it} = \beta_0 + \beta_1 MO_{it} + \beta_2 IO_{it} + U_{2it} \quad \dots \quad (3.2)$$

$$DD_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 MO_{it} + \gamma_2 IO_{it} + U_{3it} \quad \dots \quad (3.3)$$

### Model Kedua :

$$FV_{it} = \pi_0 + \pi_1 MO_{it} + \pi_2 IO_{it} + \pi_3 FD_{it} + \pi_4 ID_{it} + \pi_5 DD_{it} + U_{4it} \quad \dots \quad (3.4)$$

### Keterangan :

FD <sub>it</sub>	= Keputusan Pendanaan pada tahun tertentu
ID <sub>it</sub>	= Keputusan Investasi pada tahun tertentu
DD <sub>it</sub>	= Kebijakan Dividen pada tahun tertentu
MO <sub>it</sub>	= Kepemilikan manajerial pada tahun tertentu
IO <sub>it</sub>	= Kepemilikan saham oleh institusi pada tahun tertentu
FV	= Nilai perusahaan pada tahun tertentu
α <sub>n</sub> ; β <sub>n</sub> ; γ <sub>n</sub> ; π <sub>n</sub>	= Koefisien regresi dengan nilai apriori sebagai berikut :

Model ekonometrika yang digunakan dalam penelitian ini sebagaimana tampak dalam persamaan di atas hanya berisi variabel eksogen pada sisi sebelah kanan yang mengikuti asumsi tidak berkorelasinya unsur gangguan di kedua persamaan tersebut. Dengan dasar ini model ekonometrika yang digunakan memenuhi asumsi kritis dari OLS klasik. Walaupun demikian karena data yang diolah adalah data *pool* (gabungan data *time series* dan *cross section*) maka terdapat beberapa metode estimasi yang dapat digunakan dan itu diperlukan pengujian tersendiri.



Beberapa pengujian yang terkait dengan pemilihan metode estimasi data *pool* diantaranya adalah menentukan mana yang lebih cocok diantara *fixed effect* atau *random effect model*. Setelah itu baru dilakukan uji ada tidaknya pelanggaran asumsi regresi linier klasik (multikolinieritas, serial korelasi, dan heteroskedatis).

## Hasil dan Pembahasan Penelitian

### 1. Gambaran Perusahaan Variabel Penelitian

Kepemilikan manajerial memiliki proporsi rata-rata sebesar 3,25%, sedangkan kepemilikan institusi mencapai 65,91%. Keputusan pendanaan memiliki rata-rata 2.96 kali, keputusan investasi rata-rata 21,87%, kebijakan deviden rata-rata 20,89% dan nilai perusahaan 54,27%.

### 2. Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Institusi terhadap Keputusan Pendanaan

Hasil penelitian menunjukkan kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusi secara simultan berpengaruh positif terhadap keputusan pendanaan. Hubungan positif berarti peningkatan kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusi akan berakibat pada meningkatnya utang yang berakibat naiknya *debt to equity ratio* perusahaan. Besarnya pengaruh yang diberikan oleh kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusi terhadap keputusan pendanaan adalah sebesar 28,80%, sedangkan sisanya sebesar 71,20% dipengaruhi oleh faktor lain. Menurut Bathala et al (1994) terdapat faktor-faktor yang lain yang mempengaruhi keputusan pendanaan antara lain *earning volatility*, *research and development*, *growth*, dan *advertising expenses*.

Keputusan pendanaan yang makin bertambah sebagai akibat dari tidak terpenuhinya sumber pendanaan dari laba ditahan perusahaan. Hal ini sesuai dengan *Pecking Order Theory* bahwa sumber pendanaan untuk kesempatan investasinya berdasarkan urutan prioritas. Prioritas sumber dana utama untuk memanfaatkan kesempatan investasi adalah dana internal, yaitu *retained earnings*. Bila belum cukup, maka utang sebagai pilihan kedua, dan pilihan terakhir adalah dana ekuitas (Myers, 1977; Myers dan Majluf, 1984).

Pengaruh *managerial ownership* terhadap keputusan pendanaan adalah positif sebesar 28,98% ini berarti bahwa kepemilikan manajerial memberikan arah pengaruh yang searah terhadap keputusan pendanaan. Setiap peningkatan sebesar 1% kepemilikan manajerial, akan meningkatkan kemungkinan perusahaan berhutang sebesar 28,98%. Jadi makin besar kepemilikan manajerial, menyebabkan rasio utang perusahaan semakin bertambah.

Kepemilikan manajerial menunjukkan kepemilikan saham yang dimiliki oleh kalangan manajerial perusahaan yang saat ini sedang mengelola perusahaan. Pemilik saham yang merangkap sebagai manajer perusahaan akan mempengaruhi dalam pengambilan keputusan untuk menambah atau mengurangi utang. Peningkatan kepemilikan manajerial dapat digunakan sebagai cara untuk mengurangi konflik keagenan (Crutchley dan Hansen : 1989; Jensen, Solberg dan Zorn : 1992). Perusahaan meningkatkan kepemilikan manajerial untuk mensejajarkan kedudukan manajer dengan pemegang saham sehingga bertindak sesuai dengan keinginan pemegang saham.

Hasil penelitian ini menunjukkan hubungan positif dan menunjukkan kesignifikanan hubungan tersebut. Hal ini menunjukkan bahwa emiten non keuangan tidak ada usaha untuk mengurangi utang dalam rangka mengontrol biaya agensi. Kepemilikan manajerial yang besar memungkinkan para manajer dapat mengambil posisi utama dalam perusahaan untuk mengontrol keputusan pendanaan.

Bila pemegang saham manajerial memiliki sedikit informasi yang relevan tentang perusahaan, manajemen cenderung akan menerbitkan saham (ekuitas) untuk pendanaannya, sedangkan jika manajemen mempunyai informasi yang superior dibandingkan pihak lainnya, maka manajemen akan cenderung memilih utang untuk sumber pendanaan perusahaan (Myers dan Majluf, 1984). Kepemilikan manajerial yang meningkat dan keputusan pendanaan juga meningkat menunjukkan pemegang saham manajerial lebih banyak menguasai informasi internal perusahaan, sehingga mereka akan memilih sumber pendanaan dari utang dibandingkan dengan ekuitas. Hal ini dapat dipahami karena sumber pendanaan dari ekuitas akan mengurangi keuntungan mereka pada saat pembagian deviden.

Hasil ini sejalan dengan Kim & Sorensen (1986), Mehran (1982) yang menyatakan bahwa struktur kepemilikan memiliki pengaruh yang positif terhadap rasio utang. Di sisi lain, hasil penelitian ini tidak konsisten dengan hasil penelitian Friend & Lang (1988), Chen & Steiner (1999), Jensen (1992), serta Moh'd et al (1998). Pada bab sebelumnya terlihat bahwa pada grafik rasio utang menunjukkan trend yang meningkat. Hal ini menunjukkan bahwa para pemilik manajerial lebih memilih sumber pendanaan dari luar perusahaan walaupun memiliki resiko yang tinggi. Karena keterbatasan modal yang dimiliki perusahaan, *managerial ownership* akan memilih sumber pembiayaan yang paling mudah yaitu dengan menggunakan utang dibandingkan dengan menerbitkan saham.

Pengaruh kepemilikan institusi (*institutional ownership*) terhadap keputusan keuangan adalah negatif sebesar 26,12%. Ini berarti bahwa kepemilikan institusi memberikan arah pengaruh yang berlawanan terhadap keputusan keuangan. Setiap peningkatan sebesar 1% kepemilikan institusi, perusahaan akan menurunkan utang sebesar 26,12%.

Jadi makin besar kepemilikan institusi menyebabkan rasio hutang perusahaan menurun. Hasil ini sejalan dengan Bathala et al (1994), Chen & Steiner (1999), Jensen (1992) Moh'd et al (1998), Agrawal Mendekler (1987).

Kepemilikan institusi di Indonesia agak berbeda dengan kepemilikan institusi di Amerika. Kepemilikan institusi di Indonesia banyak dimiliki oleh perusahaan-perusahaan yang masih mempunyai kaitan dengan kelompok perusahaannya. Berbeda dengan di Amerika kepemilikan institusi merupakan kepemilikan saham perusahaan yang dimiliki oleh institusi atau lembaga seperti perusahaan asuransi, bank, perusahaan investasi dan kepemilikan institusi lain yang tidak ada kaitan dengan kelompok perusahaan.

Porsi kepemilikan saham institusi yang merupakan kepemilikan saham dari unsur investor lembaga rata-rata mencapai 65,91% atau bisa dikatakan sebagai pemegang saham mayoritas dari total saham perusahaan yang beredar. Di Indonesia investor lembaga ini pada umumnya terdiri dari perusahaan-perusahaan *holding companies* yang masih merupakan perusahaan-perusahaan keluarga di mana pihak manajemen perusahaan masih merupakan bagian dari perusahaan-perusahaan keluarga tersebut. Dengan demikian, walaupun *institutional holding* tergolong *outsider's holding* bersama dengan pemegang saham yang berasal dari publik (masyarakat), namun boleh dikatakan status sebagai *outsider* dari *institutional holding* tersebut menjadi semu, karena dalam kenyataannya mereka memiliki afiliasi yang kuat dengan manajemen, bahkan dikatakan pula bahwa manajemen sebagai kepanjangan tangan dari *institutional holders* tersebut.

Perbedaan karakteristik kepemilikan institusi di Indonesia yang masih memiliki hubungan dengan kelompok perusahaan akan berdampak pada pengambilan keputusan pendanaan perusahaan. Kepemilikan *institutional* mempunyai arti penting dalam monitor manajemen dalam mengelola perusahaan. Investor *institutional* secara efektif dapat melakukan *monitoring* terhadap manajemen perusahaan sehingga memiliki kecenderungan untuk menurunkan tingkat utang. Jadi hasil-hasil yang diperoleh mendukung pemikiran bahwa para investor *institutional* akan berfungsi sebagai pemantau yang efektif dan cukup membantu dalam menurunkan biaya keagenan.

### **3. Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Institusi terhadap Keputusan Investasi.**

Hasil penelitian menunjukkan kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusi secara simultan berpengaruh positif terhadap keputusan investasi. Artinya apabila kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusi ditingkatkan secara simultan maka keputusan investasi akan meningkat. Besarnya pengaruh yang diberikan oleh kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusi terhadap keputusan investasi adalah sebesar 27,43%, sedangkan sisanya sebesar 72,57% dipengaruhi oleh faktor lain.

Pengaruh kepemilikan manajerial terhadap keputusan investasi adalah positif sebesar 1,995%. Artinya pada saat kepemilikan manajerial bertambah maka keputusan investasi akan bertambah. Setiap peningkatan sebesar 1% kepemilikan manajerial, akan menambah investasi sebesar 1,995%. Jadi makin besar kepemilikan manajerial, menyebabkan kegiatan investasi perusahaan semakin bertambah.

Hal penelitian ini sesuai dengan penelitian Friend & Lang (1988) dan Mehran (1992) serta Itturiage, et al (2000) yang mengatakan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap keputusan investasi. Pemegang saham manajerial akan selalu meningkatkan investasinya di masa yang akan datang. Hal ini disebabkan karena sebagai pemilik dan juga *decision maker* di dalam perusahaan, mereka harus bisa mensejahterakan dirinya melalui keputusan investasi yang tepat.

Bertambahnya kepemilikan manajerial yang diikuti penambahan keputusan investasi sangat logis sekali. Bagi perusahaan yang dikelola oleh manajer yang sekaligus sebagai pemegang saham di perusahaan tersebut akan cenderung menambah investasi mereka dengan harapan perusahaan akan makin berkembang. Mereka tidak akan mementingkan dirinya sendiri untuk mencari keuntungan sebesar-besarnya seperti yang dikatakan *Eisenhardt* (1989). Mereka akan berpikir bahwa dengan menambah investasi, return yang akan mereka peroleh akan jauh lebih besar di masa depan.

Pengaruh kepemilikan *institutional* terhadap keputusan investasi adalah positif sebesar 1,66%, yang berarti semakin tinggi kepemilikan saham *institutional* di dalam perusahaan, akan meningkatkan investasi. Setiap peningkatan sebesar 1% kepemilikan *institutional*, akan meningkatkan investasi sebesar 1,66%. Jadi makin besar kepemilikan *institutional*, menyebabkan kegiatan investasi perusahaan semakin bertambah.

Hasil ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan Friend and Lang (1988), dan Mehran (1992). Tingginya kepemilikan saham *institutional* akan bertambah besar peran mereka dalam memonitor manajemen untuk selalu melindungi investasi mereka. Pemegang saham akan berusaha melindungi investasi mereka dengan cara memonitor manajemen pada saat level kepemilikan saham mereka meningkat.

#### 4. Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Institusi terhadap Kebijakan Dividen.

Hasil penelitian menunjukkan kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusi secara simultan berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Artinya apabila kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusi ditingkatkan secara simultan maka kebijakan dividen akan meningkat. Besarnya pengaruh yang diberikan oleh kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusi terhadap kebijakan dividen adalah sebesar 43,66%, sedangkan sisanya sebesar 56,34% dipengaruhi oleh faktor lain.

Pengaruh kepemilikan manajerial terhadap kebijakan dividen adalah negatif sebesar 21,71%, mengandung arti bahwa setiap kenaikan 1% pada kepemilikan saham manajerial maka *Dividend Payout Ratio* juga akan mengalami kenaikan sebesar 21,71%. Hasil ini sejalan dengan yang dikemukakan Easterbrook (1984), Rozeff (1982), Jensen et al (1992), Chen dan Steiner (1999), dan Collins and Wansley (2009) bahwa kepemilikan manajerial memiliki pengaruh negatif terhadap kebijakan dividen perusahaan.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial yang tinggi menyebabkan dividen yang dibayarkan pada pemegang saham rendah. Penetapan dividen rendah disebabkan manajer memiliki harapan investasi dimasa yang akan datang yang dibiayai dari sumber internal.

Jensen & Meckling (1976) mengemukakan bahwa *agency cost* akan rendah di dalam perusahaan dengan kepemilikan manajerial (*managerial ownership*) yang tinggi, karena hal ini memungkinkan adanya penyatuan antara kepentingan pemegang saham dengan kepentingan manajer yang dalam hal ini berfungsi sebagai *agent* dan sekaligus sebagai *principal*. Di dalam situasi demikian perusahaan tidak perlu membayar *dividend payout* yang tinggi untuk mengedalikan *agency cost*. Rasionalnya adalah bahwa dengan *managerial ownership* yang tinggi *agency problem* menjadi rendah antara manajer dengan pemegang saham. Semakin tinggi struktur kepemilikan dikuasai oleh *insiders* atau semakin kecil yang dikuasai oleh pihak *outsiders* maka semakin berkurang *agency problems*, karena semakin selarasnya antara kepentingan manajemen dengan kepentingan pemilik yang sebagian besar adalah manajemen sendiri. Dalam hal demikian semakin kecil ketergantungan kepada dividen sebagai mekanisme *monitoring*.

Dalam konteks *agency cost model* yang dikembangkan oleh Jensen & Meckling (1976), kebijakan dividen digunakan untuk meminimalisasi *agency cost* yang timbul dari potensi *conflict of interests* antara *agent* (manajer) dengan *principal* (pemilik perusahaan) akibat adanya pemisahan di antara kedua belah pihak tersebut. *Agency cost* merupakan biaya yang timbul dalam rangka mengendalikan atau memonitor tindakan manajer agar sesuai dengan kepentingan *principal*. Dasar dari *agency cost model* ini adalah ketika manajer disadari bisa bertindak tidak sesuai dengan kepentingan investor/pemegang saham, maka pemegang saham menggunakan mekanisme tertentu untuk mengontrol tindakan manajer tersebut. Salah satu dari mekanisme ini adalah melalui pembayaran dividen dengan *payout* yang tinggi.

Besarnya pengaruh kepemilikan institusi terhadap kebijakan dividen adalah positif sebesar 29,05%, ini dapat diartikan bahwa semakin tinggi proporsi kepemilikan institusi maka akan meningkatkan kebijakan dividen. Apabila kepemilikan institusi naik sebesar 1 %, maka nilai *Dividend Payout Ratio* yang akan dibagikan akan meningkat sebesar 29,053%

Kebijakan deviden menyangkut penentuan proporsi antara laba yang dibagikan bagi para pemegang saham atau untuk diinvestasikan kembali ke perusahaan. Perusahaan mengurangi proporsi pembayaran deviden dengan maksud agar perusahaan mempunyai cadangan dana segar untuk diinvestasikan kembali. Pemilik saham institusional memegang peranan penting dalam penentuan kebijakan deviden ini. Kelompok pemegang saham ini akan lebih memilih pembagian deviden dari pada menahan laba untuk diinvestasikan kembali ke perusahaan. Deviden yang dibagikan sudah merupakan *return* yang sudah riil, sementara jika laba akan diinvestasikan kembali masih mengandung aspek resiko.

Hasil penelitian ini sesuai dengan *Bird in the hand theory* yang memandang bahwa dividen tinggi adalah yang terbaik, karena investor lebih suka kepastian tentang *return* investasinya serta mengantisipasi risiko ketidakpastian tentang kebangkrutan perusahaan (Gordon dalam Brigham dan Gapenski, 1996: 438).

Makin besar proporsi kepemilikan saham institusi, makin kuat kendali monitoring terhadap besarnya investasi modal. Para pemegang saham institusional lebih menyukai laba yang diperoleh perusahaan dibagikan sebagai dividen kepada para pemegang saham. Hal ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan dengan Turiyansingura (2000) dan Sulaeman Rahman Nidar (2008) bahwa struktur kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Namun tidak sejalan dengan teori yang dikemukakan Rozeff (1982), Crutchly (1999), Collins, M. Cary, Dutta, Amitabh S., and Wansley, James W., (2009) bahwa ada pengaruh negatif kepemilikan institusional terhadap dividen. Hal ini bisa dipahami karena kepemilikan institusi yang ada di Indonesia bukanlah institusi yang dimaksudkan dalam teori keagenan dari Jensen (1986), yaitu lembaga pensiun atau perusahaan investasi.

## 5. Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusi, Keputusan Pendanaan, Keputusan Investasi dan Kebijakan Dividen terhadap Nilai Perusahaan

Hasil penelitian pengaruh kepemilikan manajerial, kepemilikan institusi, keputusan pendanaan, keputusan investasi dan kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan secara simultan adalah positif sebesar 61,55%, sisanya sebesar 38,45% merupakan pengaruh dari variabel lainnya yang tidak teramati dalam penelitian ini.

Pengaruh kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan adalah negatif. Berdasarkan pengujian pengaruh kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan menghasilkan pengaruh negatif. Ini memberi arti bahwa penambahan besarnya kepemilikan manajerial justru akan menurunkan nilai perusahaan. Hasil ini konsisten dengan penelitian Crutchley & Hansen (1989) dan Fama & French (1998). Namun bertolak belakang dengan penelitian yang dilakukan Chen dan Steiner (1999), Fuerst dan Kang (2000), Itturiaga dan Sanz (2000) dan Collins, M. Cary, Dutta, Amitabh S., and Wansley, James W., (2009).

Berbeda dengan *managerial ownership*, *institutional ownership* memiliki pengaruh dengan arah hubungan yang positif sebesar 2,347%. Semakin tinggi proporsi kepemilikan institusi, akan meningkatkan nilai perusahaan. Hasil ini sesuai dengan penelitian Chen dan Steiner (1999). Tingginya kepemilikan oleh institusi akan meningkatkan pengawasan terhadap perusahaan. Pengawasan yang tinggi ini akan meminimalisasi tingkat penyelewengan yang dilakukan oleh pihak manajemen yang akan menurunkan nilai perusahaan. Selain itu pemilik saham institusional akan berusaha melakukan usaha-usaha positif guna meningkatkan nilai perusahaan miliknya.

Kepemilikan institusi memiliki proporsi saham terbesar dibandingkan dengan kelompok pemilik saham yang lain. Jumlahnya rata-rata kepemilikan saham institusi rata-rata mencapai 65,91%, hal ini akan menjadi alat monitoring yang sangat kuat bagi manajemen dalam mengelola perusahaan. Selain itu, dengan jumlah saham yang mayoritas pemilik saham institusi akan dapat mengawasi dengan menempatkan auditor internal maupun eksternal. Dengan pengawasan yang sangat ketat, manajemen akan mengelola perusahaan dengan baik, sehingga nilai perusahaan juga akan meningkat.

Variabel lainnya yang mempengaruhi nilai perusahaan adalah keputusan pendanaan. Variabel keputusan pendanaan memiliki pengaruh positif terhadap nilai perusahaan sebesar 1,539%.. Kenaikan *DER* yang ditunjukkan dengan kenaikan hutang perusahaan akan meningkatkan nilai perusahaan. Apabila keputusan pendanaan di sebuah perusahaan tinggi, maka akan meningkatkan kepercayaan investor terhadap perusahaan tersebut. Hasil ini sesuai dengan penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh De Angelo & Masulis (1980), Stulz (1990), McConell & Serveas (1995), Jung, Kim, Stulz (1996), dan Hasnawati (2005).

Peningkatan hutang diartikan oleh pihak luar tentang kemampuan perusahaan untuk membayar kewajiban di masa yang akan datang atau adanya risiko bisnis yang rendah, hal tersebut akan direspon secara positif oleh pasar. Investor akan percaya bahwa dengan penambahan hutang, perusahaan akan mampu melakukan ekspansi untuk kemajuan perusahaan. Bagi perusahaan yang pendanaannya melalui hutang investor akan lebih tertarik, karena pada saat pembagian keuntungan, proporsi pemegang saham tidak akan berkurang.

Hasil penelitian ini bertolak belakang dengan penelitian yang dilakukan oleh Fama & French (1998) yang menyatakan bahwa adanya hubungan negatif antara hutang dengan nilai perusahaan. Bertambahnya hutang di perusahaan dikhawatirkan akan menambah resiko bagi investor, sehingga mereka merespon dengan menjual sahamnya.

Variabel keputusan investasi memiliki pengaruh positif terhadap nilai perusahaan sebesar 1,9685%. Kenaikan investasi akan meningkatkan nilai perusahaan. Apabila tingkat investasi di sebuah perusahaan tinggi, maka akan meningkatkan kepercayaan investor terhadap perusahaan tersebut karena pertumbuhan investasi tersebut dapat dipersepsikan sebagai *good news* bagi investor. Selain itu, peningkatan investasi ini akan dianggap sebagai pertumbuhan perusahaan di masa yang akan datang. Myers (1977) menyatakan bahwa nilai perusahaan yang dibentuk melalui indikator nilai pasar saham sangat dipengaruhi oleh peluang-peluang investasi dan pengeluaran *discretionaty* di masa yang akan datang. Fama (1978) menyatakan bahwa nilai perusahaan semata-mata ditentukan oleh keputusan investasi. Pendapat tersebut dapat diartikan bahwa keputusan investasi itu penting, karena untuk mencapai tujuan perusahaan hanya akan dihasilkan melalui kegiatan investasi perusahaan (Modigliani & Miller, 1958).

Kebijakan dividen mempunyai pengaruh positif yang signifikan terhadap nilai perusahaan sebesar 2,94%. Hasil ini sesuai dengan penelitian Gordon (1963) dan Bhattacharya (1979) yang menyebutkan bahwa rasio pembayaran dividen memiliki pengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Semakin tinggi dividen yang dibayarkan kepada para pemegang saham, maka akan menaikkan nilai perusahaan. Peningkatan dividen dilakukan untuk memperkuat posisi perusahaan dalam mencari tambahan dana dari pasar modal dan perbankan. Dividen mengandung informasi atau sebagai isyarat (*signal*) akan prospek perusahaan (Rozeff, 1982). Pendapat Rozeff didukung hasil penelitian yang dilakukan oleh Asquith dan Mullins (1984), bahwa pengumuman meningkatnya dividen telah meningkatkan *return* saham, dan dapat digunakan untuk menangkalkan isu-isu yang tidak diharapkan perusahaan di masa mendatang.

## Kesimpulan

Berdasarkan rumusan masalah dan hipotesis yang telah dibangun serta analisis dari hasil penelitian, maka dapat disimpulkan sebagai berikut:

1. Kepemilikan saham manajerial dan kepemilikan saham institusi memiliki pengaruh yang signifikan terhadap keputusan pendanaan. Adapun pengaruh yang diberikan oleh kepemilikan saham manajerial dan kepemilikan saham institusi terhadap keputusan pendanaan adalah sebagai berikut :
  - a. Kepemilikan saham manajerial berpengaruh positif terhadap keputusan pendanaan, artinya kenaikan kepemilikan saham oleh pihak manajerial akan diikuti kenaikan keputusan pendanaan.
  - b. Kepemilikan saham institusi berpengaruh negatif terhadap keputusan pendanaan. Artinya peningkatan kepemilikan saham oleh institusi akan diikuti dengan penurunan *debt to equity ratio*. Kepemilikan saham institusi yang besar akan melakukan pengendalian secara efektif dan mendorong penggunaan pendanaan hutang lebih kecil.
2. Kepemilikan saham manajerial dan kepemilikan saham institusi memiliki pengaruh yang signifikan terhadap keputusan investasi. Adapun pengaruh yang diberikan oleh kepemilikan saham manajerial dan kepemilikan institusi terhadap keputusan investasi adalah sebagai berikut :
  - a. Kepemilikan saham manajerial berpengaruh positif terhadap keputusan investasi, artinya kenaikan kepemilikan saham oleh pihak manajerial akan diikuti kenaikan investasi.
  - b. Kepemilikan saham institusi berpengaruh positif terhadap keputusan investasi. Artinya peningkatan kepemilikan saham oleh institusi akan diikuti dengan kenaikan investasi.
3. Kepemilikan saham manajerial dan kepemilikan saham institusi memiliki pengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen. Adapun pengaruh yang diberikan oleh kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusi terhadap kebijakan dividen adalah sebagai berikut :
  - a. Kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen. Artinya peningkatan kepemilikan manajerial yang meningkat akan menurunkan pembagian dividen.
  - b. Kepemilikan saham institusi berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen, artinya kenaikan kepemilikan saham oleh institusi akan diikuti kenaikan dalam pembagian dividen. Laba yang dimiliki perusahaan cenderung akan dibagikan sebagai *return* kepada para pemegang saham.
4. Kepemilikan saham manajerial, kepemilikan saham institusi, keputusan pendanaan, keputusan investasi dan kebijakan dividen memiliki pengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Adapun pengaruh yang diberikan oleh masing-masing adalah sebagai berikut :
  - a. Kepemilikan saham manajerial berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan. Hal ini dapat diartikan bahwa semakin tinggi proporsi kepemilikan saham manajerial, akan menurunkan nilai perusahaan.
  - b. Kepemilikan saham institusi berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Semakin tinggi kepemilikan saham yang dimiliki oleh institusi maka nilai perusahaan akan meningkat. Tingginya kepemilikan saham oleh institusi akan meningkatkan pengawasan terhadap perusahaan. Pengawasan yang tinggi akan meminimalkan penyelewengan-penyelewengan yang dilakukan oleh pihak manajemen.
  - c. Keputusan pendanaan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Artinya pada saat ada kenaikan pada keputusan pendanaan maka nilai perusahaan akan meningkat.
  - d. Keputusan investasi berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Artinya peningkatan investasi akan diikuti dengan peningkatan nilai perusahaan. Apabila tingkat investasi di sebuah perusahaan tinggi, maka akan meningkatkan kepercayaan investor terhadap perusahaan tersebut. Persepsi investor ini akan berpengaruh terhadap permintaan saham perusahaan. Peningkatan permintaan terhadap saham perusahaan, akan menyebabkan tingginya harga saham perusahaan dan tentunya akan meningkatkan nilai perusahaan.
  - e. Kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Temuan ini dapat diartikan bahwa nilai perusahaan *public* di Indonesia lebih banyak dipengaruhi oleh kebijakan dividen yang dilakukan. Temuan ini melengkapi teori sinyal tentang pembayaran dividen sebagai sinyal tentang prospek perusahaan di masa yang akan datang. Selain informasi yang terkandung pada dividen yang dibagikan sebagai sinyal tentang prospek perusahaan, kondisi ini dapat disebabkan adanya asimetri informasi di pasar modal Indonesia. Selain itu terdapat karakter investor Indonesia yang lebih menginginkan kepastian pendapatan dalam bentuk dividen dari pada *expected return* atas keputusan investasi.

## DAFTAR PUSTAKA

- Adadeji, A. 1998. Does the Pcking Hypotesis Explain the Dividend Payout Ratio of Firm in The UK? *Journal of Business Finance and Accounting* 25 (9) and (10), Nopember/Desember, 1127-1155.
- Adam, Tim & Giabeoyal, Vidham K. 2003. The Investment Opporunity Set and its Proxy Variables: Theory and Evidence, *Hongkong University of Science and Technology*.
- Agus Sartono & Kusdhianto Setiawan. 1999. Adahadakah Pengaruh EVA terhadap Nilai Perusahaan dan Kemakmuran Pemegang Saham pada Perusahaan Public, *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia* Vol. 14 No. 4 hal. 129-139.
- Aharony, J & Swary, 1980. Quarterly Dividend and Earning Announcements & Stockholders Return: An Empirical Analysis. *Journal of Finance*, March 1-12.
- Akerlof, George A. 1970. The Market for Lemons: Quality Uncertainty and The Market Mehcanism, *Quarterly Journal of Economics* p. 488-500.
- Asquith, Paul & Mullins, Jr. David W. 1983. The Impact of Initiating Dividend Payments on Shareholders Wealth. *Journal of Business* Vol. 56 No. 1 p.77-96.
- Bacidore, Jeffrey M., Boquist, John A., Milbourn, Todd, & Thakor, Anjan V. 1997. The Search for The Best Financial Performance Measure. *Financial Analyst Journal* p. 11.20.
- Bacon. 2000. Determinants of Capital Structure for Rural Electric Cooperatives, Proceeding of the America Society of Business and Behavior Sciences, *Financial Analyst Journal* Vol 7, No. 2.
- Barclay, Michael J., & Smith, Clifford W. 2001. The Capital Structure Puzzle: Another Lock at the Evidence Section III, *Capital Structure and Payout Policy Journal* p. 197-09
- Bathala, C.T.; K.P. Moon, & R.P. Rao. 1994. Managerial Ownership, Debt Policy and The Impact of Institutional Holdings, An Agency Perspective. *Financial Management* 23, p. 35-50.
- Bhattacharya, S. 1979. Imperfect Information, Dividend Policy, and The Bird In The Hand Fallacy. *Bell Journal of Economics* 10, 259-270.
- Blume, M.E. 1980. Stock Return and Dividend Yields: Some More Evidence. *Review of Economic and Statistics* 62, November, 567-577.
- Brailsford, Timothy, Barry Oliver, Pua. 2002. On the Relationship Between Ownership Structure and Capital Structure. *Journal of Accounting and Finance* No. 42 p.1-26.
- Brealey & Myers. 2001, *Principle of Corporate Finance*. McGraw Hill New York.
- Brennan, Michael. 1970. Taxes, Market Valuation & Corporate Financial Policy. *National Tax Journal* p. 576-577
- Brigham, Eugene F & Gapenski, Louis C. 1996. International Financial Management. *The Dryden Press*, Florida.
- Brigham, Eugene & Ehrhardt, Michael. 2002. *Financial Management-Theory and Practise*, Tenth edition, Thamson Learning, Shouth Western.
- Brigham and Houston. 2001. *Fundamental of Financial Management*. Thomson, US of America.
- Charest, Guy. 1978. Dividend Information Stock Return and Market Efficiency II. *Journal of Finance Economics*, Vol 6 p.297-330.
- Chen, R. Carl & Steiner, T. 1999. Managerial Ownership and Agency Conflicts: A Nonlinear Simultaneous Equation Analysis of Managerial Ownership, Risk, Taking, Debt Policy, and Dividend Policy, *Financial Review*, Vol 1.34., h 119-137
- Copeland, Tom, Koller, Tim & Murrin J. 1999. *Valuation Measuring and Managing the Value of Companies*, Second Edition, McKinsey and Company, Inc.
- Crutchley, Claire & Hansen, Robert S. 1989. A Test of the Agency Theory of Managerial Ownership, Corporate Leverage, and Corporate Dividens. *Financial Management* (Winter), 36-46.
- Crutchley, Claire, Marlin Jensen, & Jahera, John. 1999. Agency Problem and the Simultaneity of Financial Decision Making The Role of Institutional ownership. *International Review of Financial Analysis*, 177-197.
- Damodoran, A. 2001. *Corporate Finance: Theory and Practice*, 2<sup>nd</sup> edition, Js, Dohn Wiley:USA.
- David, Freed R.1995, *Strategic Management, Fifth Edition*, Prentice Hall Englewood Cliffs, New Jersey.
- DeAngelo, H., and R.W. Masulis. 1980a. Leverage and Dividend Policy Irrelevanncy Under Corporate and Personal Taxation. *The Journal of Finance* 35 (2) May 453-464.
- \_\_\_\_\_. 1980b. Optimal Capital Structure Under Corporate and Personal Taxation. *The Journal of Finance Economics* 8, 3-29.

- Denis, David J. 1992. Corporate Investment Decision and Corporate Control: Evidence from Going-Private Transaction. *Financial Journal* p. 80-93.
- Easterbrook, F.H. 1984. Two Agency Cost Explanations of Dividends, *American Economic Review* 74, 650-659.
- Edwar, Tandelilin. 2010. *Portofolio dan Investasi Teori dan Aplikasi*. Penerbit Kanisius, Yogyakarta.
- Emery & Finnerty. 1997. *Corporate Financial Management*. Prentice Hall.
- Eisenhardt, Kathleen M. 1989. Agency Theory : An Assessment and Review *Academy of Management Review*. *Stanford University* Vol 14 No. 1 P 57-74.
- Ekaningrum Wibowo. 2002. Analisis Hubungan Deviden, Financial Leverage dan Investasi dalam Pengujian Hipotesis Pecking Order. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*, 16 Hal. 33-54.
- Euis Solihah & Taswan. 2002. Pengaruh Kebijakan Hutang terhadap Nilai Perusahaan serta Beberapa factor yang Memengaruhinya. *Jurnal Bisnis dan Ekonomi* Vol. 9 No. 2 Hal. 149-163.
- Farrar, D & Selwany L. 1967. Taxes Corporate Financial Policy and Return to Investor. *National Tax Journal* p.444-454.
- Fama, E.F.1974. The Empirical Relationship Between Dividend and Investment Decisions on Firms. *American Economic Review*, June, 304-318.
- \_\_\_\_\_. 1978. The Effect of the Firm's Investment and Financing Decision on the Welfare of its Security Holders. *American Economics Review* 68, June, 278-284.
- Fama, Eugene & French, Kenneth R. 1998. Taxes, Financing Decision, and Firm Value. *The Journal of Finance* Vol LII, 819-843.
- \_\_\_\_\_. 2000. Testing Tradeoff and Pecking Order Predictions About Dividend and Debt. *Working Paper*, University of Chicago.
- Frank, M., & Goyal, V. 2000. Testing the Pecking Order Theory of Capital Structure. *The Journal of Finance*
- Friend, I & Lang, LHP. 1988. An Empirical Test of The Impact of Managerial Self-Interest on Corporate capital Structure. *The Journal of Finance* 43, h.271-282.
- Fruet, Oren & Kang. 2000. Corporate Governance Expected Operating Performance. And Pricing. *Working Papers: Yale School of Management*, 1-138.
- Gardner, J.C., & C.A. Trzcinka, All Equity Firm and The Balancing Theory of Capital Structure, *The Journal of Financial Research*, Spring p.77-90.
- Gitman, L.J. 2003. *Principle of Management Finance*, 9<sup>th</sup> ed, Addison wasler. Massachusetts.
- Glen, Jack D., Yannis Karmokolias, Robert R. Miller, & Sanjay Shah. 1995. Dividend Policy and Behavior in Emerging Markets: To pay and not to Pay. *Discussion Paper* No. 28, International Finance Corporation, Washington DC.
- Gordon, M.J., 1963, Optimal Investment and Financing Policy. *Journal of Finance*, 264-272.
- Grinbaltt, M.S., R.W. Masulis, & S. Titman. 1984. The Evaluation Effect of Stock Split and Stock Dividend. *Journal of Financial Research* Vol 13 p.461-490.
- Gujarati, Damodar N. 1999. *Ekonometrika Dasar (Terjemahan Soemarno Zain)*. Penerbit Erlangga, Jakarta.
- Himmelberg, C.P. Hubbard, R.G. Palia, D. 1997. *Ownership Structure and Corporate Performance*. *Columbia University, Graduated School of Business, Paine Webber*, New York p.110-127.
- Itturiaga, F.J.L., & Sanz J.Aa.R. 2000. Ownership Structure, Corporate value, and Firm Investment: A Spanish Firm Simultaneous Equation Analysis. *Working Paper* Universidad de Valladolid, 1-32.
- Jelinek, Kate & Stuerke, Pamela S. 2009. The nonlinier Relation Between Agency Cost and Managerial Equity Ownership. *International Journal of Managerial Finance* Vol. 5 No. 2
- Jensen, M.C. 1986. Agency Cost of Free cashflow, Corporate Finance and Takeover. *American Economics Review* 76.
- Jensen, Michael C., & Meckling, William, H. 1976. Theory of The Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3, h.82-137.
- \_\_\_\_\_. & Smith, Clifford.1985. Stockholder, Manager and Credit Interests: Application of Theory Agency. *Recent Advance in Corporate Finance*, Homewood: Richard Irwin.
- Jensen, G.R., D.P. Solberg & T.S. Zorn. 1992. Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt and Dividend Policies. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* , 27 p.247-263.
- Jogiyanto. 1998. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. BFFE, Yogyakarta.
- Kaaro Hermeindito. 2003. Simultaneous Analysis of Corporate Investment, Dividend, and Finance Empirical Evidence Under High Uncertainty. *The Journal of Accounting, Management, and Economics Research*, Vol.3 No.1, February:1-7.
- Keown, Artur. 2002. *Basic Financial Management*. 12nd Edition, London: Prentice Hall International, Inc.

- Kim, W.S., & Sorensen E.G. 1986. Evidence on the Impact of the Agency Cost of Debt on Corporate Debt Policy. *Journal of Finance and Quantitative Analysis* 21, h. 121-144.
- Korajczyk, R.A., Levy Amnom. 2003. Capital Structure Choise: Macroeconomic Conditions and Financial Constrains. *Journal of Financial Economics* p. 75-109.
- Lauterbach, B., and Vaninsky, Alexander, 1999. Ownership Structure
- Lee, C.M.C. 1996. Measuring Wealth. *C.A. Magazine* April p.32-37.
- Lemons, Michael & Lins, Karl. 2001. Ownership structure, Corporate Governance, and Firm Value. *William Davidson Working Paper*, 393.
- Lins, Karl V. 2002. Equity Ownership and Firm Value in Emerging markets. *Social Science Research Network* (April), h.1-47.
- Lintner, John. 1956. Distribution of Income of Corporation of among Dividens, Retained Earnings and Taxes. *The America Review*, May, 97-113.
- Litzenberger, Robert H. dan Rasmuswanny, Krishna. 1982. The Effect of Dividend on Common Stock Price: Tax Effect or Information Effect. *Journal of Finance* Vol 37 No. 2 p. 429-443.
- Masulis, Ronald W. 1980. The Impact of Capital Structure Change on Firm Value: Some Estimates. *Journal of Finance* Vol. 38 p. 107-126.
- Masulis, Ronald W. & A.N. Korwar. 1986. Seasoned Equity Offering an Empirical Investigation. *Journal Financial Economics* Vol 15 p.91-118.
- Mbodja, M. & Mukherjee, Tarunk. 1994. An Investigation into Causality Among Firm, Dividend, Investment, and Financing Decision. *Journal of Financial Research* p. 517-530.
- McConnell, John J & Servaes, Henri. 1995. Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value. *Journal of Financial Economics* (27), h.596-612.
- McConnell, John J. & Muscarella, Cris J. 1984. Capitalizes Value, Growth Opportunities and Corporate Capital Expenditures Announcements. *Purdue University, Lafatette*.
- Mehran, H. 1992. Executive Insentive Plans, Corporate Control and Capital Structure. *Journal of Finance Quantitative Analysis* 27: 539-560.
- Miller, M., Dn Rock, K. 1985. Dividend Policy Under Assymetric Information. *Journal of Finance*, 40, 1031-1051.
- Morck, R., A. Shleifer, R.W. Vishny. 1989. Alternative Mechanisme for Corporate Control. *American Economics Review*, 79 p.261-297.
- Modigliani F., & M.H. Miller. 1958. The Cost of Capital, Corporation Finance and The Theory of Invesment. *The American Economic Review*, 261-297.
- \_\_\_\_\_. 1963. Taxes and The Cost of Capital: A Correction. *America Review* p 433-443.
- Moh'd, M. A., Perry, L.G., & Rimbey, J.M. 1995. An Investigation of Dynamic Relation Between Theory and Dividend. *The Financial Review*, Vol 30, No. 20, May.
- \_\_\_\_\_. 1998. The Impact of Ownership Structure on Corporate Debt Poliicy: A Time Series Cross Sectional Analysis. *Financial Review*, 85-99.
- Murali, S.C. & Welch J.B. 1989. Agent Owner, Control and Performance. *Journal Business Finance and Accounting* No. 16 p.385-398.
- Myers, S.C. 1977. Determinantsof Corporate Borrowing. *Journal of Financial Economics*, No.5, 147-175.
- Myers, S. C., & N. S. Majluf. 1984. Corporate Financing and Invesment Decision When Firm Have Information That Investor Do Not Have. *Journal of Financial Economics*, June, 187-221.
- Natarsyah Shahib. 2000. Analisis Pengaruh Beberapa Faktor Funadamental dan Resiko Sistematis terhadap Harga Saham. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia* Vol 15 No. 3 Hal. 294-312.
- Park, Kwang Woo & Evans, John. 2004. Firm Value Free Cash Flow and Financing Decision: Eviden form Japan. *Working Paper*, University of Illinios Urbana-Champaign and Curtin University of Technology Australia.
- Pearce, John & Robinson, Richard B. Jr. 1988. *Strategic Management: Strategy Formulation & Implementation 3th ed*. Richard D. Irwin, Inc. Homewood, Illinois 60430 Toppan Company, Ltd, Tokyo.
- Pindado, Julio & de la Torre, Chabela. 2008. *Financial Decisions as Determinants of Ownership Structure*. Managerial Finance Vol 34 No.12
- Ravit, S. A. 1988. An Interaction of Production and Financial Decision. *Financial Management*, No. 17, pp 87-99.
- Ross, S.A. 1977. The Determination of Financial Structuree: The Incentive Signalling Approach. *Journal of Economics*, Spring, 8, pp 23-40.



- Rozeff, M.1982. Growth, Beta, and Agency Cost as Determinants of Dividend Payout Ratio. *Journal of Financial Research* 5, 11, 249-259.
- Sartono, R. Agus & Kusdianto, Setiawan. 1999. Adakah Pengaruh EVA terhadap Nilai Perusahaan dan Kemakmuran Pemegang Saham pada Perusahaan Publik. *Jurnal Ekonomi & Bisnis Indonesia* Vol 14 No. 4, pp. 129-139.
- Sheifer & Vishny. 1986. Agency Conflict in Public and Negotiated Transfers of Corporate Control. *The Journal of Finance*, Vol. LV No. 2
- Slovin, Myron B., & Sushka, Meire.1993., Ownership Concentration, Corporate Control Activity, and Firm Value: Evidence From the Death of Inside Blockholder. *Journal of Finance Economics*, 32, 263-292.
- Smith Jr. C.W., & R.L. Watts. 1992. The Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend, and Compensation Policies. *Journal of Financial Economics* 13, June, 187-221.
- Sri Hasnawati. 2005. Pengaruh Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan dan Kebijakan Dividen terhadap Nilai Perusahaan Publik. *Disertasi*, Program Pascasarjana Universitas Padjadjaran.
- Stulz, R.M. 1989. Managerial Control of Voting Right Financing Policies and The Market for Corporate Control. *Journal of Financial Economics* 20, p.25-54.
- Sulaeman Rahman Nidar. 2008. Pengaruh Struktur Kepemilikan, Pertumbuhan Perusahaan, Volatilitas Pendapatan, dan Ukuran Perusahaan terhadap Kebijakan Dividen, Struktur Modal, dan Kinerja Emiten terbaik. *Disertasi*, Program Pascasarjana Universitas Padjadjaran.
- Suad Husnan.1994. *Manajemen Keuangan, Teori dan Penerapan, Buku 1 dan 2, Edisi Ketiga*. Yogyakarta:BFPE.
- Trueman, B.1986. The Relationship Between the Level of Capital Expenditure and Firm Value. *Journal of Finance and Quantitative Analysis* Vol 21 p. 115-129.
- Turyasingura. 2000. Substitutability of Agency Conflict Control Mechanism: A Simultaneous Equation Analysis of Insider Ownership. *Debt and Dividend Policies*.
- Van Horne, James & Wachowich. 2001. *Financial Management and Policy*. New Jersey, Prentice Hall.
- Yamneesri, Jira and Sudhir C., Lodh. 2002. The Effect of Ownership Structure on Firm Performance: Evidence from Thailand, *Hawaii International Conference on Business*, USA.
- Yuniningsih. 2002. Interdependensi Antara Kebijakan Dividend payout Ratio, Financial Leverage, dan Investasi Pada Perusahaan manufaktur Yang Listed di Bursa Efek Jakarta. *Jurnal Bisnis dan Ekonomi*, Vol.9, September, h.164-182.
- Walker, M. Mark. 2000. Corporate Takeover, Strategic Objective and Acquiring Firm Shareholders Wealth. *Financial Management*, Winter p.36-46.
- Wahidawati. 2001. *Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Institusional pada Kebijakan Hutang Perusahaan: Sebuah Perspektif Teori Agency*. Paper. *Symposium Nasional Akuntansi IV*.
- Weston, J.F. & Copeland, Thomas E. 1992. *Managerial Finance 9<sup>th</sup> Edition*. New York: Dryden Press.
- Wheelen, Thomas & Hunger, David J. 2000. *Strategic Management Business Policy*. 7<sup>th</sup> Edition , Prentice Hall Upper Saddle River, New Jersey.
- Wright, Peter & Ferris, Stephen P. 1997. Agency Conflict and Corporate Strategy: The Effect of Divestment on Corporate Value. *Strategic Management Journal* Vol. 18 p 77-83.
- Zhuang, Juzhong, David Web, Virginata, A. Capulong. 2000. Corporate Governance and Financial in East Asia, A Study of Indonesia, Republic of Korea, Malaysia, Philippines, and Thailand. *Asia Development Bank*, Manila