

# **PENGARUH STRUKTUR KEPEMILIKAN TERHADAP KEPUTUSAN KEUANGAN DAN NILAI PERUSAHAAN**

## **Survey Pada Perusahaan Manufaktur di PT. Bursa Efek Indonesia**

**Tendi Haruman**  
**Universitas Widyatama**

### **ABSTRACT**

*Top manager through the role of financial manager as the agent hired by the principal made three major decisions, which are: investment decision, financing decision, and dividend policy. Those decisions are interconnected and will create a value. Agency theory argued that in practice there will be conflict of interest between manager and the principal which is called as agency conflict.*

*Ownership structure plays an important role to minimize the problem result from agency conflict in a company through the increase of managerial ownership and institutional ownership.*

*The objective of this research is to investigate the effect of ownership structure to the financial decision and the value of the company, this research used for regression model. The models are: First Model to investigate the effect of ownership structure to the financing decisions. 2<sup>nd</sup> model, used to investigate the effect of ownership structure to investment decision. 3<sup>rd</sup> model used to investigate the effect of ownership structure to dividend policy and the 4<sup>th</sup> model used to investigate the effect of ownership structure to financial decision and company value*

*The population of this research is manufacturing companies listed in BEJ. The sampling method used in this research is purposive sampling. The results are 94 companies. Pooling data method is used to collect the data and two stage least squares (2 SLS) is the analysis method.*

*Base on the hypothesis test it can be summarized that simultaneously all predictor have significant effect. Partially: 1) Managerial ownership, Institutional Ownership and Dividend Payout Ratio Effect that to Equity Ratio (DER). 2) Managerial ownership, Institutional Ownership Debt to Equity Ratio (DER), dividend Payout Ratio, profitability to Growth effect the total Assets Growth (Investment decision). 3) Managerial Ownership, DER, Company Risk Effected Dividend Payout Ratio. 4) Managerial Ownership, Institutional Ownership, Investment and DPR Effect the Market Value of Equity (MVE). Finally the ownership structure (Managerial Ownership and Institutional ownership) and DPR Effect the Share Price.*

**Keywords :** *Financing Decesion, Investment Decesion, Dividend Policy, Managerial Ownership, Institutional ownership, Firm Value, Agency conflict, Agency cost.*

## I. PENDAHULUAN

Manajer perusahaan mempunyai tujuan untuk meningkatkan nilai perusahaan melalui implementasi keputusan keuangan yang terdiri dari keputusan investasi, keputusan pendanaan dan kebijakan dividen. Oleh sebab itu, dalam pelaksanaannya harus dilakukan dengan hati-hati dan tepat, mengingat setiap keputusan keuangan yang diambil akan mempengaruhi keputusan keuangan lainnya dan akan berdampak terhadap pencapaian tujuan perusahaan.

Keputusan investasi mencakup pengalokasian dana, baik dana yang berasal dari dalam perusahaan maupun dari luar perusahaan pada berbagai bentuk investasi. Gitman (2000) dan Brealy & Myers (2000) menyatakan bahwa keputusan investasi sangat penting karena akan mempengaruhi keberhasilan pencapaian tujuan perusahaan dan merupakan inti dari seluruh analisis keuangan. Sedangkan menurut Jensen dan Meckling (1976) menyatakan bahwa keputusan investasi dapat berperan sebagai mekanisme transmisi antara kepemilikan dan nilai perusahaan.

Implementasi keputusan investasi sangat dipengaruhi oleh ketersediaan dana dalam perusahaan yang berasal dari sumber pendanaan internal (*internal financing*) dan sumber pendanaan eksternal (*external financing*). Dengan memperhatikan sumber-sumber pembiayaan, perusahaan memiliki beberapa alternatif pembiayaan untuk menentukan struktur modal yang tepat bagi perusahaan. Dalam perspektif manajerial, keputusan struktur modal tidak hanya menentukan komposisi sumber internal dengan eksternal, tetapi keinginan dan pilihan yang hendak dicapai seorang manajer pun dapat menjadi pertimbangan di dalam menentukan keputusan tersebut, seperti yang diungkapkan oleh Barton dan Gordon (1988) bahwa "*More recent work has looked to a managerial perspective in an attempt to provide an explanation for the variations in capital structure.*" Jadi, inti dari fungsi pendanaan ini adalah bagaimana perusahaan menentukan sumber dana yang optimal untuk mendanai berbagai alternatif investasi, sehingga dapat memaksimalkan nilai perusahaan yang tercermin pada harga sahamnya.

Meningkatnya nilai perusahaan dapat menarik minat para investor untuk menanamkan modalnya. Bagi investor yang tertarik untuk berinvestasi tentunya tingkat *return* atau keuntungan yang akan diperoleh dari investasi yang ditanamkannya berupa *capital gain* dan dividen yang merupakan bagian keuntungan yang diberikan kepada para pemegang saham. Dalam hal ini manajer harus memutuskan apakah laba yang diperoleh perusahaan selama satu periode akan dibagikan seluruhnya atau hanya sebagian yang dibagikan sebagai dividen dan sisanya ditahan perusahaan atau biasa disebut laba ditahan (*retained earning*). Pembagian dividen sebagian besar dipengaruhi oleh perilaku investor yang umumnya lebih memilih pembagian dividen yang tinggi sehingga mengakibatkan *retained earning* menjadi rendah. Dalam kondisi informasi yang tidak seimbang (*Asymmetric Information*), para manajer dapat menggunakan strategi dalam kebijakan dividen untuk menangkal 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. Perbedaan kepentingan di dalam perusahaan yang dimaksud adalah perbedaan kepentingan antara manajer sebagai pengelola perusahaan (*agent*) dengan pemegang saham sebagai pemilik (*owners*). Tidak jarang pihak manajemen perusahaan mempunyai tujuan lain yang mungkin bertentangan dengan tujuan utama perusahaan. Perbedaan kepentingan inilah yang menyebabkan timbulnya

konflik yang biasa disebut sebagai konflik keagenan (*agency conflict*). Perbedaan tersebut terjadi karena manajer mengutamakan kepentingan pribadi, sebaliknya pemegang saham tidak menyukai kepentingan pribadi dari manajer karena apa yang dilakukan manajer tersebut akan menambah biaya bagi perusahaan sehingga menyebabkan penurunan keuntungan perusahaan dan dividen yang akan diterima pemegang saham. Pengaruh dari konflik antara pemilik (*owners*) dan manajer ini akan menyebabkan menurunkan nilai perusahaan, kerugian inilah yang merupakan *agency cost equity* bagi perusahaan (Jensen dan Meckling, 1976).

Penjelasan di atas secara eksplisit menyatakan bahwa karakteristik yang umum pada suatu struktur kepemilikan perusahaan dapat mempengaruhi pencapaian tujuan perusahaan. Dengan demikian, struktur kepemilikan perusahaan pun akan mempengaruhi keputusan keuangan yang terdiri dari keputusan investasi, pendanaan dan kebijakan dividen. Selain struktur kepemilikan perusahaan, banyak faktor-faktor lain yang harus diperhatikan karena faktor-faktor tersebut dapat berpengaruh terhadap keputusan keuangan perusahaan yang pada akhirnya akan mempengaruhi nilai perusahaan. Dalam penelitian ini faktor-faktor tersebut dijadikan sebagai variabel kontrol yang mempengaruhi ketiga keputusan keuangan perusahaan.

Pasar modal Indonesia yang dikategorikan sebagai pasar modal yang sedang tumbuh memiliki potensi yang tinggi untuk memberi kontribusi dalam ekonomi Indonesia. PT. Bursa Efek Indonesia sebagai salah satu bursa yang menjadi acuan pasar modal Indonesia memiliki 424 emiten, 68% atau 271 diantaranya adalah Industri Manufaktur. Seperti diketahui bahwa krisis ekonomi Indonesia berdampak pada nilai fundamental perusahaan, khususnya perusahaan yang *listing* di Pasar Modal. Krisis yang terjadi awal tahun 1997 pada dasarnya adalah kegagalan pengelolaan hutang (*financing policy*) yang berimplikasi pada keputusan investasi (*investment policy*) dan pembagian laba (*dividend policy*), karena ketiga keputusan tersebut saling berhubungan. 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 tidak diperoleh atau kecil. Kondisi ini tentu tidak akan memuaskan *stakeholders* khususnya para pemegang saham (*shareholders*) sebagai pemilik perusahaan (*owners*). Ini menyebabkan banyak para pemegang saham yang juga termasuk dalam jajaran direksi perusahaan (*managerial ownership*) melepas kepemilikannya kepada publik. Hal tersebut dapat dilihat dari gambar *managerial ownership* yang menunjukkan trend menurun, sebaliknya *institutional ownership* menunjukkan trend yang meningkat. Hal ini menjadikan tantangan tersendiri bagi manajemen perusahaan agar keputusan keuangan yang diambil bisa meningkatkan kinerja perusahaan dan pada akhirnya dapat meningkatkan nilai perusahaan.

Berdasarkan uraian dari berbagai penelitian yang telah dilakukan dan fenomena yang terjadi pada industri manufaktur, penulis ingin mengangkat masalah mengenai bagaimana pengaruh struktur kepemilikan terhadap keputusan keuangan dan nilai perusahaan.

## II. TINJAUAN LITERATUR DAN HIPOTESIS

Tujuan perusahaan adalah memaksimalkan nilai perusahaan melalui implementasi keputusan keuangan yang terdiri dari keputusan investasi, keuangan dan kebijakan dividen. Ketiga keputusan keuangan tersebut saling terkait satu dengan yang

lainnya atau terjadi interdependensi. Dalam proses pencapaian tujuan memaksimalkan nilai perusahaan akan muncul perbedaan kepentingan di antara manajer dan pemegang saham sebagai pemilik perusahaan, disebut sebagai *agency conflict*. Dengan demikian maka secara eksplisit dapat dinyatakan bahwa karakteristik yang umum pada suatu struktur kepemilikan perusahaan dapat mempengaruhi pencapaian tujuan perusahaan dan berarti pula mempengaruhi keputusan keuangan yang terdiri dari keputusan investasi, keuangan dan kebijakan dividen.

#### **A. Pengaruh Struktur Kepemilikan terhadap Keputusan Pendanaan**

Istilah struktur kepemilikan digunakan untuk menunjukkan bahwa variabel-variabel yang penting didalam struktur modal tidak hanya ditentukan oleh jumlah utang dan *equity* tetapi juga oleh prosentase kepemilikan oleh *manager* dan *institutional* (Jensen dan Meckling, 1976). *Manajerial ownership* dan *institutional investor* dapat mempengaruhi keputusan pencarian dana apakah melalui utang atau *right issue*. Jika pendanaan diperoleh melalui utang berarti rasio utang terhadap *equity* akan meningkat, sehingga akhirnya akan meningkatkan risiko. Kepemilikan institusional mempunyai arti penting dalam memonitor manajemen dalam mengelola perusahaan. Investor institusional dapat di substitusikan untuk melaksanakan peranan mendisiplinkan penggunaan *debt* (utang) dalam struktur modal.

Selanjutnya Jensen dan Meckling (1976;307) mempergunakan kerangka keagenan untuk membuat suatu analisis yang positif mengenai akibat-akibat dari konflik kepentingan antara *shareholder* (pemegang saham) manajer, dan *bondholder* (pemegang obligasi) atas keputusan-keputusan investasi dan pendanaan yang diambil perusahaan. Secara lebih umum, masalah ini mencakup penentuan struktur kepemilikan yang optimal dari perusahaan yang mencakup kuantitas relatif utang dan modal sendiri yang dipertahankan oleh manajer dan juga pihak luar serta penjelasan tentang utang (utang jangka pendek, jangka panjang) dan ekuitas. Bathala et al (1994) menguji pengaruh kepemilikan institusional terhadap *debt ratio* dan *insider ownership* dengan beberapa variabel kontrol. Hasil penelitian menunjukkan bahwa kepemilikan *insider*, *earning volatility*, *research and development and advertising expenses*, *growth*, *institutional ownership* memiliki hubungan yang negatif terhadap *debt ratio*, jadi hasil-hasil yang diperoleh mendukung pemikiran bahwa para investor institusional akan berfungsi sebagai pemantau yang efektif dan cukup membantu dalam menurunkan biaya-biaya keagenan.

Chen dan Steiner (1999) yang menambahkan bahwa kepemilikan manajerial menyebabkan penurunan utang karena adanya substitusi monitoring. Sehingga kepemilikan manajerial bisa menggantikan peranan utang dalam mengurangi *agency cost*. Friend and Lang (1988), menunjukkan bahwa *debt ratio* mempunyai hubungan negatif dengan manajerial ownership. Ini menunjukkan bahwa penggunaan utang akan semakin berkurang seiring dengan meningkatnya kepemilikan manajerial didalam perusahaan. Kim dan Sorensen (1986), serta Mehran (1992) menguji pengaruh kepemilikan manajerial terhadap rasio hutang perusahaan, hasilnya terdapat hubungan yang positif antara kepemilikan manajer dengan rasio hutang. Namun, penelitian yang dilakukan oleh Jensen, et al. (1992), menyatakan bahwa terdapat hubungan negatif antara prosentase kepemilikan manajer dengan *debt ratio*.

Selanjutnya Moh'd et al (1998), mengadakan studi mengenai dampak struktur kepemilikan pada kebijakan utang. Hasil penelitian menunjukkan bahwa struktur kepemilikan saham memiliki pengaruh yang negatif dan signifikan terhadap rasio utang. Begitu pula dengan faktor lainnya, memiliki pengaruh yang signifikan terhadap utang. Implikasi dari penelitian ini menunjukkan bahwa investor institusional secara efektif

dapat melakukan monitoring terhadap manajemen perusahaan sehingga memiliki kecenderungan untuk menurunkan tingkat utang dan meningkatnya kepemilikan manajerial dapat mengurangi peranan utang dalam mengurangi masalah keagenan.

**H<sub>1</sub> : Struktur kepemilikan berpengaruh terhadap keputusan pendanaan**

### **B. Pengaruh Struktur Kepemilikan terhadap Keputusan Investasi**

Pemegang saham institusional memiliki dorongan untuk memonitor dan mempengaruhi manajemen untuk melindungi investasi mereka yang signifikan (Friend and Lang, 1988; Mehran 1992). Karena peran ekonomi pemegang saham untuk melindungi investasi mereka dan akibatnya memonitor manajemen saham meningkat pada saat level kepemilikan saham mereka meningkat, dorongan menjadi meningkat seiring dengan peningkatan kepemilikan saham mereka.

**H<sub>2</sub> : Struktur kepemilikan berpengaruh terhadap keputusan investasi**

### **C. Pengaruh Struktur Kepemilikan terhadap Kebijakan Dividen**

Holder et al (1998) melakukan penelitian mengenai pengembangan teori *stakeholder* dalam proses kebijakan dividen. Faktor teori *stakeholder* dikelompokkan kedalam *net organization capital* pengaruh ukuran, biaya-biaya agensi, dan biaya transaksi. Perusahaan-perusahaan yang didanai *Net Organization Capital* lebih banyak mempergunakan ekuitas, dan mempertahankan tingkat likuiditas yang lebih tinggi untuk mencegah timbulnya biaya-biaya kekurangan finansial. Untuk meningkatkan likuiditas perusahaan perlu menurunkan rasio pembayaran dividen.

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 Easterbrook (1984) menyatakan bahwa pembayaran dividen pada pemegang saham akan mengurangi sumber-sumber dana yang dikendalikan oleh manajer, sehingga mengurangi kekuasaan manajer dan membuat pembayaran dividen mirip dengan monitoring *capital market* yang terjadi jika perusahaan memperoleh modal baru. Jensen et al (1992) menguji pengaruh *insider ownership* dan kebijakan dividen terhadap kebijakan hutang (*debt ratio*), hasil lainnya bahwa *insider ownership* akan menyebabkan penurunan rasio pembayaran dividen. Hasil penelitian Chen dan Steiner (1999) menyebutkan bahwa *managerial ownership* memiliki hubungan yang negatif dengan *debt* dan dividen. Hasil ini mengindikasikan bahwa *debt* dan dividen sebagai monitoring agent yang dapat mereduksi *agency cost*. Sedangkan hasil Turiyasingura (2000) menyebutkan bahwa hubungan antara *managerial ownership* secara signifikan berhubungan positif.

**H<sub>3</sub> : Struktur kepemilikan berpengaruh terhadap kebijakan dividen**

### **D. Pengaruh Financing Terhadap Nilai Perusahaan**

Setiap perusahaan menginginkan adanya kelangsungan operasinya dan pertumbuhan di masa yang akan datang. Salah satu keputusan penting yang harus dilakukan manajer (keuangan) dalam kaitannya dengan kelangsungan operasi perusahaan adalah keputusan pendanaan atau keputusan struktur modal. Struktur modal perusahaan merupakan komposisi pendanaan yang diambil perusahaan yang menunjukkan komposisi modal internal dan eksternal. Pendanaan yang diambil perusahaan ini dapat mempengaruhi nilai perusahaan (Modigliani&Miller ;1963, De Angelo&Masulis ;1980 , Bradley et al ;1984 dan Park&Evan ; 1996).

Apabila sumber pendanaan internal tidak mencukupi, maka perusahaan akan mengambil sumber pendanaan dari luar, salah satunya dari hutang. Apabila pendanaan

didanai melalui hutang, maka akan terjadi efek *tax deductible*. Artinya, perusahaan yang memiliki hutang akan membayar bunga pinjaman yang dapat mengurangi penghasilan kena pajak, yang dapat memberi manfaat bagi pemegang saham. Pengurangan pajak ini akan menambah laba perusahaan dan dana tersebut dapat dipakai untuk investasi perusahaan di masa yang akan datang ataupun untuk membagikan dividen kepada para pemegang saham. Apabila hal tersebut dapat dilakukan oleh perusahaan, maka penilaian investor terhadap perusahaan akan meningkat. Sehingga pendanaan memiliki pengaruh terhadap nilai perusahaan. Hal ini sesuai dengan penelitian De Angelo & Masulis (1980), Stulz (1990), McConnell dan Servaes (1995), Jung, Kim, Stulz (1996), Chen (2002), Stulz (1990), McConnell dan Servaes (1995), Jung, Kim, Stulz (1996).

#### **H<sub>4</sub> : Financing berpengaruh terhadap nilai perusahaan**

### **E. Pengaruh Investasi Terhadap Nilai Perusahaan**

Setelah perusahaan mencoba untuk mendapatkan dana, maka dana tersebut akan dipergunakan sebaik-baiknya untuk mendapatkan keuntungan di masa yang akan datang. Kegiatan investasi yang dilakukan perusahaan akan menentukan keuntungan yang akan diperoleh perusahaan dan kinerja perusahaan di masa yang akan datang. Apabila perusahaan salah di dalam pemilihan investasi, maka kelangsungan hidup perusahaan akan terganggu dan hal ini tentunya akan mempengaruhi penilaian investor terhadap perusahaan.

Untuk itu, seyogianya manajer (keuangan) hendaknya menjaga pertumbuhan investasi agar dapat mencapai tujuan perusahaan melalui kesejahteraan pemegang saham sehingga dapat meningkatkan nilai perusahaan. Hal ini sesuai dengan penelitian Fama (1978), Modigliani & Miller (1958)

#### **H<sub>5</sub> : Keputusan investasi berpengaruh terhadap nilai perusahaan**

### **F. Pengaruh Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan**

Kebijakan dividen ini merupakan *corporate action* yang penting yang harus dilakukan perusahaan kebijakan tersebut dapat menentukan berapa banyak keuntungan yang akan diperoleh pemegang saham. Keuntungan yang akan diperoleh pemegang saham ini akan menentukan kesejahteraan para pemegang saham yang merupakan tujuan utama perusahaan. Semakin besar dividen yang dibagikan kepada pemegang saham, maka kinerja emiten atau perusahaan akan dianggap semakin baik pula dan pada akhirnya perusahaan yang memiliki kinerja yang baik dianggap menguntungkan dan tentunya penilaian terhadap perusahaan tersebut akan semakin baik pula, yang biasanya tercermin melalui tingkat harga saham perusahaan. Hal ini sejalan dengan pendapat **Rozeff (1982)** yang menganggap bahwa dividen nampaknya memiliki atau mengandung informasi (*informational content of dividend*) atau sebagai isyarat prospek perusahaan.

Apabila perusahaan meningkatkan pembayaran dividen, mungkin diartikan oleh pemodal sebagai sinyal harapan manajemen tentang akan membaiknya kinerja perusahaan di masa yang akan datang. Sehingga kebijakan dividen memiliki pengaruh terhadap nilai perusahaan. Hal ini sesuai dengan penelitian Gordon (1963) & Bhattacharya (1979), Myers & Majluf (1984).

#### **H<sub>6</sub> : Kebijakan dividen berpengaruh terhadap nilai perusahaan**

### **G. Pengaruh Ownership Structure terhadap Nilai Perusahaan**

Selain ketiga keputusan keuangan di atas, terdapat satu variabel lain yang dapat mempengaruhi pencapaian tujuan perusahaan, yaitu struktur kepemilikan. Ada beberapa

hal yang perlu diperhatikan dalam struktur kepemilikan, antara lain: (1) Kepemilikan sebagian kecil saham perusahaan oleh manajemen mempengaruhi kecenderungan untuk memaksimalkan nilai pemegang saham dibanding sekedar mencapai tujuan perusahaan semata; (2) Kepemilikan yang terkonsentrasi memberi insentif kepada pemegang saham mayoritas untuk berpartisipasi secara aktif dalam perusahaan; (3) Identitas pemilik menentukan prioritas tujuan sosial perusahaan dan (4) maksimalisasi nilai pemegang saham, misalnya perusahaan milik pemerintah cenderung untuk mengikuti tujuan politik dibanding tujuan perusahaan.

Struktur kepemilikan ini merupakan proporsi kepemilikan saham oleh manajerial, public ataupun institusional. Di dalam penelitian ini digunakan kepemilikan manajerial dan institusional. Masalah yang sering ditimbulkan dari struktur kepemilikan ini adalah *agency conflict*, dimana terdapat kepentingan antara manajemen perusahaan sebagai pengambil *decision maker* dan para pemegang saham sebagai *owner* dari perusahaan. Tentunya perbedaan kepentingan ini akan berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

Jumlah pemegang saham besar (*large shareholders*) mempunyai arti penting dalam memonitor perilaku manajer dalam perusahaan (Shleifer dan Vishny ; 1986). Dengan adanya konsentrasi kepemilikan, maka para pemegang saham besar seperti institusional investors akan dapat memonitor tim manajemen secara lebih efektif dan dapat meningkatkan nilai perusahaan jika terjadi *takeover*. Selain itu, konsentrasi kepemilikan pada pihak luar perusahaan berpengaruh positif pada nilai perusahaan Lins (2002). Hasil-hasil di atas menunjukkan bahwa struktur kepemilikan perusahaan berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Hal ini sesuai dengan penelitian Morck et al. (1988) dan McConnell dan Servaes (1990), Holderness dan Sheeman (1985), Barclay dan Holderness (1991), Shome dan Singh (1995), Allen dan Phillips (2000), Cai et al. (2001).

#### **H<sub>7</sub> : Struktur kepemilikan berpengaruh terhadap nilai perusahaan**

#### **H. Hubungan Antara *Financing* dengan Investasi**

Semakin besar dana yang dimiliki oleh perusahaan, maka semakin besar kesempatan investasi yang bisa dilakukan oleh perusahaan. Pendanaan dalam penelitian ini merupakan pendanaan dari luar (hutang). Semakin besar hutang yang dimiliki perusahaan, akan semakin besar dana yang dimiliki oleh perusahaan. Namun di sisi lain, penambahan hutang akan menambah beban bunga perusahaan. Beban bunga ini akan mengurangi beban pajak yang ditanggung oleh perusahaan sebagai efek dari *tax deductible*.

Menurut Myers (1984); dan Myers & Majluf (1984), dengan asumsi bahwa profitabilitas relative konstan, teori *pecking order* memperkirakan bahwa *good investment* memiliki efek positif terhadap struktur modal (keputusan pendanaan). Hasil penelitian yang konsisten dengan *pecking order theory* dilakukan oleh Titman & Wessel (1985), Baskin (1989), Theis & Klock (1992) yang memperlihatkan bahwa rasio hutang berhubungan terbalik dengan kemampuan laba perusahaan. Temuan ini menjelaskan bahwa perusahaan yang memiliki kemampuan laba yang lebih baik akan lebih banyak menggunakan dana internal.

#### **Hubungan Antara *Financing* dengan Kebijakan Dividen**

Semakin besar dana yang dapat diperoleh perusahaan dari hutang, akan semakin besar kemungkinan para pemegang saham mendapatkan keuntungan dari dividen. Para pemilik perusahaan cenderung menyukai perusahaan menambah pendanaan

eksternalnya karena hal tersebut dapat menambah penghasilan mereka sehingga dapat meningkatkan kesejahteraan para pemilik perusahaan.

Frank dan Goyal (2000) menyatakan bahwa perusahaan-perusahaan besar akan menambah hutang untuk mendukung pembayaran dividen. Semakin tinggi tingkat hutang semakin banyak dana yang tersedia untuk membayar dividen yang lebih tinggi karena akan memberikan sinyal positif dan menyebabkan nilai perusahaan naik. Koch dan Shenoy (1999) membuktikan bahwa terdapat interdependensi antara kebijakan hutang dengan dividen yang secara signifikan bersama-sama mempengaruhi *future cash flow*. Hartono (2000) menemukan bahwa kebijakan dividen merupakan mekanisme untuk mempengaruhi kebijakan *leverage*.

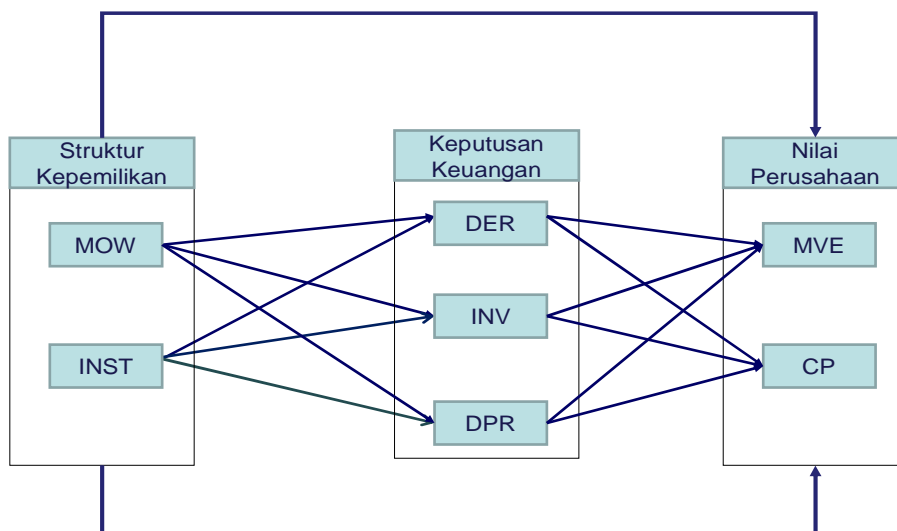
### **Hubungan Antara Kebijakan Dividen dengan Investasi**

Salah satu persamaan antara kebijakan dividen dan keputusan investasi adalah bahwa keduanya sama-sama bersumber dari laba perusahaan. Laba perusahaan akan dipergunakan untuk membayar dividen kepada para pemegang saham dan sisanya akan ditahan sebagai laba ditahan (*retained earnings*) yang akan digunakan untuk investasi perusahaan guna pertumbuhan di masa yang akan datang. Sehingga, semakin tinggi dana perusahaan dipakai untuk investasi, maka akan semakin kecil pendapatan yang akan diterima para pemegang saham sebagai dividen, begitupun sebaliknya.

Hal ini sesuai dengan penelitian Smith and Watts (1992), yang menyatakan hubungan kebijakan investasi dan kebijakan dividen dapat diidentifikasi melalui arus kas perusahaan. Semakin besar jumlah investasi dalam satu periode tertentu, semakin kecil dividen yang diberikan, karena perusahaan yang tumbuh diidentifikasi sebagai perusahaan yang *free cash flow*-nya rendah. (Jensen 1986 dalam Smith and Watts 1992). Levy dan Sarnat (1990) berpendapat bahwa perusahaan yang memiliki peluang investasi akan lebih memilih pendanaan internal daripada eksternal, karena pendanaan internal lebih murah. Akibatnya, kebijakan dividen lebih menekankan pada pembayaran dividen yang kecil.

Berbeda dengan teori di atas, *signaling theory* yang dikemukakan oleh Ross (1977), Bhattacharya (1979), Aharony & Swary (1980) dan Muller & Rock (1995), menyatakan bahwa peningkatan dividen merupakan sebuah sinyal positif tentang pertumbuhan perusahaan di masa yang akan datang, karena meningkatnya dividen diartikan sebagai adanya keuntungan yang akan diperoleh di masa yang akan datang sebagai hasil yang diperoleh dari keputusan investasi yang diambil perusahaan dengan NPV positif. Oleh sebab itu, adanya kesempatan investasi yang memberikan keuntungan yang tinggi bagi perusahaan tidak selalu diartikan dividen yang dibayarkan akan kecil atau tidak dibayarkan, tetapi dapat diartikan adanya prospek yang menjanjikan di masa yang akan datang untuk dapat membayar dividen yang lebih tinggi.

Berdasarkan penjelasan di atas, maka kerangka konseptual dalam penelitian ini dapat digambarkan sebagai berikut :



**Gambar 1**  
**KERANGKA KONSEPTUAL PENGARUH STRUKTUR KEPEMILIKAN**  
**TERHADAP KEPUTUSAN KEUANGAN DAN NILAI PERUSAHAAN**

### III. METODE PENELITIAN

#### A. Data dan Sampel

Populasi adalah seluruh kumpulan elemen yang dapat kita gunakan untuk membuat beberapa kesimpulan (Cooper dan Schindler, 2003: 179). Populasi pada penelitian ini adalah perusahaan industri manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEJ) pada tahun 1994-2005. Menurut informasi yang diperoleh dari "Indonesia Capital Market Directory 1994-2005," perusahaan industri manufaktur merupakan jumlah perusahaan terbanyak terdaftar di BEJ. Jumlah perusahaan yang terdaftar di BEJ pada tahun 2005 sebanyak 424 perusahaan, 271 perusahaan (64%) adalah perusahaan industri manufaktur.

Sampel adalah elemen dari populasi yang dipilih secara cermat sebagai subyek pengukuran yang dapat menjadi dasar penarikan kesimpulan tentang seluruh populasi. Kriteria penentuan sampel perusahaan adalah : (1) perusahaan yang telah terdaftar di BEJ sejak tahun 1994 dan masih aktif sampai dengan tahun 2005, dan (2) menyampaikan laporan keuangan dan data lain di dalam Indonesia Capital Market Directory (ICMD). Berdasarkan kriteria tersebut maka terdapat 108 perusahaan. Di ambil sampel sebanyak 94 perusahaan.

#### B. Metode Penelitian Yang Digunakan

Metode penelitian yang digunakan dalam penelitian ini adalah *hypotesis testing empirical study*, yaitu menguji hipotesis dari studi empiris yang pernah dilakukan, sehingga dapat dijelaskan temuan, baik yang konsisten maupun yang tidak konsisten dari hasil temuan-temuan empirik, terutama yang berkaitan dengan pengaruh variabel bebas terhadap variabel tidak bebasnya dan menggunakan menggunakan Metode Survei Penjelasan (*Explanatory Survey Method*). Dilihat dari aspek metode pengumpulan datanya, rancangan penelitian ini adalah penelitian pengamatan (*observasional*), sebab

sifat data berupa bahan yang hanya dapat diobservasi dan tanpa berusaha mendapatkan tanggapan dari pihak lain, sebab data penelitian ini peristiwa yang sudah terjadi pada waktu yang lalu. Dilihat dari aspek kemampuan manipulasi variabel, rancangan penelitian ini adalah penelitian *ex post facto*, sebab data penelitian berasal dari perusahaan industri manufaktur apa adanya tanpa dimanipulasi.

Dilihat dari aspek tujuan penelitian, rancangan penelitian ini adalah studi kausal, sebab tujuan penelitian berusaha menjelaskan hubungan sebab-akibat dalam bentuk pengaruh antara variabel melalui pengujian hipotesis. Kaidah utama hubungan kausal adalah hubungan sebab-akibat, yaitu: A menghasilkan B, atau A menyebabkan B. Proses kejadiannya, A terjadi sebelum B terjadi (*time sequence*), atau A terjadi kemudian selang waktu tertentu B kemudian terjadi (*lack period*), maka bentuk desain penelitian empiris ini ditetapkan adalah non-eksperimental atau *ex post facto*, yang dibagi atas dua bentuk : (1) Studi irisan-melintang (*cross sectional*), dan (2). Studi korelasional.

### C. Operasionalisasi Variabel

Penelitian ini mengikuti studi sebelumnya dalam mengukur variabel dependen dan independen. Namun pada penelitian ini, dibagi menjadi dua stage, yaitu pada stage pertama menguji pengaruh struktur kepemilikan dan faktor-faktor keuangan terhadap keputusan keuangan. Sedangkan pada stage kedua menguji pengaruh struktur kepemilikan dan keputusan keuangan terhadap nilai perusahaan. Pada tabel 1 akan dijelaskan perhitungan operasional untuk variable dependen dan independent.

**Tabel 1**  
**Operasional Variabel**

VARIABEL Yang Diteliti	PENGERTIAN	PERHITUNGAN	SKALA	RUJUKAN
<i>Managerial Ownership (MOWN)</i>	tingkat kepemilikan saham pihak manajemen yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan, diukur oleh proporsi saham yang dimiliki manajer pada akhir tahun yang dinyatakan dalam %	Persentase kepemilikan saham oleh manajerial perusahaan	Rasio	Jensen dan Meckling (1976); Agrawal Mendelker (1987); Friend and Lang (1988), Mehran (1992); Bathala et al (1994); Moh'd et al (1995); Chen dan Steiner (1999); Holder et al (1998); Iturriaga dan Sanz (2000)
<i>Institutional Ownership (INS)</i>	Tingkat kepemilikan saham institusional dalam perusahaan, diukur oleh proporsi saham yang dimiliki institusional pada akhir tahun yang dinyatakan dalam %.	Persentase kepemilikan saham oleh institusi	Rasio	Jensen dan Meckling (1976); Agrawal Mendelker (1987); Friend and Lang (1988), Mehran (1992); Bathala et al (1994); Moh'd et al (1995); Chen dan Steiner (1999); Holder et al (1998); Iturriaga dan Sanz (2000)
<i>Debt to Equity Ratio (DER)</i>	Rasio untuk menentukan pembelanjaan atas aktiva dan sekaligus menggambarkan	$\frac{\text{Total Debt}}{\text{Total Equity}}$	Rasio	Ravit (1988); Moh'd, et al, (1995); Adedeji (1998) ; Fama, et al, (2000); Bacon, et al,

	kebijakan hutang.			(2000); Yuniningsih (2002); Soliha & Taswan (2002).
<i>Investasi (INV)</i>	Pertumbuhan total assets perusahaan dari tahun ke tahun yang menunjukkan perkembangan investasi perusahaan.	$\frac{Total\ Assets - Total\ Assets_{t-1}}{Total\ Assets_{t-1}}$	Rasio	Ravit (1988); Moh'd, et al, (1995) Adedeji (1998); Fama, et al, (2000); dan Yuniningsih (2002).
<i>Dividend Payout Ratio (DPR)</i>	Rasio pendistribusian laba yang dibagikan kepada pemegang saham.	$\frac{Dividen\ Per\ Lembar\ Saham}{EPS}$	Rasio	Moh'd, et al, (1995); Adedeji (1998); Fama, et al, (2000); Ravit (1988); Frank and Goyal (2000); Sutrisno (2001); Yuniningsih (2002)
<i>Market Value of Equity (MVE)</i>	Total nilai pasar ekuitas perusahaan menurut penilaian para pelaku pasar	$\frac{Saham\ Beredar \times Harga\ a\ Saham}{Total\ Equity}$	Rasio	Smith & Watt (1992), Fama & French (1998), Hasnawati (2005)
<i>Closing Price (CP)</i>	Harga penutupan saham pada akhir periode (tahunan)	Harga penutupan pasar akhir periode (akhir tahun)	Rasio	Hasnawati (2005)
<i>Assets Structure (STR)</i>	Berhubungan dengan aset perusahaan yang selalu digunakan dalam operasi perusahaan yang memiliki nilai ekonomis yang tinggi.	$\frac{Fixed\ Assets}{Total\ Assets}$	Rasio	Adedeji (1998),
<i>Firm Size (SIZE)</i>	Berhubungan fleksibilitas dan kemampuan untuk mendapatkan dana dan memperoleh laba dengan melihat pertumbuhan penjualan perusahaan.	$Natural\ Logarithm\ of\ Sales$	Rasio	Adedeji (1998), Bacon, et al, (2000) Yuniningsih (2002), Soliha & Taswan (2002).
<i>Risk (RISK)</i>	Ketidak-pastian yang dihadapi perusahaan dalam menjalankan bisnisnya.	$\sigma \frac{EBIT}{ASSETS}$	Rasio	Adedeji (1998), Yuniningsih (2002).
<i>Profitability (PRO)</i>	Kemampuan perusahaan untuk menghasilkan keuntungan dari modal yang diinvestasikannya.	$\frac{EAT}{TA}$	Rasio	Adedeji (1998), Yuniningsih (2002).
<i>Liquidity (LIQ)</i>	Kemampuan perusahaan untuk membayar kewajiban-kewajibannya yang segera harus dipenuhi.	$\frac{Current\ Assets - Inventories}{Current\ Liabilities}$	Rasio	Adedeji (1998), Yuniningsih (2002).
<i>Growth (GROWTH)</i>	Tingkat pertumbuhan perusahaan yang diukur oleh pertumbuhan penjualan perusahaan.	$\frac{Sales_t - Sales_{t-1}}{Sales_{t-1}}$	Rasio	Adedeji (1998), Yuniningsih (2002).

### 3. Model Persamaan Simultan

Metode penelitian yang digunakan adalah metode *ex post facto*, sedangkan metode analisis yang digunakan adalah regresi bertahap dengan metode Regresi Linier Berganda dengan 2SLS (*two-stage least square*). Pada stage pertama, peneliti menguji pengaruh struktur kepemilikan dan faktor-faktor yang mempengaruhi keputusan

keuangan terhadap ketiga keputusan keuangan yaitu pada model persamaan regresi 1, 2 dan 3. Sedangkan pada stage kedua, peneliti menguji pengaruh struktur kepemilikan dan keputusan keuangan terhadap nilai perusahaan. Model persamaan regresi dapat dilihat di bawah ini:

**Model 1.**

$$\mathbf{DER} = \beta_{10} + \beta_{11}\mathbf{MOW} + \beta_{12}\mathbf{INS} + \beta_{13}\mathbf{INV} + \beta_{14}\mathbf{DPR} + \beta_{15}\mathbf{STR} + \beta_{16}\mathbf{SIZE} + \beta_{17}\mathbf{RISK} + \varepsilon_1$$

**Model 2.**

$$\mathbf{INV} = \beta_{20} + \beta_{21}\mathbf{MOW} + \beta_{22}\mathbf{INS} + \beta_{23}\mathbf{DER} + \beta_{24}\mathbf{DPR} + \beta_{25}\mathbf{PRO} + \beta_{26}\mathbf{SIZE} + \beta_{26}\mathbf{GROWTH} + \varepsilon_2$$

**Model 3.**

$$\mathbf{DPR} = \beta_{30} + \beta_{31}\mathbf{MOW} + \beta_{32}\mathbf{INS} + \beta_{33}\mathbf{DER} + \beta_{34}\mathbf{INV} + \beta_{35}\mathbf{LIQ} + \beta_{36}\mathbf{RISK} + \beta_{37}\mathbf{PRO} + \varepsilon_3$$

**Model 4.**

$$\mathbf{FV} = \beta_{40} + \beta_{41}\mathbf{MOW} + \beta_{42}\mathbf{INS} + \beta_{43}\mathbf{DER} + \beta_{44}\mathbf{INV} + \beta_{45}\mathbf{DPR} + \varepsilon_4$$

dimana :

- FV** = Nilai Perusahaan (variabel endogenus)
- DER** = Keputusan Pendanaan (variabel endogenus)
- INV** = Keputusan Investasi (variabel endogenus)
- DPR** = Kebijakan Dividen (variabel endogenus)
- MOW** = *Managerial Ownerships* (variabel eksogenus)
- INS** = *Institutional Ownerships* (variabel eksogenus)
- STR** = Struktur Asset (variabel eksogenus)
- SIZE** = Ukuran perusahaan (variabel eksogenus)
- RISK** = Tingkat Risiko (variabel eksogenus)
- PRO** = *Profitability* (variabel eksogenus)
- LIQ** = Likuiditas (variabel eksogenus)
- GROWTH** = Pertumbuhan perusahaan (variabel eksogenus)
- $\beta_{i0}$  = intersep / konstanta pada persamaan ke-i
- $\beta_{ij}$  = koefisien regresi untuk regressor ke-j pada persamaan ke-i
- $\varepsilon_i$  = *error term* untuk persamaan ke-i

Tampak dari formulasi di atas, variabel-variabel Keputusan Pendanaan (DER), Keputusan Investasi (INV) dan Kebijakan Dividen (DPR) bersifat saling menjelaskan atau merupakan variabel-variabel endogenus (*jointly dependent variables*). Dengan regressor yang terdiri dari variabel endogenus maka Nilai Perusahaan (FV) juga merupakan variabel endogenus. Adanya variabel-variabel endogenus ini membuat model di atas membentuk suatu model persamaan simultan.

#### IV. HASIL DAN PEMBAHASAN

##### A. Pengujian Model 1

##### **Pengaruh Managerial Ownership, Institutional Ownership, Investasi, Dividend Payout Ratio, Struktur Assets, Size Dan Risk Terhadap DER**

Penggunaan metode analisis 1 adalah untuk mengetahui pengaruh *managerial ownership, institutional ownership*, investasi, *Dividend Payout Ratio* (DPR), *struktur assets, size* dan *risk* terhadap *DER*. Hasil perhitungan dengan menggunakan SPSS dirangkum dalam tabel di bawah ini :

**Tabel 2**  
**Hasil Perhitungan Keputusan Pendanaan (DER)**

VARIABEL	Coefficients	Sig
Constanta	-42.263	0.000
Mown	81.463	0.000
Inst	5.747	0.134
E_Inv	-13.762	0.006
E_DPR	0.993	0.000
Stukt.Assets	-0.031	0.883
Size	0.693	0.355
Risk	3.706	0.426
Adj. R-Square =	0.057	
Sig-F =	0.000	

Sumber : Pengolahan Data SPSS

Berdasarkan tabel di atas, apabila diperlihatkan dalam model persamaan statistik diperoleh model persamaan regresi sebagai berikut :

$$DER = -42.263 + 81.463MOWN - 13.762INV + 0.993DPR + \epsilon$$

Pada model keputusan pendanaan (DER) terlihat bahwa secara simultan variabel *Managerial Ownership, Institutional Ownership*, Investasi, *Dividend Payout Ratio* (DPR), *Struktur Assets, Size* dan *Risk* berpengaruh terhadap *DER*. Sedangkan secara parsial *managerial ownership*, investasi, DPR dan struktur aset berpengaruh terhadap keputusan pendanaan (DER).

Variabel *managerial ownership* yang berpengaruh dengan arah hubungan yang positif. Ini berarti makin besar kepemilikan manajerial, menyebabkan rasio hutang perusahaan semakin bertambah. Hasil ini bertentangan dengan Kim dan Sorensen (1986), Mehran (1992) yang menyatakan bahwa struktur kepemilikan memiliki pengaruh yang positif terhadap rasio hutang. Di sisi lain, hasil penelitian ini konsisten dengan hasil penelitian Bathala et al (1994), Chen dan Steiner (1999), Jensen, et al. (1992), Moh'd et al (1998), Agrawal Mendelker (1987). Pada bab sebelumnya, terlihat bahwa pada grafik rasio hutang menunjukkan trend yang meningkat. Hal ini menunjukkan bahwa para pemilik baik manajerial maupun institutional lebih memilih sumber pendanaan dari luar perusahaan walaupun memiliki risiko yang tinggi. Karena keterbatasan modal yang dimiliki perusahaan, *managerial ownership* akan memilih sumber pembiayaan yang paling mudah yaitu dengan menggunakan hutang, dibandingkan dengan menerbitkan saham.

Variabel investasi berpengaruh terhadap *DER* dengan arah hubungan negatif. Hasil ini tidak konsisten dengan Chang dan Rhee (1990), Fama, et al, (2000), Adedeji (1998), Myers & Majluf (1984), Yuniningsih (2002), Kaaro (2003), dan Hasnawati (2005). Semakin tinggi investasi, maka akan menurunkan rasio hutang. Kegiatan investasi yang baik akan meningkatkan laba di masa yang akan datang. Laba yang diperoleh perusahaan ini akan menambah sumber dana internal perusahaan, sehingga perusahaan akan mengurangi pembiayaan dari luar. Hal ini sesuai dengan pendapat Titman & Wessel (1985), Baskin (1989), Theis & klock (1992) yang memperlihatkan bahwa rasio hutang berhubungan terbalik dengan kemampuan laba perusahaan. Temuan ini menjelaskan bahwa perusahaan yang memiliki kemampuan laba yang lebih baik akan lebih banyak menggunakan dana internal.

Variabel keputusan keuangan lainnya adalah *Dividend Payout Ratio* (DPR). Variabel ini mempengaruhi *DER* dengan arah hubungan positif. Hasil ini sesuai dengan penelitian Frank dan goyal (2000), dan Hensen (1989), Ross (1977), Leland dan Pyle (1977). Frank dan goyal (2000) menyatakan bahwa perusahaan-perusahaan besar akan menambah hutang untuk mendukung pembayaran dividen. Semakin tinggi pembayaran dividen, akan semakin besar modal yang dibutuhkan perusahaan. Apabila *internal equity* tidak dapat memenuhi pembayaran dividen dan investasi perusahaan, maka manajemen perusahaan akan berusaha mencari pendanaan dari luar perusahaan.

## B. Pengujian Model 2

### Pengaruh Managerial Ownership, Institutional Ownership, DER, Dividend Payout Ratio (DPR), Profitabilitas dan Growth Terhadap Investasi

Penggunaan metodel analisis 2 adalah untuk mengetahui pengaruh *managerial ownership, institutional ownership, DER, Dividend Payout Ratio* (DPR), *struktur assets, size* dan *risk* terhadap investasi. Hasil perhitungan dengan menggunakan SPSS dirangkum dalam tabel di bawah ini :

**Tabel 3**  
**Hasil Perhitungan Keputusan Investasi**

VARIABEL	Coefficients	Sig
Constanta	5.794	0.000
Mown	-8.535	0.000
Inst	-1.347	0.000
E_DER	0.047	0.003
E_DPR	-0.100	0.000
Profitabilitas	-0.475	0.000
Size	-0.119	0.000
Growth	0.071	0.000
Adj. R-Square = 0.136		
Sig-F = 0.000		

**Sumber** : Pengolahan Data SPSS

Berdasarkan tabel di atas, apabila diperlihatkan dalam model persamaan statistik diperoleh model persamaan regresi sebagai berikut :

$$INV = 5.794 - 8.535MOWN - 1.347INST + 0.047DER - 0.100DPR - 0.475PROF - 0.119SIZE + 0.071GROW + \epsilon t$$

Pada model keputusan investasi (*TA Growth*) terlihat bahwa secara simultan dan parsial, variabel *Managerial Ownership*, *Institutional Ownership*, *DER*, *Dividend Payout Ratio* (DPR), *Profitability*, dan *Growth* terhadap Investasi. Variabel independen pertama yang memiliki pengaruh terhadap investasi adalah *managerial ownership* dengan arah hubungan negatif. Hal ini jelas bertentangan dengan teori yang ada dan penelitian Friend and Lang (1988), Mehran (1992). Namun, tidak semua pemilik saham manajerial menginginkan investasi yang tinggi, karena mereka juga menginginkan kesejahteraan melalui pembayaran dividen. Sedangkan investasi akan mengurangi dividen yang akan mereka terima. Inilah salah satu tindakan oportunistik para pemegang saham manajerial. Mereka mengabaikan kepentingan perusahaan dan pemegang saham lainnya untuk kepentingan pribadi.

Variabel kepemilikan institutional memiliki arah hubungan yang negatif. Hasil ini pun jelas bertentangan dengan teori yang ada. Sama halnya dengan pemilik manajerial, tidak semua pemilik saham institutional menginginkan investasi yang tinggi, karena mereka juga menginginkan kesejahteraan melalui pembayaran dividen. Sedangkan investasi akan mengurangi dividen yang akan mereka terima. Walaupun perannya di dalam perusahaan sebagai kontroling, tetapi tidak menutup kemungkinan para pemilik institutional ini akan mementingkan kepentingan institusinya dibandingkan dengan kepentingan perusahaan.

Variabel *DER* berpengaruh dengan arah hubungan positif. Semakin tinggi *Debt to Equity Ratio*, akan meningkatkan investasi. Hasil ini sesuai dengan penelitian Megginson (1997), Gordon-Lintner, Jensen et al (1992), Esterbook (1984) dan Moh'ed, et al (1998). Tingginya hutang perusahaan akan meningkatkan pertumbuhan investasi. Dengan tingginya rasio hutang akan menambah sumber pendanaan yang dimiliki perusahaan. Besarnya dana yang dimiliki perusahaan, sebagian besar akan digunakan dalam kegiatan investasi guna pencapaian laba di masa yang akan datang.

Variabel keputusan keuangan lainnya yang berpengaruh terhadap investasi adalah *Dividend Payout Ratio*. Variabel ini memiliki arah hubungan negatif. Semakin tinggi DPR yang ditetapkan perusahaan, maka akan menurunkan investasi perusahaan. Hasil ini sesuai dengan penelitian Smith and Watts (1992), Barclay (1995) dan Adedeji (1998), Levy dan Sarnat (1990), Kaaro (2003), Jensen et al (1992), Myers & Majluf (1984). Tingginya dividen yang dibayarkan kepada para pemegang saham, akan mengakibatkan berkurangnya sumber dana yang dimiliki oleh perusahaan sehingga dana untuk melakukan investasi pun akan terbatas. Hal ini yang menyebabkan penurunan pertumbuhan investasi perusahaan. Untuk itu, kegiatan investasi akan didanai oleh sumber dana eksternal.

Variabel profitabilitas memiliki pengaruh terhadap investasi dengan arah hubungan negatif. Hasil ini jelas bertentangan dengan teori dan peneliti-peneliti terdahulu. Menurut Baskin (1989) semakin tinggi profitabilitas perusahaan, akan semakin tinggi kesempatan untuk berinvestasi, sehingga profitabilitas mempunyai pengaruh positif terhadap investasi. Namun, melihat dari hasil penelitian dengan variabel sebelumnya, tingginya laba akan mengurangi pendanaan eksternal perusahaan. Sedangkan investasi perusahaan sebagian besar didanai oleh sumber dana eksternal. Ini menyebabkan tingginya profitabilitas akan menurunkan hutang dan kesempatan investasi perusahaan. Hal ini dapat dilihat dari trend hutang dan investasi yang menurun sejalan dengan peningkatan profitabilitas perusahaan.

Ukuran perusahaan yang besar tidak menjamin pertumbuhan investasi yang besar pula. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa ukuran perusahaan berhubungan terbalik dengan investasi. Hasil ini sesuai dengan yang hasil penelitian Baskin (1989), namun bertentangan dengan hasil penelitian Yuniningsih (2002). Perusahaan yang

mempunyai ukuran yang kecil masih berada dalam situasi pertumbuhan yang tinggi, dan masih memiliki banyak kesempatan untuk mengembangkan usahanya. Dengan demikian, banyak kesempatan investasi yang perlu dikembangkan.

Semakin tinggi tingkat pertumbuhan perusahaan, maka akan semakin tinggi pula pertumbuhan investasinya. Ini dikarenakan jika perusahaan akan menjalankan proses operasionalnya maka perusahaan tersebut membutuhkan aktiva. Perusahaan dengan pertumbuhan yang tinggi akan memiliki kesempatan investasi yang lebih besar. Tingkat pertumbuhan perusahaan dapat mencerminkan tingkat pertumbuhan investasinya sehingga manajer keuangan perusahaan harus pandai-pandai dalam pengelolaannya, serta dalam menetapkan aktiva yang tepat yang akan digunakannya, selain itu mempunyai arah hubungan yang positif. Hasil ini sesuai dengan Fama (1974) dan Yuniningsih (2002) yang menemukan hubungan yang positif antara *growth* dengan keputusan.

### C. Pengujian Model 3

#### Pengaruh Managerial Ownership, Institutional Ownership, DER, Investasi, Liquidity, Risk dan Profitability Terhadap Dividend Payout Ratio (DPR)

Penggunaan metode analisis 3 adalah untuk mengetahui pengaruh *managerial ownership, institutional ownership, DER, investasi, struktur assets, size* dan *risk* terhadap *Dividend Payout Ratio (DPR)*. Hasil perhitungan dengan menggunakan SPSS dirangkum dalam tabel di bawah ini:

**Tabel 4**  
**Hasil Perhitungan Kebijakan Dividen (DPR)**

VARIABEL	Coefficients	Sig
Constanta	29.746	0.033
Mown	-13.326	0.000
Inst	-4.313	0.699
E_DER	7.739	0.000
E_Inv	-19.102	0.280
Liquidity	-0.075	0.015
Risk	71.462	0.215
Profitability	-7.187	0.480
Adj. R-Square = 0.024		
Sig-F = 0.000		

Sumber : Pengolahan Data SPSS

Berdasarkan tabel di atas, apabila diperlihatkan dalam model persamaan statistik diperoleh model persamaan regresi sebagai berikut :

$$\text{DPR} = 29.746 - 13.326\text{MOWN} + 7.739\text{DER} + 71.462\text{RISK} + \text{et}$$

Pada model *Dividend Payout Ratio (DPR)* terlihat bahwa secara simultan, variabel *Managerial Ownership, Institutional Ownership, DER, Investasi, Likquidity, Risk dan Profitability* berpengaruh terhadap *Dividend Payout Ratio (DPR)*. Sedangkan secara parsial, variabel yang berpengaruh terhadap *Dividend Payout Ratio (DPR)* adalah *manajerial ownership, DER, dan risiko*.

Variabel *manajerial ownership* berpengaruh dan arah hubungan yang negatif, ini dapat diartikan bahwa semakin tinggi proporsi kepemilikan saham oleh manajerial, maka akan menurunkan dividen. Para pemilik manajerial lebih menyukai laba yang diperoleh perusahaan digunakan untuk investasi demi kepentingan pertumbuhan

perusahaan dibandingkan digunakan untuk pembayaran dividen. Hal ini sesuai dengan pendapat Rozeff (1982) yang menyatakan bahwa pembayaran dividen adalah bagian dari monitoring perusahaan cenderung untuk membayar dividen yang tinggi jika manajer memiliki proporsi saham yang lebih rendah. Hasil yang sama ditemukan pada penelitian Jensen et al (1992), dan Chen dan Steiner (1999) yang menyebutkan bahwa insider (kepemilikan manajerial) akan menyebabkan penurunan pembayaran dividen, sehingga insider memiliki hubungan negatif dengan pembayaran dividen.

Variabel *DER* memiliki pengaruh dengan arah hubungan positif. Hasil ini bertentangan dengan penelitian Megginson, 1997, Gordon- Lintner, Jensen et al (1992), Esterbook (1984) dan Moh'ed et al (1998). Namun konsisten dengan penelitian Frank dan Goyal (2000), dan Hensen (1989), Ross (1977), Leland dan Pyle (1977). Semakin tinggi rasio hutang, maka akan meningkatkan rasio pembayaran dividen. Hal ini dapat dijelaskan bahwa peningkatan rasio hutang akan meningkatkan sumber pendanaan yang dimiliki perusahaan sehingga dana untuk pembayaran dividen akan semakin besar.

Variabel risiko memiliki pengaruh terhadap *Dividend Payout Ratio* dengan arah hubungan positif. Hal ini menunjukkan bahwa semakin tinggi risiko, akan meningkatkan pembayaran dividen. Hasil ini bertentangan dengan penelitian Moh'd, et al, (1995). Perusahaan yang berani menanggung risiko yang tinggi akan mendapatkan keuntungan yang tinggi pula (*high return, high risk*). Tingginya keuntungan yang diperoleh perusahaan ini dapat meningkatkan pembayaran dividen.

#### **D. Pengaruh Managerial Ownership, Institutional Ownership, DER, Investasi, dan Dividend Payout Ratio (DPR) Terhadap Nilai Perusahaan (FV)**

Dalam penelitian ini, nilai perusahaan (*Firm Value*) menggunakan dua proksi yaitu nilai pasar ekuitas (*Market Value of Equity*) dan harga penutupan saham (*Closing Price*).

##### **1. Market Value of Equity (MVE)**

Penggunaan metode analisis ini adalah untuk mengetahui pengaruh *managerial ownership, institutional ownership, DER, investasi, dan Dividend Payout Ratio (DPR)* terhadap MVE. Hasil perhitungan dengan menggunakan SPSS dirangkum dalam tabel di bawah ini :

**Tabel 5**  
**Hasil Perhitungan MVE**

<b>VARIABEL</b>	<b>Coefficients</b>	<b>Sig</b>
Constanta	5.993	0.015
Mown	-13.814	0.003
Inst	2.150	0.018
E_DER	0.135	0.105
E_INV	10.680	0.000
E_DPR	-0.210	0.000
Adj. R-Square = 0.116		
Sig-F = 0.000		

**Sumber :** Pengolahan Data SPSS

Berdasarkan tabel di atas, apabila diperlihatkan dalam model persamaan statistik diperoleh model persamaan regresi sebagai berikut :

$$\text{MVE} = 5.993 - 13.814\text{MOWN} + 2.150\text{INS} + 10.680\text{INV} - 0.210\text{DPR}$$

Pada model MVE terlihat bahwa secara simultan, variabel *Managerial Ownership*, *Institutional Ownership*, *DER*, Investasi dan DPR berpengaruh terhadap MVE. Sedangkan secara parsial variabel hanya variabel *DER* yang tidak berpengaruh terhadap MVE.

Variabel *managerial ownership* memiliki pengaruh dengan arah hubungan negatif. Hal ini dapat diartikan bahwa semakin tinggi proporsi kepemilikan manajerial, akan menurunkan *market value*. Hasil ini konsisten dengan penelitian Jensen dan Meckling (1976), Lemons & Lins (2001), Lins (2002), Cai, et al. (2001). Penurunan *market value* ini diakibatkan karena tindakan oportunistik yang dilakukan oleh para pemegang saham *managerial*. Menyambung hasil penelitian di atas, kepemilikan manajerial menginginkan pendapatan yang tinggi dibandingkan dengan pertumbuhan investasi perusahaannya.

Berbeda dengan *managerial ownership*, *institutional ownership* memiliki pengaruh dengan arah hubungan yang positif. Semakin tinggi proporsi kepemilikan institusi, akan meningkatkan nilai perusahaan. Hasil ini sesuai dengan penelitian Lins (2002), Vafeas (1999), Weisbach (1988), Yermack (1996), Morck, et al. (1988) dan McConnell dan Servaes (1990), Fruest dan Kang (2000), Slovin dan Sushka, (1993), Holderness dan Sheeman (1985), Barclay dan Holderness (1991), Shome dan Singh (1995), Allen dan Phillips (2000). Tingginya kepemilikan oleh institusi akan meningkatkan pengawasan terhadap perusahaan. Pengawasan yang tinggi ini akan meminimalisasi tingkat penyelewengan-penyelewengan yang dilakukan oleh pihak manajemen yang akan menurunkan nilai perusahaan. Selain itu, pemilik institusional akan berusaha melakukan usaha-usaha positif guna meningkatkan nilai perusahaan miliknya.

Variabel lainnya yang mempengaruhi MVE adalah investasi. Variabel keputusan investasi (*TA Growth*) memiliki arah hubungan positif dengan nilai perusahaan (MVE). 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 *discretionary* 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).

Variabel *Dividend Payout Ratio* (DPR) mempunyai pengaruh signifikan dengan arah negatif. Hasil ini bertentangan dengan penelitian Gordon (1963) & 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 menurunkan nilai perusahaan. Bagi sebagian investor, pembayaran dividen yang tinggi diindikasikan sebagai ketidakmampuan perusahaan dalam mengelola *free cashflow*-nya. Investor seperti ini akan beranggapan negatif terhadap perusahaan. Myers & Majluf (1984) menyatakan bahwa perusahaan yang *profitable* memiliki dorongan membayar dividen relatif rendah dalam rangka memiliki dana internal lebih banyak untuk membiayai proyek-proyek investasinya. Bahkan bagi perusahaan bertumbuh, peningkatan dividen dapat menjadi berita buruk karena diduga

perusahaan telah mengurangi rencana investasinya yang selanjutnya akan berpengaruh terhadap persepsi terhadap nilai perusahaannya.

## 2. Closing Price

Penggunaan metode analisis ini adalah untuk mengetahui pengaruh *managerial ownership*, *institutional ownership*, *DER*, investasi, dan *Dividend Payout Ratio (DPR)* terhadap *Closing Price*. Hasil perhitungan dengan menggunakan SPSS dirangkum dalam tabel di bawah ini :

**Tabel 6**  
**Hasil Perhitungan *Closing Price***

VARIABEL	Coefficients	Sig
Constanta	6.103	0.000
Mown	-4.848	0.000
Inst	-0.339	0.029
E_DER	-0.001	0.950
E_INV	-0.004	0.983
E_DPR	-0.070	0.000
Adj. R-Square = 0.096		
Sig-F = 0.000		

Sumber : Pengolahan Data SPSS

Berdasarkan tabel di atas, apabila diperlihatkan dalam model persamaan statistik diperoleh model persamaan regresi sebagai berikut :

$$\text{PRICE} = 6.103 - 4.848\text{MOWN} - 0.339\text{INST} - 0.070\text{DPR}$$

Pada model *Closing Price* terlihat bahwa secara simultan, variabel *Managerial Ownership*, *Institutional Ownership*, *DER*, Investasi dan DPR berpengaruh terhadap *Closing Price*. Sedangkan secara parsial variabel *Ownership*, *Institutional Ownership*, *DER*, dan *Dividend Payout Ratio (DPR)* Terhadap *Closing Price*.

Variabel struktur kepemilikan, baik *managerial ownership* maupun *institutional ownership* memiliki pengaruh dengan arah hubungan negatif. Hal ini dapat diartikan bahwa semakin tinggi proporsi kepemilikan manajerial, akan menurunkan harga saham. Hasil ini konsisten dengan penelitian Jensen dan Meckling (1976), Lemons & Lins (2001), Lins (2002), Cai, et al. (2001). Sama halnya dengan *market value*, tindakan oportunistik yang dilakukan oleh para pemegang saham manajerial pun dapat menurunkan harga saham perusahaan. Dengan adanya tindakan oportunistik dari para pemegang saham manajerial, pemegang saham lain akan merasa dirugikan yang mengakibatkan turunnya kepercayaan para investor terhadap perusahaan. Sehingga permintaan terhadap saham perusahaan akan menurun dan harga saham pun secara otomatis akan turun. Tidak menutup kemungkinan, pemilik institutional pun akan melakukan tindakan yang sama, yaitu mementingkan kepentingan institusinya dibandingkan dengan perusahaan. Pengawasan yang dilakukan terhadap perusahaan semata-mata dilakukan untuk kepentingan pribadi. Tindakan ini jelas akan merugikan operasional perusahaan sehingga dapat menurunkan kinerja dan akan berpengaruh terhadap nilai perusahaan yang tercermin pada tingkat harga sahamnya.

Variabel *Dividend Payout Ratio (DPR)* mempunyai pengaruh signifikan dengan arah negatif. Hasil ini sama dengan hasil terhadap *market value* perusahaan. Semakin tinggi dividen yang dibayarkan kepada para pemegang saham, maka akan menurunkan harga saham. Bagi sebagian investor, pembayaran dividen yang tinggi diindikasikan

sebagai ketidakmampuan perusahaan dalam mengelola *free cashflow*-nya. Investor seperti ini akan beranggapan negatif terhadap perusahaan. Myers & Majluf (1984) menyatakan bahwa perusahaan yang *profitable* memiliki dorongan membayar dividen relatif rendah dalam rangka memiliki dana internal lebih banyak untuk membiayai proyek-proyek investasinya. Bahkan bagi perusahaan bertumbuh, peningkatan dividen dapat menjadi berita buruk karena diduga perusahaan telah mengurangi rencana investasinya yang selanjutnya akan berpengaruh terhadap persepsi terhadap nilai perusahaannya.

## V. KESIMPULAN

**Pada persamaan *Debt to Equity Ratio (DER)*, *Managerial Ownership*, *Institutional Ownership* dan *Dividend Payout Ratio (DPR)* berpengaruh terhadap *Debt to Equity Ratio (DER)*. Adapun pengaruh yang diberikan masing-masing variabel independen terhadap stuktur modal adalah sebagai berikut:**

Struktur Kepemilikan (*managerial* dan *institutional ownership*) berpengaruh positif terhadap *Debt to Equity Ratio (DER)*. Hal ini menunjukkan bahwa para pemilik baik *managerial* maupun *institutional* lebih memilih sumber pendanaan dari luar perusahaan walaupun memiliki risiko yang tinggi. Variabel *Dividend Payout Ratio (DPR)* mempengaruhi *Debt to Equity Ratio (DER)* dengan arah hubungan positif. Semakin tinggi pembayaran dividen, akan semakin besar modal yang dibutuhkan perusahaan.

**Pada persamaan *investasi***, seluruh variabel independen berpengaruh terhadap investasi. Adapun pengaruh yang diberikan masing-masing variabel independen terhadap stuktur modal adalah sebagai berikut:

Variabel *managerial ownership* dan *institutional ownership* berpengaruh dengan arah hubungan negatif. Tidak semua pemilik saham manajerial menginginkan investasi yang tinggi, karena menginginkan kesejahteraan melalui pembayaran dividen. Inilah salah satu tindakan oportunistik para pemegang saham manajerial. Variabel *Debt to Equity Ratio (DER)*, variabel berpengaruh dengan arah hubungan positif. Tingginya hutang perusahaan akan menambah sumber dana perusahaan sehingga kesempatan untuk melakukan investasi akan semakin tinggi. Variabel *Dividend Payout Ratio* memiliki arah hubungan negatif. Tingginya dividen yang dibayarkan kepada para pemegang saham, akan mengakibatkan berkurangnya sumber dana yang dimiliki oleh perusahaan. Sehingga dana untuk melakukan investasi pun akan terbatas. Variabel profitabilitas memiliki pengaruh terhadap investasi dengan arah hubungan negatif. Variabel Ukuran Perusahaan berpengaruh negatif terhadap investasi. Variabel pertumbuhan perusahaan berpengaruh dengan arah hubungan positif.

**Pada persamaan *Dividend Payout Ratio (DPR)***, variabel yang berpengaruh signifikan adalah variabel *manajerial ownership*, *Debt to Equity Ratio (DER)*, dan risiko perusahaan. Adapun pengaruh yang diberikan masing-masing variabel independen terhadap stuktur modal adalah sebagai berikut:

Variabel *manajerial ownership* berpengaruh dan arah hubungan yang negatif. Para pemilik manajerial lebih menyukai laba yang diperoleh perusahaan digunakan untuk membayar terlebih dahulu untuk membayar beban bunga (apabila dilihat dari data hutang perusahaan yang tinggi) dibandingkan digunakan untuk pembayaran dividen. Hal ini yang menyebabkan pembayaran dividen menjadi menurun. Variabel *Debt to Equity Ratio (DER)* memiliki pengaruh dengan arah hubungan positif. Tingginya modal yang berasal dari hutang dapat digunakan untuk pembayaran dividen kepada para pemegang saham. Sehingga ada kesempatan untuk mendapatkan dividen yang lebih

tinggi dari sumber pendanaan eksternal ini. Variabel risiko memiliki pengaruh terhadap *Dividend Payout Ratio* (DPR) dengan arah hubungan positif.

**Pada persamaan *Market Value of Equity* (MVE)**, managerial ownership, institutional ownership investasi dan DPR mempengaruhi variabel MVE. Adapun pengaruh yang diberikan masing-masing variabel independen terhadap MVE adalah sebagai berikut:

Variabel managerial ownership memiliki pengaruh dengan arah hubungan negatif. Penurunan market value ini diakibatkan karena tindakan oportunistik yang dilakukan oleh para pemegang saham managerial. Menyambung hasil penelitian di atas, kepemilikan managerial menginginkan pendapatan yang tinggi dibandingkan dengan pertumbuhan investasi perusahaannya. Variabel institutional ownership memiliki pengaruh dengan arah hubungan positif. Tingginya kepemilikan oleh institusi akan meningkatkan pengawasan terhadap perusahaan. Pengawasan yang tinggi ini akan meminimalisasi tingkat penyelewengan-penyelewengan yang dilakukan oleh pihak manajemen yang akan menurunkan nilai perusahaan. Keputusan Investasi (*TA Growth*) berpengaruh positif terhadap MVE. Apabila tingkat investasi di sebuah perusahaan tinggi, maka akan meningkatkan kepercayaan investor terhadap perusahaan tersebut. Persepsi investor terhadap perusahaan tersebut akan baik. Persepsi investor ini akan berpengaruh terhadap permintaan saham perusahaan. *Dividend Payout Ratio* (DPR) berpengaruh negatif terhadap MVE. Dividen yang tinggi tidak selalu mengindikasikan bahwa perusahaan tersebut adalah baik. Tingginya pembayaran dividen dapat dipersepsikan oleh investor sebagai ketidakmampuan perusahaan mengelola atau menggunakan *free cashflow*-nya. Persepsi investor seperti ini dapat menurunkan nilai perusahaan.

**Pada persamaan harga saham**, dapat terlihat bahwa variabel struktur kepemilikan (kepemilikan manajerial dan kepemilikan institutional), dan *Dividend Payout Ratio* (DPR) secara signifikan mempengaruhi harga saham. Adapun pengaruh yang diberikan masing-masing variabel independen terhadap harga saham adalah sebagai berikut:

Variabel *managerial ownership* dan *institutional ownership* memiliki pengaruh dengan arah hubungan negatif. Hal ini dikarenakan adanya tindakan oportunistik para *managerial ownership*. Dengan adanya tindakan oportunistik dari para pemegang saham manajerial, pemegang saham lain akan merasa dirugikan. Pemilik institutional pun tidak menutup kemungkinan akan melakukan tindakan yang sama dengan pemilik manajerial. Dan hal mengakibatkan turunnya kepercayaan para investor terhadap perusahaan. Sehingga permintaan terhadap saham perusahaan akan menurun dan harga saham pun secara otomatis akan turun. *Dividend Payout Ratio* (DPR) berpengaruh negatif terhadap harga saham. Dividen yang tinggi tidak selalu mengindikasikan bahwa perusahaan tersebut adalah baik. Tingginya pembayaran dividen dapat dipersepsikan oleh investor sebagai ketidakmampuan perusahaan mengelola atau menggunakan *free cashflow*-nya. Persepsi investor seperti ini dapat menurunkan nilai perusahaan

Berdasarkan hasil penelitian yang telah dilakukan, maka dapat diambil kesimpulan sebagai berikut :

**Tabel 7**  
**Ringkasan Hasil Penelitian**

Variabel Dependend	Financial Decisions			Firm Value	
	Financing	Investment	Dividend	MVE	Closing Price
<b>Financing</b>		berpengaruh dengan arah positif	berpengaruh dengan arah positif	tidak berpengaruh	tidak berpengaruh
<b>Investment</b>	berpengaruh dengan arah positif		tidak berpengaruh	berpengaruh dengan arah positif	tidak berpengaruh
<b>Dividend</b>	berpengaruh dengan arah positif	berpengaruh dengan arah negatif		berpengaruh dengan arah negatif	berpengaruh dengan arah negatif
<b>Ownership</b>	berpengaruh dengan arah positif	berpengaruh dengan arah negatif	tidak berpengaruh	berpengaruh dengan arah negatif (managrial) berpengaruh dengan arah positif (institutional)	berpengaruh dengan arah negatif
<b>Assets Structure</b>	tidak berpengaruh				
<b>Firm Size</b>	tidak berpengaruh	berpengaruh dengan arah negatif			
<b>Risk</b>	tidak berpengaruh		berpengaruh dengan arah positif		
<b>Profitability</b>		berpengaruh dengan arah negatif	tidak berpengaruh		
<b>Liquidity</b>		.	tidak berpengaruh		
<b>Growth</b>		berpengaruh dengan arah positif			

Penelitian ini mempunyai beberapa kelemahan yang dapat dijadikan gambaran untuk penelitian berikutnya, yaitu : (1) Perusahaan yang diteliti tidak hanya terbatas pada satu industri saja, tetapi mencakup banyak industri sehingga hasil dapat melingkupi seluruh perusahaan yang listing di BEJ ; (2) Perlu dikaji lebih lanjut variabel struktur kepemilikan publik, mengingat dalam penelitian ini hanya terbagi dalam kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional. Sehingga dapat mencakup seluruh struktur kepemilikan yang ada di dalam perusahaan. Selain itu pada variabel nilai perusahaan dapat menggunakan indikator lain, misalnya dari pendekatan aktiva (*market to book assets ratio*) dan sebagainya. (3) Penelitian sebaiknya dilakukan pada periode penelitian yang lebih baru (tahun 2006), agar dapat dilihat nilai perkembangan nilai perusahaan yang lebih baru sehingga terlihat perbandingan keuangan yang baru. (4) Selain risiko fundamental perusahaan, perlu ditambahkan risiko lainnya seperti risiko secara makro sehingga perusahaan dapat menetapkan manajemen risiko yang sesuai dengan perkembangan manajemen keuangan. Sehingga ke depan dapat diteliti mengenai manajemen risiko di dalam pengelolaan fungsi keuangan dan kepemilikan perusahaan.

#### DAFTAR PUSTAKA

- Adedeji, A., 1998, "Does the Pecking Hypotesis Explain the Dividend Payout Ratio of Firm in The UK?" *Journal of Business Finance and Accounting* 25 (9) and (10), November/December, 1127-1155.
- Agrawal, A and Mendelker, G, 1987, "Managerial Incentive and Corporate Investment and Financing Decision," *Journal of Finance* 42, h. 823-837.
- Aharony, J & Swary, I, 1980, "Quarterly Dividend and Earnings Announcements & Stockholders Return : An Empirical Analysis," *Journal of Finance*, March, 1-12
- Amihud, Y. Dan B. Lev, 1981, "Risk reduction as a Managerial motive for Conglomerate Mergers," *Journal of Economics* 12 (2) : 605-617.
- Bacon, et al., 2000, "Determinants of Capital Structure For Rural Electric Cooperatives"m, Proceedings of The America Society of Business and Behavioral Sciences", Vol.7, NO.2
- Barclay, M.J., Smith, C.W. and Watts, R.L, 1995, "The Determinants of Corporate Leverage and Dividend Policies," *Journal of Applied Corporate Finance* 7, 4-19.
- Barton, S., and P. Gordon, 1998, "Corporate Strategy and Capital Structure." *Strategic Management Journal*, 9, 623-632.
- Baskin, J., 1989,"An Empirical Investigation of the Pecking Order Hypotesis," *Financial Management* Spring, 26-35.
- Bhatala.C.T.; K.P. Moon, dan R.P. Rao, 1994, "Managerial Ownership, Debt Policy, and the Impact of Institutional Holdings. An Agency Perspective," *Financial Management*, 23, h. 38-50.

- Bhattacharya, S., 1979, "Imperfect Information, Dividend Policy and The Bird In The Hand Fallacy," *Bell Journal of Economics* 10, 259-270
- Bolten Stephen, 1976, "Managerial Financial : Principles of Corporate Finance", Third Edition. McGraw Hill. Singapore
- Brailsford Timothy, Barry Oliver, Sandra, "Theory and Evidence on The Relationship Between Ownership Structure and Capital Structure", *Departement of Commerce, Australian National University*.
- Brealey and Myers, 2000, "Principles of Corporate Finance". McGraw Hill. New York.
- Brigham, Eugene F dan Louis C Gapenski, 1993, "International Financial Management", The Dryden Press, Florida
- Brigham, Eugene and Ehrhardt Michael. 2002, "Financial Management-Theory and Practise," Tenth edition, Thamson Learning, Shouth Western.
- Brigham and Houston, 1999, "Fundamental of Financial Management". Thomson. US of America.
- Blume, M.E, 1980, "Stock return and Dividend Yields : Some More Evidence," *Review of Economic and Statistics* 62, November, 567-577.
- Chang R. P., dan S. G. Rhee., 1990, "Tax and Dividend : The Impact of Personal taxes on Corporate Dividen Policy and Capital Structure Decisions," *Financial Management Summer*, 21-31
- Chen Kaifen, 2002, " The Influence of Capital Structure on Company Value with Different Growth Opportunities", *Paper of EFMA 2002 Annual Meeting*.
- Chen, R. Carl dan 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.34, h. 119137.
- Chung, Kee H, Charlie Charoenwong, 1991, "Invesment Options Assets and the Risk of Stock", *Financial Management*, Autum. P. 21-23
- Cooper R Donald dan Pamela Schindler, 2003, *Business Research Method*, McGraw Hill
- Crutchley Claire E dan Hansen, Robert S, 1989, "A Test of the Agency Theory of Managerial Ownership, Corporate Leverage, and Corporate Dividends," *Financial Management* (Winter), 36-46.

- Crutchley Claire, Marlin Jensen, John Jahera, 1999, " Agency Problem and the Simultaneity of Financial Decision Making The Role of Institutional Ownership", *International Review of Financial Analysis*, 177-197.
- DeAngelo, H., and R.W. Masulis, 1980a, "Leverage and Dividend Policy Irrelevancy Under Corporate and and Personal Taxation," *The Journal of Finance* 35 (2), May 453-464.
- DeAngelo, H., and R.W. Masulis, 1980b, "Optimal Capital Structure Under Corporate and Personal Taxation ," *The Journal of Finance Economics* 8, 3-29.
- Easterbrook, F.H., 1984, "Two Agency Cost Explanations of Dividends," *American Economic Review* 74, 650-659.
- Emery and Finnerty, 1997, "Corporate Financial Management," Prentice Hall.
- Fama, E., 1974, "The Empirical Relationship Between Dividend and Investment Decisions on Firms," *American Economic Review*, June, 304-318
- Fama, Eugene F., and French, Kenneth R., 2000, " Testing Tradeoff and Pecking Order Predictions About Dividend and Debt", *Working Paper*, University of Chicago.
- Fama, E.F., 1978, "The effect of The Firm's Investment and Financing Decision on the Welfare of it Security Holders," *American Economics Review* 68, June, 272-284
- Fama, Eugene & French, Kenneth R., 1998, "Taxes, Financing Decision, and Firm Value," *The Journal of Finance* Vol LII, 819-843
- Florentina, I.E., 2001, "Penguajian Hipotesis Pecking Order Theory : Analisis Terhadap Keterkaitan Dividend Payout Ratio, Financial Leverage dan Investasi", Thesis MSI (UGM)
- Frank, M., and Goyal, V., 2000, "Testing the Pecking Order Theory of Capital Structure".
- Friend, I dan 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.
- Fruest, Oren and Hyon, 2000, "Corporate Governance Expected Operating Performance, and Pringing", *Working Papers : Yale School of Management*, 1-138.
- Gitman, L.J, 2000, "Principle of Management Finance," 9th d, Addison Wasler, Massachussets.

- Gordon, M.J., 1963, "Optimal Investment and Financing Policy," *Journal of Finance*, 264-272
- Gujarati, Damodar N, 1995. *Basic Econometric*, Third Edition, Mc Graw Hill Book Company, New York.
- Harris Milton and Arthur Raviv, 1990, "Capital Structure and Information Role of Debt," *Journal of Finance*, 35 (2)
- Harris Milton and Arthur Raviv, 1991, "The Theory of capital Structure," *The Journal of Finance* VolXL No.1: 297-355
- Holder E. Mark., Langrehr W. Frederick dan Hexter J. Lawrence, 1998, "Dividend Policy Determinants: An Investigation of the influence of Stakeholder Theory", *Financial Management* (Autumn).
- Itturiaga, F.J.L., dan Sanz, J.A.R., 2000, "Ownership Structure, Corporate Value, and Firm Investment : A Spanish Firm Simultaneous Equation Analysis," *Working Paper Universidad de Valladolid*, 1-32.
- Jahera, John S and William P. Lloyd, 1996. "An Empirical Assessment of Factors Affecting Corporate Debt Levels, *Managerial Finance*, 22,2, p. 29.
- Jensen, GR, DP Solberg, dan TS Zorn, 1992, "Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt. and Dividends Policies," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, h. 247-263.
- Jensen, M.C., 1986, "Agency Cost of Free Cashflow, Corporate Finance and Takeover," *American Economics Review* 76.
- Jensen, Michael C., dan Meckling, William, H., 1976, "Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure," *Journal of Financial Economics*, 3, h. 82-137.
- Juliet D'Souza and Atul K. Saxena, 1999, "Agency Cost, Market Risk, Investment Opportunities and Dividend Policy – An International Perspective", Vol 25, No.6.
- 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:1-17.
- Kale, J.R., and T.H. Noe, 1990, "Dividend Uncertainty and Underwriter Cost Under Asymmetric Information," *Journal of Financial Research* 13, 265-277.
- Kim, WS dan Sorensen EG, 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.

- Kraus, A., and R.H. Litzenberger, 1973, "A State Preference Model on Optimal Financial Leverage," *Journal of Finance* 28, September, 911-922
- Leland, H., and D. Pyle.1997, "Informational Asmetries, Financial Structure, and Finance Intermediation," *Journal of Finance*, 32, 371-388.
- Lemons, Michael and Karl Lins, 2001, "Ownership Structure, Corporate Governance, and Firm Value", William Davidson Working Paper, 393.
- Levy, Haim and Marshall Sarnat, 1990, "Capital Invesment Financial Decisions", New York: Pentice Hall: 331 – 548
- Lins, Karl V, 2002, "Equity Ownership and Firm Value in Emerging Markets," *Social Science Research Network* (April), h. 1-47.
- Lintner, John, 1956, "Distributions of Income of Corporation of Among Dividends, Retained Earnings and Taxes,' *The America Review*, May 97-113.
- Mbodja, M & Mukherjee Tarunk, 1994, "An Investigation Into Causality Among Firm' Dividend, Invesment, & Financing Decision", *Journal of Financial Research*, pp 517-530.
- McConnell, John J dan Servaes, Henri, (1990},"Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value," *Journal of Financial Economics* (27), h. 595-612.
- Meggison, W.L., 1997, "Corporate Financial Theory," Addison Wesley, Massachusetts.
- Mehran, H., 1992, "Executive Insentive Plans, Corporate Control and capital Structure," *Journal of Finance and Quantitative Analysis* 27: 539-560.
- Miller, M, dan Rock, K. 1985, "Dividend Policy Under Assymmetric Information" *Journal of Fianace*, 40:1031-1051
- Modigliani F., and M.H. Miller, 1958, "The Cost of Capital, Corporation Finance and The Theory of Invesment," *The American Economic Review*, 261-297.
- Moh'd, M. A., Perry, L. G., and Rimbey, J. M., 1995, "An Investigation of Dynamic Relation Between Theory and Dividend", *The Financial Review*, Vol 30, No. 20, May.
- Moh'd, M. A., Perry, L. G., and Rimbey, J. M., 1998, "The Impact of Ownership Structure on Corporate Debt Policy : A Time Series Cross Sectional Analysis," *Financial Review*, 85-99.
- Myers, S. C., 1977, "Determinants of Corporate Borrowing", *Joumal of Financial*

*Economica*, No.5, 147-175.

- Myers, S.C, and N.S. Majluf., 1984, "Corporate Financing and Investment Decision When Firm Have Information That Investor Do Not Have," *Journal of Financial Economics*, June, 187-221.
- Putterman, L., "Ownership and the Nature of the Firm" *Journal of Comparative Economics*, 17(2) (1993), 243-263.
- 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 Structure: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 Ratios," *Journal of Financial research* 5, 11, 249-259.
- Slovin, myron B. And 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, and R.L. Watts, 1992, "The Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend, and Compensation Policies," *Journal of financial Economics* 13, June 187-221.
- Soliha dan Taswan, 2002, "Pengaruh Kebijakan Hutang Terhadap Nilai Perusahaan Serta Beberapa Faktor Yang Mempengaruhinya", *Jurnal Bisnis dan Ekonomi*, Vol.9, No.2.
- Sri Hasnawati, 2005, "Implikasi Keputusan Investasi, Pendanaan dan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan Publik di BEJ," *Usahawan*, No.09, September.
- Sutrisno, 2001, "Analisis Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Dividend Payout Ratio Pada Perusahaan Publik Di Indonesia", *TEMA*, Vol.II No.1
- Sulaiman, 1995, "Analisis Faktor-Faktor Yang Berpengaruh Terhadap harga Saham di BEJ ; Studi Kasus Pada Perusahaan Food and Beverages", Tesis Program Pasca Sarjana Universitas Airlangga, Surabaya.
- Sulistiono, Sugeng, 1994, "Analisis Beberapa Faktor Yang Berpengaruh Terhadap Harga Saham Pada Perusahaan Farmasi Yang Go Public di Indonesia.", Tesis, Program Pasca Sarjana Universitas Airlangga, Surabaya
- Turyyasingura. 2000, "Substitutability of Agency Conflict Control Mechanism : A Simultaneous Equation Analysis of Insider Ownership, Debt and Dividend Policies."
- Vafeas, Nikos, 1999, "Board Meeting Frequency and Firm Performance," *Journal of Financial Economics* (53), h. 113-142.

- Van Horne, James C., 2001, "Financial Management And Policy". New Jersey: Prentice-Hall.
- Van Horne, James dan Wachowich., 2004, "Fundamental of Financial Management". Prentice Hall. England.
- Wahyudi Untung dan Hartini, 2006, "Implikasi Struktur Kepemilikan Terhadap Nilai Perusahaan : Dengan Keputusan Keuangan Sebagai Variabel Inverting", *Simposium Nasional Akuntansi*, Padang.
- Weisbach. MS, 1988, "Outside Directors and CEO. Turnover," *Journal of Financial Economics* (20), h. 431-460.
- Yermarck, D, 1996, "Higher Market Valuation of a Company with a small Board of Directors." *Journal of Financial Economics*, Vol. 40, p.185-211.
- Yuniningsih, 2002, "Interpedensi Antara Kebijakan Dividend Payout ratio, Financial Leverage, dan Investasi Pada Perusahaan Manufaktur Yang Listed Di Bursas Efek Jakarta," *Jurnal Bisnis dan Ekonomi*, Vol.9, September, h 164-182