



Jurnal Keuangan dan Perbankan

Journal of Finance and Banking

Volume 10, Nomor 2, Desember 2008

ISSN 1410 8623

Jurnal Terakreditasi B

SK Direktur Jenderal Pendidikan Tinggi Departemen Pendidikan Nasional Republik Indonesia
Nomor : 65a/DIKTI/Kep/2008 Tanggal 15 Desember 2008

DIMENSI-DIMENSI KUALITAS JASA PERBANKAN DI INDONESIA

Firman Sihol Parningotan, Lerbin R. Aritonang R., dan Novianta L.T. Hutagalung

EFISIENSI TEKNIS PERBANKAN SYARIAH DI INDONESIA

Endri

THE WINNERS AND LOSERS EFFECT IN THE MALAYSIA STOCK EXCHANGE

Tafdil Husni

STRUKTUR KEPEMILIKAN, KEPUTUSAN KEUANGAN DAN NILAI PERUSAHAAN

Tendi Haruman

TINGKAT PRESTASI PERUSAHAAN BERDASARKAN KARAKTERISTIK TOP MANAJEMEN

Herri

RUMOR DAN KINERJA SAHAM PERUSAHAAN

Parningotan Julio N. Hutabarat dan Wilson R.L. Tobing

DISIPLIN PASAR DAN TINGKAT BUNGA PERBANKAN DI INDONESIA

Muazaroh

Pusat Penelitian dan Pengabdian Kepada Masyarakat
Program Magister Manajemen
IKPIA Perbanas Jakarta

STRUKTUR KEPEMILIKAN, KEPUTUSAN KEUANGAN DAN NILAI PERUSAHAAN

Tendi Haruman

Universitas Widyatama Bandung

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 of the firm. 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 decisions and the value of the firm. The population of this research is manufacturing companies listed in BEI. Pooling data method is used to collect the data and two stage least squares (2 SLS) is the analysis method. Based on the hypothesis test it can be summarized that simultaneously ownership structure has effect on financial decisions and firm value.

Keywords : Ownership structure, Financial Decisions, Firm Value, Agency Conflict

PENDAHULUAN

Dalam literatur *Finance*, tujuan perusahaan yang ingin dicapai adalah meningkatkan nilai perusahaan melalui implementasi keputusan keuangan yang terdiri dari keputusan investasi, keputusan pendanaan dan kebijakan dividen. Ketiga keputusan ini saling terkait, sehingga *Financial Manager* harus memutuskan secara tepat dan hati-hati.

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. 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 (khususnya *capital gain* dan *dividen*) untuk menanamkan modalnya. 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)*. 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 penca-

pajian 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.

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 yang didominasi emiten 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 gagalnya 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 ini menjadikan tantangan tersendiri bagi manajemen perusahaan agar keputusan keuangan yang diambil bisa

meningkatkan kinerja perusahaan dan pada akhirnya dapat meningkatkan nilai perusahaan. Dalam paper ini akan dibahas pengaruh struktur kepemilikan terhadap keputusan keuangan dan nilai perusahaan. Penelitian ini mengembangkan penelitian terdahulu dengan cara mengintegrasikan seluruh keputusan keuangan, struktur kepemilikan dan nilai perusahaan.

LANDASAN TEORITIS

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 hutang 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 hutang atau *right issue*. Jika pendanaan diperoleh melalui hutang berarti rasio hutang 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* (hutang) dalam struktur modal.

Selanjutnya Jensen dan Meckling (1976;307) mempergunakan kerangka keagenan untuk membuat suatu analisis yang positif mengenai berbagai 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 hutang dan modal sendiri yang dipertahankan oleh manajer dan juga pihak luar serta penjelasan

tentang hutang (hutang 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 kesimpulan penelitian mendukung pemikiran bahwa para investor institusional akan berfungsi sebagai paman-tau yang efektif dan cukup membantu dalam menurunkan biaya-biaya keagenan.

Chen dan Steiner (1999) yang 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 ratio* mempunyai hubungan negatif dengan manajerial ownership. Ini menunjukkan bahwa penggunaan hutang 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 hutang. Hasil penelitian menunjukkan bahwa struktur kepemilikan saham memiliki pengaruh yang negatif dan signifikan terhadap rasio hutang. Implikasi dari penelitian ini menunjukkan bahwa investor institusional secara efektif dapat melakukan monitoring terhadap

manajemen perusahaan sehingga memiliki kecenderungan untuk menurunkan tingkat hutang dan meningkatnya kepemilikan manajerial dapat mengurangi peranan hutang dalam mengurangi masalah keagenan.

Pengaruh Struktur Kepemilikan 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. Pemegang saham institusional memiliki dorongan untuk memonitor dan mempengaruhi manajemen untuk melindungi investasi mereka yang signifikan (Friend and Lang, 1988; Mehran 1992). Keputusan investasi sangat penting karena akan mempengaruhi keberhasilan pencapaian tujuan perusahaan dan merupakan inti dari seluruh analisis keuangan (Gitman; 2000 dan Brealy & Myers; 2000).

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.

Pengaruh Keputusan Pendanaan 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).

Keputusan pendanaan dipengaruhi oleh *Dividen Payout Ratio*, investasi risiko perusahaan, *struktur asset*, ukuran perusahaan (Ravit, 1988; Baskin 1989; Moh'd, et al, 1995; Adedeji, 1998; Bacon, et al., 2000; Yuniningsih, 2002; Soliha & Taswan, 2002)

Pengaruh Keputusan Investasi Terhadap Nilai Perusahaan

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. Investasi yang dilakukan perusahaan pada dasarnya adalah untuk meningkatkan pertumbuhan perusahaan dan mencapai tujuan perusahaan. 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).

Keputusan investasi dipengaruhi oleh *Dividen Payout Ratio*, *financial leverage*, profitabilitas, ukuran perusahaan dan pertumbuhan perusahaan (Baskin, 1989; Fama, 1974; Adedeji, 1998; Yuniningsih, 2002)

Pengaruh Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan

Kebijakan dividen ini merupakan *corporate action* yang penting yang harus dilakukan perusahaan. Kebijakan tersebut berupa penentuan 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 perusahaan akan dianggap semakin baik. Perusahaan yang memiliki kinerja yang baik dianggap menguntungkan dan tentunya penilaian terhadap perusahaan akan semakin baik pula, biasanya tercermin melalui peningkatan 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 positif membaiknya kinerja perusahaan di masa yang akan datang. Sehingga kebijakan dividen memiliki pengaruh terhadap nilai perusahaan.

Kebijakan *Dividen Payout Ratio* dipengaruhi ini adalah keputusan keuangan, investasi, likuiditas, profitabilitas, dan tingkat

risiko perusahaan. (Moh'd, et al., 1995; Adedeji, 1998; Yuninigsih, 2002; dan Sutrisno, 2001; Florentina, 2001).

Pengaruh Struktur Kepemilikan 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) memaksimalkan nilai pemegang saham, misalnya perusahaan milik pemerintah cenderung untuk mengikuti tujuan politik dibanding tujuan perusahaan.

Struktur kepemilikan ini merupakan proporsi kepemilikan saham oleh manajerial, publik ataupun institusional. Di dalam penelitian ini digunakan kepemilikan manajerial dan institusional. Masalah yang sering ditimbulkan dari struktur kepemilikan ini adalah *agency conflict*, dimana terdapat perbedaan kepentingan antara manajemen perusahaan sebagai pengambil *decision maker* dan para pemegang saham sebagai *owners* 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 McConnel dan Serveas (1990), Holderness dan Sheeman (1985), Barclay dan Holderness (1991), Shome dan Singh (1995), Allen dan Phillips (2000), Cai et al. (2001).

METODE PENELITIAN

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 (BEI) pada tahun 1994-2005. Menurut informasi yang diperoleh dari "Indonesia Capital Market Directory 1994-2005," perusahaan industri manufaktur merupakan jumlah perusahaan terbanyak terdaftar di BEI.

Kriteria penentuan sampel perusahaan adalah : (1) perusahaan yang telah terdaftar di BEI 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 terdapat 94 perusahaan sebagai sampel.

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*).

Variabel Penelitian

Dalam penelitian ini yang terdiri variabel

dibedakan menjadi variabel utama (Struktur Kepemilikan, Keputusan Pendanaan, Keputusan Investasi, Kebijakan Dividen; dan Nilai Perusahaan) dan variabel kontrol (Struktur Aset, Ukuran Perusahaan, Risiko, Profitabilitas, Likuiditas dan Pertumbuhan Penjualan), selengkapnya tersaji di tabel 1:

Tabel 1
Operasional Variabel

VARIABEL	PENGERTIAN	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 %	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 %.	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 kebijakannya hutang.	Ravit (1988); Moh'd, et al, (1995); Adedeji (1998); Fama, et al, (2000); Bacon, et al, (2000); Yuniningsih (2002); Soliha & Taswan (2002).
<i>Investasi (INV)</i>	Pertumbuhan total assets perusahaan dari tahun ke tahun yang menunjukkan perkembangan investasi perusahaan.	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.	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	Smith & Watt (1992), Fama & French (1998), Hasnawati (2005)
<i>Assets Structure (STR)</i>	Berhubungan dengan aset perusahaan yang selalu digunakan dalam operasi perusahaan yang memiliki nilai ekonomis yang tinggi.	Adedeji (1998),
<i>Firm Size (SIZE)</i>	Berhubungan fleksibilitas dan kemampuan untuk mendapatkan dana dan memperoleh laba dengan melihat pertumbuhan penjualan perusahaan.	Adedeji (1998), Bacon, et al, (2000) Yuniningsih (2002), Soliha & Taswan (2002).
<i>Risk (RISK)</i>	Ketidak-pastian yang dihadapi perusahaan dalam menjalankan bisnisnya.	Adedeji (1998), Yuniningsih (2002).
<i>Profitability (PRO)</i>	Kemampuan perusahaan untuk menghasilkan keuntungan dari modal yang diinvestasikannya.	Adedeji (1998), Yuniningsih (2002).
<i>Liquidity (LIQ)</i>	Kemampuan perusahaan untuk membayar kewajiban-kewajibannya yang segera harus dipenuhi.	Adedeji (1998), Yuniningsih (2002).
<i>Growth (GROWTH)</i>	Tingkat pertumbuhan perusahaan yang diukur oleh pertumbuhan penjualan perusahaan.	Adedeji (1998), Yuniningsih (2002).

Metode Analisis dan Model Penelitian

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*).

Model I.

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

Model II.

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

Model III.

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

Model IV.

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

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.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Penelitian ini menggunakan empat model, di mana model ke 1, 2, dan 3 untuk mengetahui pengaruh struktur kepemilikan terhadap keputusan pendanaan, keputusan investasi dan kebijakan dividen. Sedangkan

model ke empat adalah untuk mengetahui pengaruh struktur kepemilikan dan keputusan keuangan terhadap nilai perusahaan. Sebelum analisis regresi dilakukan, terlebih dahulu dilakukan pengujian model asumsi klasik terhadap empat model analisis sebagai syarat utama penggunaan statistik parametrik. Uji asumsi tersebut meliputi Autokorelasi, Multikolinieritas dan Heteroskedastisitas. Hasil pengujian menunjukkan bahwa model penelitian ini terbebas dari masalah *autokorelasi*, tidak terjadi *multikolinieritas* dan terbebas dari gejala *heteroskedastisitas*.

A. Pengujian Model 1, II, dan III

Hasil perhitungan ketiga model penelitian dengan menggunakan *software SPSS* dapat dirangkum dalam tabel di bawah ini :

Tabel 2. Hasil Regresi, Model DER, INV dan DPR

Variabel Endogenus: Debt to Equity Ratio (DER)			Variabel Endogenus: INV			Variabel Endogenus: Dividend Payout Ratio (DPR)		
Variabel Eksogenus	Coefficients	Sig	Variabel Eksogenus	Coefficients	Sig	Variabel Eksogenus	Coefficients	Sig
Constanta	-42.263	0.000	Constanta	5.794	0.000	Constanta	29.746	0.033
Mown	81.463	0.000	Mown	8.535	0.000	Mown	-13.326	0.000
Inst	5.747	0.134	Inst	1.347	0.000	Inst	-4.313	0.699
E_Inv	-13.762	0.006	E_DER	0.047	0.003	E_DER	7.739	0.000
E_DPR	0.993	0.000	E_DPR	-0.100	0.000	E_Inv	-19.102	0.280
Stukt Assets	-0.031	0.883	Profitabilitas	-0.475	0.000	Liquidity	-0.075	0.215
Size	0.693	0.355	Size	-0.119	0.000	Risk	71.462	0.015
Risk	3.706	0.426	Growth	0.071	0.000	Profitability	-7.187	0.480
Adj. R-Square = 0.057			Adj. R-Square = 0.136			Adj. R-Square = 0.024		
Sig-F = 0.000			Sig-F = 0.000			Sig-F = 0.000		

Sumber : Pengolahan Data SPSS

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

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 berpengaruh terhadap DER dengan arah hubungan yang positif. Ini berarti makin besar kepemilikan manajerial, menyebabkan rasio hutang perusahaan semakin bertambah. 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). Hal ini menunjukkan bahwa para pemilik (manajerial) 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 yang berpengaruh terhadap DER adalah Dividend Payout Ratio (DPR) dengan arah hubungan positif. Hasil ini sesuai dengan penelitian Frank dan goyal (2000), dan Hensen (1989), Ross (1977), Leland dan Pyle (1977) yang 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.

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

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* dan *Institutional Ownership* dengan arah hubungan positif. Hal ini sejalan dengan penelitian Friend and Lang (1988), Mehran (1992). Semua pemilik saham manajerial dan institutional menginginkan investasi yang tinggi agar *return* perusahaan dimasa depan meningkat yang berarti akan meningkatkan kesejahteraan mereka melalui dividen yang diterima nya nanti. Selain itu, temuan ini menjelaskan bahwa fungsi kontrol pemilik institutional di dalam perusahaan telah dijalankan.

Variabel *DER* berpengaruh terhadap investasi 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 *Dividend Payout Ratio* berpengaruh terhadap investasi dengan 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, bila 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.

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 Yuningsih (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.

Variabel pertumbuhan berpengaruh terhadap investasi dengan arah hubungan positif. Hasil ini sesuai dengan Fama (1974) dan Yuniningsih (2002) yang menemukan hubungan yang positif antara *growth* dengan keputusan. 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.

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

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 terhadap *Dividend Payout Ratio* (DPR) dengan arah hubungan positif. Hasil ini 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.

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

Dalam penelitian ini, nilai perusahaan (*Firm Value*) menggunakan proksi nilai pasar ekuitas (*Market Value of Equity*). Hasil perhitungan ketiga model penelitian dengan menggunakan *software SPSS* dapat dirangkum dalam tabel di bawah ini :

Tabel 3. Hasil Regresi Model Market Value of Equity (MVE)

Variabel Endogenus: Market Value of Equity (MVE)		
Variabel Eksogenus	Coefficients	Sig
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	

Pada model MVE terlihat bahwa secara simultan, variabel *Managerial Ownership*, *Institutional Ownership*, *DER*, Investasi dan DPR berpengaruh terhadap MVE. Sedangkan secara parsial variabel hanya variable *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 indikator fundamental tidak mencerminkan kondisi sebenarnya atau masih terjadi asimetri informasi. Hal ini berarti pula gagalnya manajer meyakinkan pasar atau tindakan yang dilakukan oleh para pemegang saham *managerial* tidak sejalan dengan keinginan pasar.

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), Yermarck (1996), Morck, et al. (1988) dan McConnel dan Serveas (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 keputusan investasi (*TA Growth*) berpengaruh terhadap nilai perusahaan (MVE) dengan arah hubungan positif. Kenaikan investasi akan meningkatkan nilai perusahaan. Hasil ini konsisten dengan pendapat Myers (1977), Fama (1978) dan (Modigliani & Miller, 1958). 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 dan penentu nilai perusahaan. Hal ini berarti

bahwa tujuan perusahaan hanya akan dihasilkan melalui kegiatan investasi perusahaan.

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 tumbuh, peningkatan dividen dapat menjadi berita buruk karena diduga perusahaan telah mengurangi rencana investasinya yang selanjutnya akan berpengaruh terhadap persepsi terhadap nilai perusahaannya.

KESIMPULAN

Secara simultan struktur kepemilikan berpengaruh terhadap keputusan keuangan dan nilai perusahaan (*Market Value of Equity*). Namun demikian temuan yang menarik adalah variabel *managerial ownership* yang proporsinya lebih kecil (rata-rata 6%) dari *institutional ownership* ternyata berpengaruh secara signifikan terhadap keputusan keuangan dan nilai perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa aspek *behavior* manusia begitu superior dalam aktivitas pengelolaan keuangan perusahaan. Temuan menarik lainnya adalah indikator fundamental perusahaan hanya mampu menjelaskan 11,6%, sedangkan selebihnya adalah

indikator persepsi pasar. Selain itu, penelitian ini menghasilkan model prediksi nilai perusahaan yang komprehensif (menyempurnakan model sebelumnya) yang melibatkan struktur kepemilikan, keputusan keuangan dan nilai perusahaan.

Perlu penelitian lebih lanjut terhadap perilaku manajer untuk mengatahui ada tidaknya tindakan oportunistik dalam berbagai bentuk. Selain risiko fundamental perusahaan, perlu ditambahkan risiko lainnya seperti risiko secara makro sehingga perusahaan dapat menetapkan manajemen risiko yang sesuai dengan perkembangan manajemen keuangan.

REFERENSI

- 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, N0.2
- 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 Hypothesis," *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. 119-137.
- Chung, Kee H, Charlie Charoenwong, (1991), "Investment 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 Rela-

- tionship 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), "Pengujian 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.
- Fruet, Oren and Hyon, (2000), "Corporate Governance Expected Operating Performance, and Pricing", *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 Take-over," *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 Finacial 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 Investment 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 Insetive Plans, Corporate Control and capital Structure," *Journal of Finance and Quantitative Analysis* 27: 539-560.
- Miller, M, dan Rock, K. (1985), "Dividend Policy Under Assymetric 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", *Journal of Financial Ecollomics*, No.5, 147-175.
- Myers, S-C, and 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.
- 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 Financialresearch* 5, 11, 249-259.
- Slovin, myron B. And Meire, (1993), "Ownership Concentration, Corporae Control Activity, and Firm Value : Evidence From the Death of Inside Blockholder", *Journal of Finañce Economics* ; 32, 263-292.
- Smith Jr. C.W, and R.L. Watts, (1992), "The Investment Opportunity Set and Corpo-

- rate Financing, Dividend, and Compensation Policies," *Journal of financial Economics* 13, June, 187-221.
- Solihha 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), "Interdependensi 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
