
PERILAKU MANAJERIAL DALAM PENGGUNAAN DANA DAN RESTRUKTURISASI KEUANGAN KAITANNYA DENGAN NILAI PERUSAHAAN

Oleh :
Diah Retnowati

Abstract

Agency potential problems occur in firms where managers have less than 100% stake. This conflict occurs because of different interests between managers, shareholders and other parties such as creditors. The difference of interest between the manager as the manager of the company and its shareholders as owners of the company, making the company's value as an objective of financial management companies do not reach the level that should be as desired. The research is to uncover managerial behavior in increasing corporate value through its actions in the use of funds and financial restructure of the company. The analysis tools that use panel data because the data presented is data times series and cross section. The results showed that the asset productivity and profitability significantly influence the value of the company, the level of risk does not significantly affect firm value. Then cashpayment to shareholder and bondholder cashpayment to also have a significant effect on firm value.

Kata Kunci : *Cashpayment To Shareholder, Cashpayment to Bondhalder, Produktivitas Assets, Profitabilitas, dan nilai perusahaan (Price Book Value)*

I. PENDAHULUAN

A. Latar Belakang Masalah

Banyak keputusan yang harus diambil oleh manajer keuangan dan kegiatan yang harus dijalankan mereka. Meskipun demikian kegiatan-kegiatan tersebut dapat dikelompokkan menjadi dua kegiatan utama, yaitu (i) mencari atau mendapatkan dana, dan (ii) menggunakan atau mengalokasikan dana tersebut. Dengan demikian manajer keuangan harus bisa menjawab pertanyaan tentang, pertama, bagaimana perusahaan bisa memperoleh dana yang diperlukan untuk investasinya, dan kedua, berapa banyak perusahaan harus melakukan investasi, dan pada aktiva apa saja investasi itu

harus dilakukan. (Suad Husnan, 2002, halaman 5).

Adapun tujuan dari pengelolaan dana perusahaan sebagaimana dijelaskan oleh John D. Martin, et al (1994, halaman 7) adalah maksimalisasi kekayaan para pemegang saham yang merupakan modifikasi dari maksimalisasi keuntungan dengan menyertakan perhitungan atas berbagai kerumitan yang akan dihadapi dalam praktek, yang sama artinya dengan tujuan maksimalisasi nilai pasar atas saham biasa perusahaan, karena tujuan ini mencakup berbagai aspek yang mempengaruhi layak tidaknya suatu keputusan finansial. Bila kebijakan investasi kurang tepat, para pemegang saham akan memberikan reaksi sedemikian rupa sehingga harga saham

itu merosot. Sebaliknya, kebijakan yang baik akan ditanggapi oleh para pemegang saham sedemikian rupa sehingga harga saham perusahaan itu akan melonjak. Oleh karena itu, semua keputusan finansial harus senantiasa dievaluasi atas dasar perhitungan akibatnya terhadap nilai perusahaan atau kekayaan para pemegang saham.

Dengan demikian manajer dipandang sebagai agen dari pemilik yang membayar mereka dan memberinya otoritas dalam pengambilan keputusan untuk mengelola perusahaan bagi keuntungan pemilik. Sebagaimana dijelaskan oleh Weston J. Fred and Brigham F. Eugene (1998, halaman 20), "jika manajer suatu perusahaan memiliki kurang dari 100 persen saham biasa perusahaan tersebut derajatnya termasuk sebagai agen dari pemilik yang lain".

Teori agensi sebagaimana dikutip Amihud dan Lev mengungkapkan bahwa, "manajer sebagai agen dari pemegang saham, tidak selalu bertindak atas nama kepentingan pemegang saham karena tujuan keduanya berbeda. Di satu pihak kesejahteraan pemegang saham semata-mata tergantung pada nilai pasar perusahaan, di pihak lain, kesejahteraan manajer sangat tergantung pada ukuran dan risiko kebangkrutan perusahaan. Akibatnya manajer tertarik untuk menanamkan modal dalam rangka meningkatkan pertumbuhan dan penurunan risiko perusahaan melalui diversifikasi, walaupun mungkin hal ini tidak selalu meningkatkan kesejahteraan pemegang saham", J.E Bethel (1993, halaman 16). Hasil penelitian Grand Jamine and Thomas sebagaimana dikutip oleh J.E. Bethel. Menunjukkan bahwa manajer dari perusahaan publik cenderung untuk memperluas dan melakukan diversifikasi

perusahaan, walaupun tidak meningkatkan nilai perusahaan. Biasanya usaha diversifikasi itu dilakukan melalui pembelian real asset yang tidak sesuai dengan usaha utama dari perusahaan tersebut. Sichernan and Pettway membuktikan bahwa, "potensi inefisiensi dihasilkan dari diversifikasi real asset dibandingkan dengan konsentrasi real asset", Bethel (1993, halaman 16).

Dengan asumsi bahwa pemilik perusahaan tidak terlibat langsung dalam pengelolaan perusahaan dan manajer merupakan orang yang dibayar untuk mengoperasikan perusahaan, maka manajer secara operasional bekerja independen terlepas dari campur tangan pemilik, kecuali dalam penentuan kebijakan umum. Berdasarkan asumsi tersebut ada kemungkinan bahwa, "manajer menggunakan dana yang tersedia untuk investasi yang berlebihan, karena hal ini akan meningkatkan kesejahteraannya dari pada mendistribusikannya kepada pemegang saham, manajer sebagai agen pemegang saham akan mengambil tindakan yang hanya memaksimalkan kepentingannya sendiri bila saja tidak ada insentif lain atau tidak dimonitor, bila hal ini terjadi tentunya tidak akan konsisten dengan tujuan memaksimalkan nilai perusahaan". Mann (1991, halaman. 214). Manajer biasanya tergoda dengan insentif untuk ekspansi dalam ukuran perusahaan dan membeli aktiva yang tidak ada kaitannya dengan bisnis utamanya (*unrelated asset*), karena tindakan ini akan mempertahankan posisinya. Lebih lanjut Rumelt mengungkapkan bahwa, "perusahaan-perusahaan konglomerasi kinerjanya lebih rendah dari pada kinerja perusahaan-perusahaan lainnya", Mann (1993, halaman 215).

Jika tindakan manajer sesuai dengan harapan investor, maka tidak terjadi permasalahan agensi. Sebagaimana diungkapkan oleh Mann, "Bila kepentingan manajer dengan pemegang saham benar-benar sejalan, maka manajer akan mendistribusikan seluruh free cash flow kepada shareholder", Man (1991: halaman 214). Ini berarti bahwa bila manajer memiliki kesamaan kepentingan dengan pemegang saham, maka manajer cenderung untuk mengurangi kas yang ada ditangannya dan lebih berhati-hati dalam mengalokasikan dana yang tersedia, yaitu lebih ditujukan pada kepentingan peningkatan kesejahteraan pemegang saham.

Manajer umumnya merupakan orang yang dibayar oleh pemilik perusahaan dan diberi wewenang untuk mengendalikan operasi perusahaan, oleh karenanya tidak tertutup kemungkinan tindakan dalam mengalokasikan dana yang ada dapat menyimpang dari harapan pemilik, bila saja tidak diberi insentif atau dimonitor secara baik. Dalam kaitan tersebut Williamson berpendapat, " bahwa manajer memperoleh nilai dari jenis pengeluaran tertentu misalnya mobil perusahaan, perlengkapan mebel kantor, letak kantor dan dana-dana untuk investasi yang memiliki nilai buat manajer disamping yang datang dari produktivitasnya", Stephen Randolph (1988: halaman 377).

Argumentasi teori agensi yang berkaitan dengan restrukturisasi keuangan mengungkapkan bahwa, " Restrukturisasi keuangan meningkatkan nilai perusahaan dengan cara mengambil kas dari tangan manajer dan membayarkannya kepada pemegang saham (cash payment to shareholder). Tindakan ini dapat mengurangi kemampuan manajer

untuk ekspansi dan diversifikasi perusahaan secara berlebihan di masa yang akan datang dan memaksanya untuk meningkatkan efisiensi operasi, bahkan mungkin dengan menjual unit bisnis yang tidak menguntungkan (Jensen, 1991)," Bethel (1993, halaman 17). Selanjutnya diungkapkan, " jumlah kas yang ada di tangan manajer dapat dikurangi dengan dua cara yaitu, dengan meningkatkan deviden kas (cash payment to shareholder) dan dengan menerbitkan hutang baru yang hasilnya untuk dibayarkan kepada pemegang saham dalam bentuk dividen khusus atau pembelian kembali saham yang beredar, tindakan terakhir ini dapat mengurangi aliran kas perusahaan dimasa yang akan datang dengan meningkatkan pembayaran bunga tetap atau cash payment to bondholder, sebagaimana diutarakan oleh Grossman dan Hart, 1986; Stulz 1990, Bethel (1993: halaman 17).

Berdasarkan pada uraian latar belakang di atas, maka *problem statement* dalam penelitian yang akan dilakukan ini adalah:

Adanya perbedaan kepentingan antara manajer sebagai pengelola perusahaan dan para pemegang saham sebagai pemilik perusahaan, menjadikan nilai perusahaan sebagai tujuan dari pengelolaan keuangan perusahaan tidak mencapai tingkat yang seharusnya sebagaimana yang diinginkan.

B. Perumusan Masalah

Dari keyakinan bahwa di Indonesiapun masalah agensi, dapat terjadi, maka penelitian ini mencoba untuk mengungkap suatu *research problem* sebagai berikut:

Bagaimana perilaku manajerial dalam menggunakan dana, melalui perubahan produktivitas asset,

profitabilitas, dan tingkat risiko, serta upaya restrukturisasi keuangan, dengan cara meningkatkan cashpayment to shareholder dan cashpayment to bondholder, berpengaruh pada pencapaian nilai perusahaan ?

Berdasarkan *problem statement* dan *research problem* tersebut di atas, maka secara lebih spesifik, penelitian ini diarahkan untuk menjawab beberapa pertanyaan penelitian atau *research questions*, sebagai berikut:

1. Apakah *cashpayment to shareholder* berpengaruh terhadap produktivitas asset ?.
2. Apakah *cashpayment to bondholder* berpengaruh terhadap produktivitas asset ?.
3. Apakah *cashpayment to shareholder* berpengaruh terhadap nilai perusahaan ?.
4. Apakah *cashpayment to bondholder* berpengaruh terhadap tingkat risiko ?.
5. Apakah produktivitas asset berpengaruh terhadap tingkat risiko ?.
6. Apakah produktivitas asset, sebagai indikasi penyimpangan dari perilaku manajerial dalam penggunaan dana, berpengaruh terhadap profitabilitas ?
7. Apakah profitabilitas berpengaruh terhadap nilai perusahaan ?.
8. Apakah tingkat risiko berpengaruh terhadap nilai perusahaan ?.

C. Batasan Masalah

1. Penelitian ini didasari oleh teori agensi, dengan demikian:
 - a. Perilaku manajerial dalam penggunaan dana digambarkan dengan variabel- variabel produktivitas asset, profitabilitas, dan tingkat risiko.

- b. Restrukturisasi keuangan perusahaan digambarkan dengan variabel *cashpayment to shareholder* dan variabel *cashpayment to bondholder*.

D. Tujuan dan Kegunaan Penelitian

1. Tujuan Penelitian

Penelitian ini bertujuan untuk :

- 1.1. Untuk menganalisis apakah *cashpayment to shareholder* berpengaruh terhadap produktivitas asset?
- 1.2. Untuk menganalisis Apakah *cashpayment to bondholder* berpengaruh terhadap produktivitas asset ?
- 1.3. Untuk menganalisis apakah produktivitas asset berpengaruh terhadap tingkat risiko ?.
- 1.4. Untuk menganalisis Apakah *cashpayment to bondholder* berpengaruh terhadap tingkat resiko?
- 1.5. Untuk menganalisis Apakah produktivitas assets berpengaruh terhadap profitabilitas perusahaan ?.
- 1.6. Untuk menganalisis Apakah *cashpayment to shareholder* berpengaruh terhadap nilai perusahaan ?.
- 1.7. Untuk menganalisis Apakah profitabilitas yang diharapkan berpengaruh terhadap nilai perusahaan ?.
- 1.8. Untuk menganalisis Apakah *tingkat resiko* berpengaruh terhadap nilai perusahaan ?

II. TELAAH PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN MODEL

A. Perilaku Manajerial

Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh perilaku manajerial dalam menggunakan dana dan upaya restrukturisasi keuangan perusahaan terhadap peningkatan nilai perusahaan. Perilaku manajerial tidak bisa dilepaskan dari kedudukan manajer sebagai agen dari pemegang saham. Teori yang paling sering digunakan dalam membahas perilaku manajerial adalah teori agensi. Ukuran perusahaan yang diinterpretasikan sebagai produktivitas asset, cashpayment to shareholders, dan cashpayment to bondholders dalam studi ini diduga menjadi determinan dari nilai perusahaan melalui perubahan yang terjadi pada tingkat risiko dan profitabilitas.

Pada kebanyakan perseroan besar, konflik agen yang potensial ini sangat penting, karena manajer perusahaan besar umumnya hanya memiliki saham dalam persentase yang kecil. Dalam situasi ini, maksimisasi kekayaan pemegang saham akan mengambil tempat di bagian belakang jika muncul konflik dengan tujuan manajer. Manajer dapat dimotivasi untuk bertindak demi kepentingan pemegang saham melalui pemberian insentif berupa imbalan atas kinerja yang baik dan hukuman untuk kinerja yang buruk. Beberapa mekanisme khusus dapat digunakan untuk memotivasi manajer agar bertindak sesuai dengan kepentingan pemegang saham, seperti a) kompensasi manajerial, b) intervensi langsung pemegang saham, c) ancaman PHK, dan d) ancaman pengambilalihan. (Brigham & Houston, 2001)

Bagaimana pengaruh setiap faktor terhadap nilai perusahaan, dan apa peranan manajer dalam menentukan faktor tersebut dapat dikemukakan dalam uraian berikut :

Berkaitan dengan teori tentang ukuran perusahaan Amihud dan Lev (1981), Jensen dan Murpy (1990), Marris (1964) mengungkapkan bahwa, "manajer memiliki insentif untuk ekspansi dan diversifikasi, walaupun hal tersebut tidak meningkatkan nilai pasar perusahaan karena kesejahteraan pribadinya sangat tergantung pada ukuran perusahaan dan resiko kebangkrutan dari pada kinerja perusahaan", J.E Bethel (1993, halaman 15). Akibatnya menurut Amihud dan Lev (1981), Marris (1964), "manajer termotivasi untuk menanamkan modalnya pada aspek pertumbuhan dan penurunan resiko melalui diversifikasi walaupun tindakan tersebut tidak meningkatkan kesejahteraan pemegang saham", Bethel (1993: halaman 16).

Bukti empiris mendukung argumen tersebut yaitu bahwa para manajer di perusahaan publik cenderung melakukan ekspansi dan diversifikasi perusahaan tanpa meningkatkan nilainya. Grant, Jammie dan Thomas (1988) sebagaimana dikutip oleh Bethel menemukan bahwa, "Pendapatan perusahaan-perusahaan jatuh akibat dari perluasan diversifikasi, dan menunjukkan dari waktu-kewaktu para manajer mengorbankan kinerja untuk pertumbuhan dan diversifikasi" Bethel (1993: halaman 16). Studi yang lain memperlihatkan bahwa strategi diversifikasi yang tidak terfokus (unrelated diversification) nampaknya lebih disukai untuk mengurangi risiko kebangkrutan dari pada diversifikasi yang terfokus (related diversification).

Chyntia A. Utama dalam jurnal ilmiahnya, Tiga Bentuk Masalah Keagenan (Agency Problem) dan Alternatif Pemecahannya (Usahawan, Januari 2003:halaman 19) mengatakan bahwa perusahaan dengan *free cash*

flow besar mendorong manajer untuk menggunakannya bagi kepentingan pribadi. Berdasarkan *control hypothesis*, struktur modal perusahaan sebaiknya mengandung proporsi hutang lebih besar sehingga manajer dituntut untuk membayar bunga dari kas yang ada secara reguler. Tetapi *control hypothesis* tidak memberikan manfaat positif pada perusahaan dengan probabilitas pertumbuhan yang tinggi (peluang investasi dengan NPV positif besar) tapi tidak mempunyai *free-cash flow*. Artinya, penggunaan hutang lebih efektif diterapkan pada perusahaan dengan kondisi *cash cow* yaitu memiliki arus kas besar dan prospek pertumbuhan kecil (Jensen, 1986).

Menurut J.C. Van Horn & John M. Wachowicz, Jr, *Agency cost* memiliki hubungan yang cukup dekat dengan biaya kebangkrutan yang berhubungan dengan pengaruh yang dimiliki atas struktur dan nilai modal. Manajemen merupakan agen dari pemegang saham, sebagai pemilik perusahaan. Para pemilik saham berharap agen akan bertindak atas kepentingan mereka sehingga mendelegasikan wewenang kepada agen. Untuk dapat melakukan fungsinya dengan baik, manajemen harus diberikan insentif dan pengawasan yang memadai. Pengawasan dapat dilakukan melalui cara-cara seperti pengikatan agen, pemeriksaan laporan keuangan, dan pembatasan terhadap keputusan yang dapat diambil manajemen.

Berdasarkan teori dan hasil penelitian yang dikemukakan di atas, dapat dirangkumkan beberapa hubungan kausalitas yang akan dijadikan dasar dalam mengembangkan model penelitian (terlampir) yaitu; profitabilitas yang diharapkan dan tingkat risiko dengan nilai perusahaan; *financial*

leverage dan *firm size* dengan tingkat risiko yang terukur dengan beta, yang digabung dengan teori agensi maka penulis mencoba untuk menyusun model perilaku manajerial dalam penggunaan dana serta upaya restrukturisasi keuangan perusahaan terhadap pencapaian nilai perusahaan, yang tercermin dari hipotesis sebagai berikut:

- H1: Semakin tinggi cashpayment to shareholder, maka semakin tinggi pula produktivitas asset perusahaan.
- H2: Semakin tinggi cashpayment to bondholder, maka semakin tinggi pula produktivitas asset perusahaan.
- H3: Semakin tinggi produktivitas aset perusahaan, maka akan semakin tinggi pula tingkat risiko.
- H4: Semakin tinggi cashpayment to bondholder, maka akan semakin tinggi tingkat resiko perusahaan
- H5: Semakin tinggi produktivitas aset perusahaan, maka akan semakin tinggi pula profitabilitas yang diharapkan.
- H6 : Semakin tinggi cash payment to shareholder maka semakintinggi nilai perusahaan
- H7: Semakin tinggi profitabilitas yang diharapkan, maka semakin tinggi pula nilai perusahaan.
- H8: Semakin tinggi tingkat risiko, maka akan semakin rendah nilai perusahaan

III. METODOLOGI PENELITIAN DAN ANALISIS

A. Metode Penelitian

1. Metode Penelitian

Penelitian ini akan menggunakan metode deskriptif dan metode

korelasional. Tujuan dari penelitian yang menggunakan metode deskriptif (Moh. Nazir, 1998, halaman 63) adalah membuat deskripsi, gambaran atau lukisan secara sistematis, faktual dan akurat mengenai fakta-fakta, sifat-sifat serta hubungan antar fenomena yang diselidiki. Sedangkan metode korelasional (Hasan, Iqbal, 2002, halaman 23) sebenarnya adalah kelanjutan metode deskriptif dengan melakukan pengukuran hubungan antara variabel yang diteliti dan dijelaskan. Hubungan yang dicari ini disebut sebagai korelasi.

2. Subyek Penelitian

Subyek penelitian yang direncanakan adalah perusahaan-perusahaan yang tercatat di Bursa Efek Jakarta tahun 2005 - 2006, dan yang mempunyai laporan keuangan lengkap.

3. Metode dan Teknik Sampling

Metode sampling yang digunakan dalam penelitian ini adalah non-probability sampling dengan teknik *purposive sampling* atau *judgement sampling*, yaitu suatu teknik sampling dimana pengambilan elemen-elemen yang dimasukkan dalam sampel dilakukan dengan sengaja, dengan syarat bahwa sampel tersebut representative (J. Supranto, 1996, halaman 48), dengan demikian pengambilan sampel didasarkan pada beberapa kriteria, yaitu: perusahaan yang tercatat di Bursa Efek Jakarta tahun 2005 dan 2006 dan memiliki data-data keuangan yang lengkap untuk keperluan analisis data. Jumlah sample dalam penelitian ini diambil sebanyak 62 perusahaan dimana observasi dilakukan untuk tahun 2005 dan

tahun 2006, sehingga terdapat 124 observasi.

4. Jenis dan Sumber Data

Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data yang bersifat kuantitatif, dinyatakan dengan angka-angka yang menunjukkan nilai terhadap besaran atau variabel yang dimilikinya. Sedangkan sumber data dalam penelitian ini adalah data sekunder, yaitu data yang didapat dari pihak lain yang telah menghimpunnya terlebih dahulu.

5. Teknik Pengumpulan Data

Pengumpulan data dalam penelitian ini dilakukan melalui :

5.1. Studi pustaka.

Teknik ini dilakukan dengan mempelajari, mendalami dan menelaah berbagai literatur serta bahan penunjang lain yang berkaitan dengan penelitian yang akan dilakukan, antara lain buku teks, jurnal ilmiah, buku-buku pendukung maupun penelitian terdahulu yang relevan dengan penelitian yang akan dilakukan ini.

5.2. Studi dokumentasi.

Studi dokumentasi adalah teknik pengumpulan data yang tidak langsung ditujukan pada subyek penelitian, namun melalui dokumen (M. Iqbal Hasan, 2002, halaman 27). Dalam penelitian ini dokumen yang akan digunakan berupa laporan Bursa Efek Jakarta mengenai perkembangan harga saham dan laporan keuangan dari masing-masing perusahaan yang

terpilih menjadi anggota sampel.

5.3. Brouwsing

Adalah teknik pengambilan data dengan cara download internet

B. Metode Analisis

1. Definisi Operasional Variable Penelitian

a. Cashpayment to Shareholder (X1)

Untuk menghitung Cashpayment to Shareholder digunakan rumus :

$$\text{CPS} = \frac{\text{Deviden Kas}}{\text{Cash Flow}}$$

b Cashpayment to Bondholder (X2)

Untuk menghitung Cashpayment to bondholder digunakan rumus :

$$\text{CPB} = \frac{\text{Pembayaran bunga}}{\text{Cash Flow}}$$

c Produktivitas Asset (Y1)

Untuk mengukur produktivitas perusahaan digunakan rumus :

$$\text{Perputaran Total Aktiva} = \frac{\text{Penjualan}}{\text{Total Aktiva}}$$

d. Profitabilitas (Y2)

Untuk mengukur profitabilitas digunakan rumus :

$$\text{Return on Equity} = \frac{\text{Laba bersih}}{\text{Equitas Pemegang saham}}$$

e. Tingkat Resiko (Y3)

Untuk mengukur tingkat resiko digunakan beta, dimana beta ditentukan dengan menggunakan persamaan regresi yang didasarkan pada model indeks tunggal atau model pasar, dengan rumus :

$$R_i = \alpha_i + \beta_i R_m + e_i$$

Dimana :

α_i = nilai pengharapan dari return sekuritas ke i terhadap retur pasar.

R_i = Return sekuritas i

R_m = Return pasar

β_i = adalah beta , yaitu parameter yang mengukur perubahan yang diharapkan pada R_i kalau terjadi perubahan pada R_m

e_i = Random error

f. Nilai Perusahaan

Untuk mengukur nilai perusahaan digunakan ukuran Price Book Value dengan rumus :

$$\text{Price Book Value} = \frac{\text{Harga Saham}}{\text{Equitas per saham}}$$

2. Analisis Data Panel.

Untuk menguji model dan hipotesis penelitian ini akan digunakan analisis data panel.

Cara mengestimasi model regresi untuk data panel tergantung pada asumsi yang dibuat terhadap : intercept, koefisien slope dan errornya. Sehingga ada beberapa kemungkinan sebagai berikut :

1. Diasumsikan intercept dan koefisien slope konstan sepanjang waktu dan ruang (Pooled Regression Model)
2. Diasumsikan slope konstan, tetapi intercept bervariasi untuk setiap individu (Fixed Effect Model)
3. Diasumsikan slope konstan, tetapi intercept bervariasi untuk setiap waktu (time) (Times Effect Model)
4. Diasumsikan semua koefisien (baik intercept maupun koefisien slope) bervariasi untuk setiap individu. (Fixed plus Times Effect Model)

5. Diasumsikan semua koefisien (baik intercept maupun koefisien slope) bervariasi untuk setiap individu dan Waktu (Panduan Praktikum Analisis Statistik , Msi UNSOED, 2007)
- a. Persamaan regresi untuk masing-masing cara /model panel :
- Jika menggunakan Asumsi Intercept dan Koefisien Slope Konstan Sepanjang waktu dan ruang , maka persamaan regresinya adalah :
 - $$Y_{it} = \beta_0 + \beta_1 X_{it} + \beta_2 X_{it} + \mu_{it}$$
 Keterangan :
i = Unit cross section
t = Periode waktu
 - Menggunakan Asumsi Slope Konstan tetapi intercept bervariasi untuk setiap individu , maka persamaan regresinya adalah :
 - $$Y_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 D_{it} + \beta_1 X_{1it} + \beta_2 X_{2it} + \mu_{it}$$
 Keterangan
i = Unit cross section
t = Periode waktu
 - Menggunakan Asumsi Slope Konstan Tetapi Intercept Bervariasi Untuk setiap Waktu , maka persamaan regresinya adalah :
 - $$Y_{it} = \lambda_0 + \lambda_1 D_{it} + \dots + \lambda_1 D_{it} + \mu_{it}$$
 Keterangan
i = Unit cross section
t = Periode waktu
 - Menggunakan Asumsi Slope Konstan Tetapi Intercept Bervariasi untuk setiap Individu dan Waktu, maka persamaan yang digunakan adalah sebagai berikut :
 - $$Y_{it} = \alpha_1 + \alpha_1 D + \alpha_2 D + \lambda_0 + \lambda_1 D_{it} + \dots + \lambda_1 D_{it} + \beta_1 X_{it} + \beta_2 X_{it} + \mu_{it}$$
 Keterangan :
i = Unit cross section
- t* = Periode waktu
- Menggunakan Asumsi semua Koefisien Bervariasi untuk setiap Individu Perusahaan, maka persamaan yang digunakan adalah sebagai berikut :
 - $$Y_{it} = \alpha_1 + \alpha_1 D + \alpha_2 D + \beta_1 X_{it} + \beta_2 X_{it} + \gamma_1 (D_i X_{1it}) + \gamma_2 (D_i X_{2it}) + \gamma_3 (D_i X_{1it}) + \gamma_4 (D_i X_{2it}) + \mu_{it}$$
 Keterangan :
i = Unit cross section
t = Periode waktu
 - Uji Asumsi Klasik Dalam Regresi

Model regresi yang diperoleh dari metode kuadrat terkecil biasa (*ordinary Least Square /OLS*) merupakan model regresi yang menghasilkan estimator linier tidak bias yang terbaik (*best linier unbiased estimator/BLUE*) Kondisi ini akan terjadi jika dipenuhi beberapa asumsi yang disebut dengan Asumsi Klasik, sebagai berikut:

 - Multikolinieritas

Jika pada model persamaan regresi mengandung gejala Multikolinieritas, berarti terjadi korelasi (mendekati sempurna) antar variabel bebas. Untuk mengetahui ada tidaknya multikolinieritas antar variabel , salah satu caranya adalah dengan melihat dari nilai variance Inflation Factor (VIF) dari masing-masing variabel terhadap variabel terikatnya. Menurut Algifari (2000) Jika nilai VIF tidak lebih dari 10 , maka model tidak terdapat gejala multikolinieritas.
 - Heteroskedastisitas

Adanya heteroskedastisitas, berarti adanya varian variabel dalam model yang tidak sama (konstan). Untuk mendeteksi gejala heteroskedastisitas ada atau tidaknya pola yang terjadi pada nilai residu pada model, metode yang dapat digunakan

seperti seperti metode grafik Park Gleyser, Barlet dan rank Spearman, pada penelitian ini digunakan metode Park Gleyser dengan menggunakan metode ini gejala heteroskedastisitas akan ditunjukkan oleh koefisien regresi dari masing-masing variabel independent terhadap nilai absolut residunya (e), Jika nilai probabilitasnya $>$ nilai alphanya, maka dapat dipastikan model tidak mengandung unsur heteroskedastisitas.

3. Autokorelasi

Uji autokorelasi bertujuan untuk mengetahui apakah ada korelasi antara anggota serangkaian data observasi yang diuraikan menurut waktu (times-series) atau ruang (cross section). Menurut Gujarati (1993) ada beberapa cara untuk mendeteksi ada atau tidaknya autokorelasi yaitu dengan menggunakan metode grafik, metode Durbin-Waston, Metode van Hewmann dan metode runtest. Dalam penelitian ini metode yang dipakai adalah Durbin-Waston. Pengambilan keputusan pada asumsi ini memerlukan dua nilai bantu yang diperoleh dari tabel Durbin Waston yaitu nilai DL dan DU untuk $K =$ jumlah variabel bebas dan $n =$ jumlah sampel. Jika nilai D-W berada diantara nilai DU hingga $(4-DU)$ berarti asumsi tidak terjadi autokorelasi terpenuhi.

Dasar Pengambilan Keputusan :

Kesimpulan $\frac{DW}{dL} < dL$
 Ada otokorelasi (+)
 $dL \leq dU$
 Tanpa kesimpulan

$dU \leq 4 - dU$
 Tidak ada otokorelasi
 $4 - dU \leq 4 - dL$
 Tanpa kesimpulan
 $> 4 - dL$
 Ada otokorelasi (-)

c. Tabel ANOVA

Adalah untuk mengetahui apakah model yang dihasilkan dikatakan baik, jika kemampuan menjelaskan keragaman yang terjadi pada variable terikat yang berasal dari model adalah lebih besar dari di luar model.

$$F = \frac{\text{Mean Square Regression}}{\text{Mean Square Residual}}$$

Model dikatakan significant apabila $F_{\text{hitung}} > F_{\text{tabel}}$ atau nilai $\text{Sig. } F < \alpha$

d. Uji Parsial (t-test)

Merupakan hasil pengujian tingkat keberartian masing-masing koefisien yang merupakan nilai koefisien regresi dibagi dengan kesalahan bakunya. Regresi sebuah variable mempunyai pengaruh yang berarti terhadap perubahan nilai Y jika nilai $t_{\text{hitung}} > t_{\text{tabel}}$ atau $\text{sig. } t < \alpha$

IV. HASIL DAN PEMBAHASAN

Hasil analisis data dari keempat model yang digunakan yaitu pooled regression, fixed effect model, times effect model dan fixed plus times effect model untuk masing-masing persamaan regresi linear yang dianalisis dapat diringkas dan dibahas dengan menggunakan beberapa tabel dibawah ini.

Tabel 20: Perbandingan Koefisien Regresi Hasil *Analisis Pooled Regression Model, Fixed Effect Model, Times Effect Model dan Fixed plus Times Effect Model* untuk Variabel *Independent* CPS dan CPB (X1 dan X2) dan variable *dependent* PA(Y1)

MODEL YANGDIGUNAKAN	CPS	CPB	DETERMINASI R ²
Pooled Regression Model	0,224**	-0,864*	0,136
Fixed Effect Model	-0,004**	0,244**	0,981
Times Effect Model	0,222**	-0,864*	0,137
Fixed plus Times Effect model	0,151*	0,326*	0,985

Keterangan * Signifikan pada alpha 5% ** Signifikan pada alpha 10%

Tabel 20 memperlihatkan bahwa analisis data yang menggunakan keempat model yaitu *pooled regression, fixed effect model, dan times effect model* dan *fixed plus times effect model* memberikan hasil yang berbeda. Model yang menghasilkan variable independent yang signifikan adalah pada model Fixed plus times effect model, yaitu variabel cash payment to shareholder berpengaruh positif dan significant pada alpa 0,05 dan Cash payment to bondholder berpengaruh significant pada alpa 0,05 terhadap variabel produktivitas asset. Hasil penelitian ini mendukung teori agensi yang mengatakan bahwa, restrukturisasi keuangan meningkatkan nilai perusahaan dengan cara mengambil kas dari tangan manajer dan membayarkannya kepada pemegang saham (cash payment to shareholder). Tindakan ini dapat mengurangi kemampuan manajer untuk melakukan ekspansi dan diversifikasi perusahaan secara berlebihan dimasa yang akan datang dan memaksanya untuk meningkat-

kan produktivitas dan efisiensi operasi (Bethel dan Julita, 1993: 17).

Hasil penelitian ini sejalan dengan teori agensi yang menyatakan bahwa, jumlah kas yang ada ditangan manajer dapat dikurangi dengan dua cara yaitu dengan deviden dan mengeluarkan hutang baru serta memayar hasilnya untuk sharesholder dalam bentuk deviden khusus atau pembelian kembali saham yang beredar. Tindakan menerbitkan hutang ini dapat mengurangi penumpukan free cash flow perusahaan dimasa yang akan datang dengan cara meningkatkan pembayaran bunga tetap (Bethel dan Julia, 1993: 17)

Selanjutnya Chyntia A, Utama (2003: 19) mengatakan bahwa, perusahaan dengan free cash flow besar mendorong manajer untuk menggunakannya bagi kepentingan pribadi. Berdasarkan control hypothesis, struktur modal perusahaan sebaiknya mengandung proporsi hutang lebih besar sehingga manajer dituntut untuk membayar bunga dari kas yang ada secara reguler. Tetapi

control hypothesis tidak memberikan manfaat positif pada perusahaan dengan profitabilitas pertumbuhan yang tinggi (peluang investasi dengan net present value positif besar) tetapi tidak mempunyai free cash flow. Dengan demikian

penggunaan hutang lebih efektif diterapkan pada perusahaan dengan kondisi cash cow, yaitu perusahaan-perusahaan yang memiliki arus kas yang besar dengan prospek pertumbuhan yang kecil.

Tabel 21: Perbandingan Koefisien Regresi Hasil Analisis *Pooled Regression Model*, *Fixed Effect Model*, *Times Effect Model* dan *Fixed plus Times Effect Model* untuk Variabel *Independent PA (Produktifitas Asset)* dan *CPB(Y1 dan X2)* dan *variable dependent Tingkat Risiko (Y3)*

MODEL YANGDIGUNAKAN	PA	CPB	DETERMINASI R ²
Pooled Regression Model	0,182**	0,815*	0,985
Fixed Effect Model	0,453**	-0,925**	0,661
Times Effect Model	0,178**	0,808*	0,502
Times Effect Plus Model	0,396*	0,632*	0,853

Keterangan * Signifikan pada alpha 5% ** Signifikan pada alpha 10%

Tabel 21 di atas memperlihatkan bahwa dari keempat model yang digunakan, model *fixed plus times effect model* memberikan hasil yang signifikan pada alpa 0,05, variabel produktivitas asset berpengaruh positif dan signifikan terhadap variabel tingkat Risiko (BETA). Hasil analisis ini dapat memberikan gambaran bahwa tujuan keuangan dasar setiap manajer adalah memaksimalkan kesejahteraan perusahaan (corporate). Kesejahteraan korporasi adalah kesejahteraan selama dapat dikendalikan manajemen. Hal ini berkaitan erat dengan pertumbuhan perusahaan dan ukuran perusahaan. Kesejahteraan perusahaan membawa pada peningkatan pertumbuhan dengan menyediakan dana untuk

berkembang dan membatasi membesarnya peningkatan equitas. Peningkatan pertumbuhan dan size tidak perlu sama dengan peningkatan kesejahteraan pemegang saham. Teori agensi yang dikemukakan oleh Nann dan Neil (1991: 24) yang mengatakan bahwa, apabila tindakan manajer sesuai dengan harapan investor, maka tidak akan terjadi permasalahan agensi. Bila kepentingan manajer dan pemegang saham benar-benar sejalan, maka manajer akan mendistribusikan seluruh free cash flow kepada shareholders. Ini berarti bila manajer memiliki kesamaan kepentingan dengan pemegang saham, maka manajer cenderung untuk mengurangi kas yang ada ditangganya dan lebih berhati-hati

dalam mengalokasikan dana yang tersedia, tidak melakukan diversifikasi perusahaan untuk mengurangi atau menurunkan Risiko dan fokus pada bisnis utamanya.

Tabel 21 di atas juga memperlihatkan bahwa variabel cash payment to bondholder berpengaruh positif dan signifikan terhadap variabel tingkat Risiko (BETA). Hasil ini sejalan dengan teori struktur modal, yang dapat dikemukakan, sebagai berikut: Penggunaan hutang dalam struktur modal perusahaan (leverage) akan mengakibatkan meningkatnya variabilitas (risiko) keuntungan, karena jika perusahaan ternyata mendapat keuntungan yang lebih rendah dari biaya tetapnya

maka penggunaan hutang akan menurunkan keuntungan pemegang saham (Agus Sartono, 1996: 338). Risiko yang terkandung pada laba per lembar saham yang diproyeksikan juga tergantung pada bagaimana pola pembiayaan perusahaan. Banyak perusahaan yang bangkrut, dan semakin besar penggunaan hutang, maka makin besar ancaman untuk bangkrut. Karena itu meskipun pembiayaan dengan menggunakan hutang dapat menaikkan laba per lembar saham yang diproyeksikan, namun hutang juga memperbesar Risiko atas laba masa mendatang (Fred dan Brigham), 1998: 26).

Tabel 22: Perbandingan Koefisien Regresi Hasil Analisis *Pooled Regression Model*, *Fixed Effect Model*, *Times Effect Model* dan *Fixed plus Times Effect Model* untuk Variabel *Independent Produktivitas Asset (PA)* dan *Profitabilitas (ROE)* sebagai variabel dependen

MODEL YANGDIGUNAKAN	PA	DETERMINASI R ²
Pooled Regression Model	5,421*	0,062
Fixed Effect Model	3,465* *	0,928
Times Effect Model	5,424*	0,062
Times Effect Plus Model	5,336*	0,936

Keterangan * Signifikan pada alpha 5% ** Signifikan pada alpha 10%

Tabel 22 di atas memperlihatkan bahwa dengan model *pooled regression*, *times effect* dan *fixed plus times effect model* memberikan hasil yang sama, yaitu bahwa variabel independen

produktifitas asset berpengaruh secara signifikan terhadap variabel dependen *return on equity*. Hasil analisis ini sejalan dengan teori agensi yang menyatakan bahwa, apabila manajer menggunakan dana

dalam arti *free cash flow* untuk membayar *cash dividend*, maka akan tertutup kemungkinan manajer menggunakan *free cash flow* itu untuk melakukan investasi pada *unrelated assets*. Hal ini tentunya selain akan menjadikan ukuran perusahaan tidak menjadi terlalu

besar yang berarti aktiva yang dimiliki perusahaan itu adalah aktiva-aktiva yang produktif. Sekaligus pula akan dapat mencegah semakin membesarnya *total equity* yang merupakan penyebut dalam penentuan besarnya *return on equity*.

Tabel 23: Perbandingan Koefisien Regresi Hasil Analisis *Pooled Regression Model*, *Fixed Effect Model*, *Times Effect Model* dan *Fixed plus Times Effect Model* untuk Variabel Independen CPS, Profitabilitas (ROE) dan Tingkat Risiko (BETA)

MODEL YANGDIGUNAKAN	CPS	ROE	BETA	DETERMINASI R ²
Pooled Regression Model	1,718*	0,153*	-0,004**	0,985
Fixed Effect Model	1,246*	0,004*	-0,0034**	0,924
Times Effect Model	1,800*	0,152*	-0,007**	0,606
Times Effect Plus Model	1,246*	0,004*	-0,0003**	0,946

Keterangan * Signifikan pada alpha 5% ** Signifikan pada alpha 10%

Tabel 23 di atas memperlihatkan bahwa analisis data yang menggunakan model *pooled regression*, *fixed effect model*, dan *times effect model plus* memberikan hasil yang sama, bahwa *cash payment to shareholders* berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Hasil analisis ini membuktikan kebenaran teori agensi yaitu, restrukturisasi keuangan meningkatkan nilai perusahaan dengan cara mengambil kas dari tangan manajer dan membayarkannya kepada pemegang saham. Hasil analisis ini juga mendukung teori *bird in the hand* yaitu salah satu dari tiga preferensi investor tentang kebijakan deviden, yang dipopulerkan oleh Myron Gordon dan John Lintner.

Mereka berpendapat bahwa keuntungan per lembar saham yang disyaratkan (k_s) oleh para investor akan turun apabila rasio pembagian deviden dinaikan. Hal ini disebabkan karena para investor kurang yakin terhadap penerimaan *capital gains* yang dihasilkan dari laba yang ditahan, dibandingkan dengan seandainya mereka menerima deviden tunai. Teori ini mengatakan bahwa sesungguhnya investor jauh lebih menghargai pendapat yang diharapkan dari deviden dibandingkan dengan pendapatan yang diharapkan dari *capital gains*, karena komponen hasil deviden lebih kecil Risikonya dari pada komponen pertumbuhan (g) dalam persamaan total pengembalian yang diharapkan (Brigham dan Joel, 1996: 66).

Keempat model analisis yang digunakan memberikan hasil yang sama, yaitu return on equity berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Hasil analisis ini mendukung teori tentang faktor-faktor yang mempengaruhi harga saham, khususnya persamaan yang digunakan untuk menentukan harga saham dengan pertumbuhan konstan. Nilai perusahaan ditentukan dengan *price to book value*, dengan demikian analisis ini juga memperlihatkan bahwa harga saham merupakan faktor penting dalam menentukan nilai perusahaan.

Selanjutnya tabel 23 di atas memperlihatkan bahwa analisis data dengan keempat model memberikan hasil yang sama yaitu bahwa tingkat resiko berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. Hasil analisis ini juga mendukung kebenaran dari persamaan yang digunakan untuk menentukan harga saham dengan pertumbuhan konstan. Sebagaimana yang diungkapkan oleh Brigham dan Huston (2001: 181), dalam kaitannya antara Risiko dengan tingkat pengembalian yang diharapkan (*expected rate of return /k_s*) mereka menguraikan bahwa suatu investasi yang mempunyai tingkat Risiko tinggi akan mensyaratkan tingkat pengembalian yang tinggi pula, demikian sebaliknya suatu investasi yang menjanjikan tingkat Risiko yang rendah biasanya tingkat pengembaliannya rendah pula. Sedangkan *k_s* dalam rumus persamaan untuk menentukan harga saham dengan pertumbuhan konstan berkedudukan sebagai penyebut, dengan demikian semakin tinggi *k_s* yang disebabkan karena tingkat Risiko yang tinggi, maka akan

semakin rendah harga saham dan sebaliknya.

V. KESIMPULAN DAN IMPLIKASI

A. Kesimpulan

1. Restrukturisasi keuangan yang dilakukan manajer dengan cara mengurangi jumlah kas yang ada di tangan manajer, untuk membayar deviden tunai dan mengeluarkan hutang baru mampu meningkatkan produktivitas asset. Tindakan menerbitkan hutang ini dapat mengurangi penumpukan cashflow perusahaan dimasa yang akan datang dengan cara meningkatkan pembayaran bunga tetap. Tindakan manajer ini ternyata mampu mempengaruhi peningkatan produktivitas asset perusahaan. Sehingga hipotesis pertama dan kedua yaitu semakin tinggi cashpayment to shareholder maka akan semakin tinggi produktivitas asset perusahaan dan semakin tinggi cashpayment to bondholder maka akan semakin tinggi produktivitas perusahaan diterima.
2. perusahaan dalam menggunakan operating dan finansial leverage dengan tujuan agar keuntungan yang diperoleh lebih besar daripada biaya assets dan sumber dananya, dengan demikian akan meningkatkan keuntungan pemegang saham. Sebaliknya leverage juga meningkatkan variabilitas (risiko) keuntungan, karena jika perusahaan ternyata mendapatkan keuntungan yang lebih rendah dari biaya tetapnya maka penggunaan leverage akan menurunkan keuntungan pemegang saham. Dalam penelitian ini terbukti bahwa penggunaan hutang yang besar akan berpengaruh positif terhadap tingkat risiko keuntungan.

3. Penelitian ini dapat membuktikan bahwa produktifitas asset berpengaruh positif dan signifikan terhadap tingkat Risiko. Dengan demikian strategi manajer untuk mengamankan kedudukannya, yang dilakukan dengan cara menanamkan dananya pada aspek pertumbuhan melalui diversifikasi perusahaan, dapat dibuktikan dalam penelitian ini.
 4. Nilai perusahaan, yang merupakan ukuran keberhasilan dari pengelolaan keuangan perusahaan, dalam penelitian ini terbukti selain dipengaruhi secara positif dan signifikan oleh *cash payment to shareholders* juga dipengaruhi secara positif dan signifikan oleh *return on equity* dan juga dipengaruhi secara negatif oleh tingkat Risiko atau BETA .
 5. Penggunaan *Fixed plus times effect model* (penggunaan faktor waktu dan perusahaan) dapat membuktikan bahwa model dapat membuktikan faktor individual dari perusahaan yang menjadi sampel memiliki pengaruh yang signifikan dalam menjelaskan: (a) Pengaruh *cash payment to shareholders* dan *cash payment to bondholders* terhadap produktifitas asset. (b) Pengaruh *cash payment to shareholders*, *return on equity* dan tingkat Risiko terhadap nilai perusahaan.
- Penggunaan *fixed effect model* hanya dapat membuktikan pengaruh produktifitas asset terhadap *return on equity*. Sedangkan *pooled regression model* dapat menjelaskan pengaruh *cash payment to shareholder* dan *cash payment to bondholders* terhadap produktifitas asset walaupun kurang valid.

B. Implikasi

1. Penelitian ini dapat mengungkap secara menyeluruh dari perilaku manajerial dalam penggunaan dana serta pengaruhnya terhadap nilai perusahaan. Dengan diterimanya sebagian besar hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini, kiranya temuan ini dapat memberikan kontribusi kepada pihak-pihak terkait, yaitu pihak yang berwenang sebagai pengawas pasar modal dan investor sebagai pemilik perusahaan. Pihak-pihak terkait itu diharapkan agar dapat lebih mengantisipasi tindakan manajer yang tidak profesional dalam penggunaan dana serta dapat lebih mengarahkan penggunaan dana itu pada sektor-sektor yang lebih produktif sehingga manfaatnya dapat dirasakan sebesar-besarnya oleh para investor khususnya dan masyarakat pada umumnya.
2. Untuk penelitian selanjutnya, diharapkan dapat lebih baik lagi dalam menginterpretasikan teori agensi yang dijasikan *grand theory* dalam penelitiannya. Lebih kreatif dalam mencari teori dan jurnal ilmiah untuk dapat menentukan variabel-variabel yang lebih relevan dalam menggambarkan perilaku manajerial dalam penggunaan dana.
3. Diharapkan penelitian selanjutnya dilakukan pada perusahaan-perusahaan dengan jenis usaha yang sama agar perusahaan yang dijadikan sampel itu mempunyai karakteristik yang relatif sama disamping itu juga *times data* yang digunakan sebaiknya lebih dari dua tahun pengamatan.

DAFTAR PUSTAKA

- Augusty Ferdinand, 2005 *Struktural Equation Modeling*, BP UNDIP
- Augusty Ferdinand, 2000, ***Penelitian Manajemen***. Badan Penerbit Universitas Diponegoro Semarang.
- Amihud, Y. and B. Lev, 1981, ***Risk Reducction as a Managerial Motive for Conglomerate Mergers***, Bell Journal of Economic 12.
- Bambang Riyanto, ***Dasar-dasar Pembelanjaan Perusahaan***, Edisi kelima, Yayasan Badan Penerbit Gadjah Mada, Yogyakarta, 2000.
- Bawazer, A dan Herman N Rahman 1991, ***"Dividen perusahaan dan efisiensi di pasar modal Jakarta"***, Usahawan No. 8 Th.XX Agustus h.10-15
- Bethel, J.E and Julia Liebeskind, 1993, ***"The effect of ownership structure on corporate structuring"***, strategi Management Journal Vol.14, p.15-31
- Brigham, Eugene F. & Houston Juel F. ***"Manajemen Keuangan Jilid 1 dan 2"***, Alih Bahasa Hermawan Wibowo, Edisi Kedelapan, Penerbit Erlangga, 2001, Jakarta
- Chyntia A. Utama, 2003, ***"Tiga Bentuk Masalah Keagenan(Agency Problem) dan Alternatif Pendanaannya"***, Majalah Manajemen dan Usahawan, No. 01 Th. XXX11 Januari h.19-21.
- Cooley, Philip L, and Peyton Foster Roden, 1988, ***"Business financial management"***, Dryden USA, p.178
- Damodaran, Aswath 1997, ***"Corporate finance, theory and practice"***, John Wiley and Sons, Usa p.453-457
- Elton, Edwin J. and Martin J. Gruber, ***Modern Portfolio and Invesment Analysis***, sixth edition. John Wiley & Sons, Inc, New York, 2003
- Gujarati, Damodaran N, 2003, ***Basic Econometrics***, Fourth Edition, Mc Graw Hill, Inc
- Gitman Lawrence J, 1994, ***"Principle of managerial finance"*** 7th Edition, Harper Collins College Publishers, San Diego University, USA p.21-23.
- Hasan, Iqbal, 2002, ***"Pokok-Pokok Materi Metodologi Penelitian dan Aplikasinya"***, Ghalia Indonesia. Jakarta.
- Irawan Ridwan A.C, 1996, ***"IPO sebagai alternative sumber pendanaan bagi perusahaan"***, Majalah Manajemen dan Usahawan, No. 04 Th. XXV April h.14-19
- Jogiyanto H.M, 2003 *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*, Edisi ketiga, BPFE, Yogyakarta.
- Jones, Charles P. 1996, ***"Investment analysis and management"***, Fifth editions, John Wiley & Sons, USA, p.462
- Lukas Setia Atmaja 1994, *Manajmen Keuangan*, Edisi pertama, Andi offset, Yogyakarta.
- Lowrence, J, Hexter and Mechael Y. Hu, 1988, ***"Management ownership and corporate value"***, Managerial and decision economics vol. 14, John Wiley and Sons, p.335-346
- Levy, Haim and Marshall Sarnat, 1988, ***"Principle of financial management"***, Printice hall,

- Englewood cliffs. P.7-8 dan p. 360-361
- Mann, Steven V. and Neli W. Sicherman, 1991, "***The agency cost of free cash flow : acquisition and equity issues***", Journal of Business vol 64 No.2 p.213-226
- Mc Connell, John J. and Henri Servaes, 1990, "***Additional evidence on equity ownership and corporate value***", Journal of Financial Economics 27, p.610.
- Metchell, Mark L, 1993, "***Managerial Decision making and capital structure***," Journal of business vol 66 No. 21 Chicago USA, P.190.
- Myer 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, 13, p.419-453.
- Ma'i Umar, Pengaruh Perilaku Managerial dalam Penggunaan Dana Dan Restrukturisasi Keuangan Terhadap Nilai perusahaan, Tesis Pasca Sarjana UNSOED , 2004
- R. Agus Sartono, M.B.A., 2001, "***Manajemen Keuangan Teori dan Aplikasi***", Edisi keempat, BPFE Yogyakarta
- Sutrisno, M.M., 2001, "***Manajemen Keuangan Teori dan Aplikasi***", Econesia Yogyakarta
- Suad Husnan, 1998, "***Manajemen Keuangan Teori dan Penerapan***", BPFE , Yogyakarta
- Suad Husnan, 2001, "***Dasar-dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas***", Edisi ketiga, UPP AMP YKPN. Yogyakarta.
- Sunariyah, 1997, "***Pengantar pengetahuan pasar modal***", Penerbit AMP YKPN, Yogyakarta, h.21.
- Suliyanto, 2007 , "***Praktikum Analisis Statistik ,Alat analisis dalam Aplikasi Penelitian*** , Program Pasca Sarjana UNSOED