

PENGARUH STRUKTUR KEPEMILIKAN DAN KEBIJAKAN DIVIDEN TERHADAP NILAI PERUSAHAAN DENGAN KEBIJAKAN HUTANG SEBAGAI *INTERVENING*

Melanie Sugiarto

Auditor KAP Ernst & Young Surabaya

melanie_1710@yahoo.com

Abstract

Increasing the firm value is one of the main purposes of a company. Increasing the firm value means the stock return gives the optimal return to the investors. The main objective of the present study is to expand researches in analyzing the impact of managerial ownership, institutional ownership, and dividend policy to the firm value, either directly or indirectly with debt policy as the intervening variable. Population in this study are public companies listed in Indonesia Stock Exchange that are not included in the categories of banking industry, institution of credit matters, security, and insurance, for an observation period of 2003 to 2007. Data were collected through purposive sampling and 64 firms were taken as sample. The analysis method used in this study is multiple linear regressions expanded with path analysis using the SPSS 16.0. The results of this study show that: (1) managerial ownership had direct negative impact to firm value and didn't have indirect impact to firm value with debt policy as the intervening variable; (2) institutional ownership had no direct and indirect impact to firm value; and (3) dividend policy had direct negative impact to firm value and indirect positive impact to firm value with debt policy as the intervening variable.

Keywords: *Managerial Ownership, Institutional Ownership, Dividend Policy, Debt Policy, Firm Value.*

Pendahuluan

Tujuan utama sebagian besar perusahaan, terutama perusahaan yang berorientasi bisnis, adalah mengoptimalkan nilai perusahaan. Nilai perusahaan yang meningkat merupakan harapan bagi para pemegang saham karena peningkatan nilai perusahaan menunjukkan peningkatan kemakmuran pemegang saham. Meningkatnya nilai perusahaan juga akan meningkatkan minat investor untuk menanamkan modalnya. Nilai perusahaan tercermin pada harga saham perusahaan yang meningkat. Untuk mencapai nilai perusahaan, para pemegang saham menyerahkan pengelolaan perusahaan kepada para profesional, yakni manajer perusahaan.

Dalam teori keagenan yang diungkapkan oleh Jensen dan Meckling dalam Wahidahwati (2002), pendelegasian wewenang pembuatan keputusan operasional oleh pemegang saham (prinsipal) kepada manajer (agen) menimbulkan pemisahan

kepemilikan di antara kedua pihak tersebut. Pada hakikatnya manajer harus mengambil keputusan terbaik untuk meningkatkan kekayaan pemegang saham. Keputusan bisnis yang diambil adalah memaksimalkan sumber daya (utilitas) perusahaan. Manajer yang bertindak sebagai agen dari pemegang saham di dalam melakukan aktivitasnya boleh jadi tidak konsisten dengan apa yang menjadi kepentingan pemilik (Fama dalam Syafruddin, 2006). Ketidakkonsistenan ini terjadi karena para manajer seringkali mempunyai tujuan yang berbeda dengan pemegang saham, terutama berkaitan dengan peningkatan prestasi individu dan kompensasi yang akan diterima.

Konflik kepentingan terjadi ketika manajer lebih cenderung menempatkan kepentingan pribadi dan kesempatan investasi yang *unprofitable* di atas kepentingan perusahaan, terutama kepentingan pemegang saham. Dapat dikatakan terdapat ketidakselarasan kepentingan antara manajer sebagai agen dan pemegang saham sebagai prinsipal. Hal ini dapat terjadi ketika perusahaan menghasilkan aliran kas bebas (*free cash flow*) yang substansial. *Free cash flow* adalah arus kas lebih atau tersisa yang diperlukan untuk mendanai semua proyek yang mempunyai nilai sekarang bersih (*Net present value* – NPV) positif. Konflik antara manajer dan pemegang saham umumnya disebabkan oleh pembuatan keputusan yang berkaitan dengan aktivitas pencarian dana (*financing decision*) dan bagaimana dana yang diperoleh tersebut diinvestasikan. Menentukan kebijakan pendanaan (*financing decision*) sendiri adalah salah satu dari *agent action* di samping kebijakan operasi dan kebijakan investasi. Konflik keagenan dapat berpotensi menyebabkan turunnya nilai perusahaan.

Konflik keagenan dapat dimiminalisir dengan melakukan suatu mekanisme pengawasan yang dapat menyelaraskan kepentingan-kepentingan terkait. Namun biaya agensi juga akan muncul seiring dilakukannya mekanisme pengawasan tersebut. Menurut Jensen dan Meckling dalam Harjito dan Nurfauziah (2006), biaya agensi meliputi biaya pengawasan (*monitoring cost*), biaya ikatan (*bonding cost*), dan biaya sisa (*residual cost*). Menurut Wahidahwati (2002), terdapat beberapa pilihan alternatif untuk mengurangi biaya agensi. Pertama, dengan meningkatkan kepemilikan saham perusahaan oleh manajemen untuk mensejajarkan kepentingan manajer dan pemegang saham. Kedua, rasio pembayaran dividen (*dividend payout ratio*) dapat ditingkatkan. Karena berkurangnya aliran kas bebas yang ada di perusahaan, manajemen terpaksa mencari pendanaan dari luar untuk membiayai investasinya. Ketiga, meningkatkan pendanaan melalui hutang. Dengan meningkatkan hutang sebagai sumber pendanaan investasi, *excess cash flow* akan menurun dan dapat menekan pemborosan yang dilakukan oleh manajemen. Terakhir, penggunaan investor institusional seperti bank, perusahaan asuransi, perusahaan investasi, dan kepemilikan oleh institusi lain sebagai *monitoring agent* akan menyebabkan manajer merasa diawasi di dalam menentukan kebijakan finansial.

Kebijakan hutang sebagai salah satu mekanisme dalam mengatasi masalah keagenan berkaitan erat dengan struktur kepemilikan dan kebijakan dividen perusahaan. Struktur kepemilikan yang terdiri atas kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional diprediksi berpengaruh terhadap struktur modal perusahaan. Semakin tinggi kepemilikan manajerial membuat manajer yang juga

pemegang saham turut mengalami konsekuensi dari keputusan yang dibuat. Tingkat hutang yang tinggi akan meningkatkan risiko *financial distress* berupa kebangkrutan yang mengancam posisi manajemen. Dengan demikian manajer akan lebih berhati-hati dalam penggunaan hutang. Adanya kepemilikan institusional dalam perusahaan membuat manajer merasa diawasi sehingga tidak menggunakan hutang untuk investasi yang tidak menguntungkan atau untuk dikonsumsi secara pribadi. Dengan demikian penggunaan hutang sebagai sumber pendanaan akan dibatasi. Sementara itu kebijakan perusahaan untuk membagikan dividen akan mengurangi aliran kas bebas perusahaan yang dapat digunakan untuk berinvestasi. Hal ini memaksa manajer untuk meningkatkan pendanaan eksternal untuk membiayai investasinya. Sumber pendanaan eksternal yang umumnya dipilih oleh perusahaan berkaitan dengan minimnya risiko dan biaya modal adalah dengan hutang.

Menurut Soliha dan Taswan (2002), hutang merupakan instrumen yang sangat sensitif terhadap perubahan nilai perusahaan. Nilai perusahaan ditentukan oleh struktur modal perusahaan (Brigham, dalam Soliha dan Taswan, 2002). Proporsi hutang yang tinggi dapat meningkatkan harga saham. Pembayaran bunga pinjaman secara periodik dapat menghemat pajak penghasilan dengan sifatnya yang berupa *deductible expense*, namun jumlah hutang yang melewati titik optimalnya justru akan menurunkan nilai perusahaan karena biaya yang ditimbulkannya (*agency cost of debt*) lebih besar dibandingkan dengan manfaat penghematan pajak. Dengan demikian, perusahaan harus dapat menciptakan hutang pada tingkat tertentu agar tujuan perusahaan untuk meningkatkan nilai perusahaan dapat tercapai. Kebijakan hutang ini tercermin pada *Debt to Equity Ratio* (DER) perusahaan.

Berdasarkan uraian di atas, kebijakan hutang adalah salah satu mekanisme untuk mengatasi konflik keagenan dan sekaligus berpengaruh pada nilai perusahaan. Beberapa penelitian terkait struktur kepemilikan, kebijakan dividen, kebijakan hutang, dan nilai perusahaan telah banyak dilakukan dengan berbagai macam model penelitian yang berbeda. Salah satu penelitian yang dilakukan oleh Soliha dan Taswan (2002) yang menyimpulkan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh positif dan tidak signifikan pada kebijakan hutang, kebijakan hutang berpengaruh terhadap nilai perusahaan secara positif signifikan, dan kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap nilai perusahaan secara positif namun tidak signifikan. Wahyudi dan Pawestri (2006) menemukan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap keputusan keuangan dan nilai perusahaan, kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap keputusan keuangan dan nilai perusahaan, serta keputusan keuangan berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Sementara itu Sujoko dan Soebiantoro (2007) menguji pengaruh kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial, dan pembayaran dividen terhadap *leverage* dan nilai perusahaan. Mereka menemukan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh negatif signifikan terhadap *leverage* maupun nilai perusahaan; kepemilikan manajerial tidak berpengaruh signifikan terhadap *leverage* maupun nilai perusahaan; dan kebijakan dividen berpengaruh positif dan signifikan terhadap *leverage* maupun nilai perusahaan.

Penelitian ini dilaksanakan untuk menguji kembali pengaruh kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, dan kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan dengan kebijakan hutang sebagai variabel *intervening*. Selain menambahkan variabel yang berbeda dibandingkan penelitian terdahulu, penelitian ini juga merupakan penelitian empiris yang dilakukan dengan menggunakan seluruh perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2003 hingga 2007. Periode penelitian dipilih untuk menghindari tahun 2008 yang merupakan tahun terjadinya krisis global yang dampaknya juga cukup dirasakan oleh perusahaan-perusahaan *go public* serta untuk menghindari *sample outliers*.

Rerangka Teori dan Hipotesis

Teori Keagenan

Teori keagenan (*agency theory*) merupakan basis teori yang mendasari praktik bisnis perusahaan yang berakar dari sinergi teori ekonomi, teori keputusan, teori sosiologi, dan teori organisasi. Prinsip utama teori ini menyatakan adanya hubungan kerja antara pemegang saham selaku prinsipal dan manajemen selaku agen dalam bentuk kontrak kerja sama yang disebut "*nexus of contract*" (Elqorni, 2009). Hubungan keagenan ini timbul ketika prinsipal meminta agen melaksanakan beberapa kegiatan atau pekerjaan bagi kepentingan prinsipal yang meliputi pendelegasian sebagian wewenang pengambilan keputusan. Wewenang dan tanggung jawab agen maupun prinsipal diatur dalam suatu kontrak kerja atas persetujuan bersama (Harjito dan Nurfauziah, 2006). Dengan demikian, terjadi pemisahan kepemilikan antara dua pihak di mana mereka akan membuat keputusan-keputusan sesuai dengan kepentingan mereka masing-masing.

Manajer pada hakikatnya harus mengambil keputusan terbaik untuk meningkatkan kekayaan pemegang saham. Keputusan bisnis yang diambil adalah memaksimalkan sumber daya (utilitas) perusahaan. Namun tidaklah memungkinkan bagi pemegang saham untuk terus mengontrol dan mengawasi segala aktivitas dan keputusan yang diambil oleh manajer perusahaan. Suatu ancaman bagi para pemegang saham jika manajer bertindak atas kepentingan pribadinya sendiri (Christiawan dan Tarigan, 2007). Dengan kata lain manajer yang bertindak sebagai agen dari pemegang saham di dalam melakukan aktivitasnya bisa jadi tidak konsisten dengan apa yang menjadi kepentingan pemilik (Fama dalam Syafruddin, 2006). Ketidakkonsistenan ini terjadi karena keduanya diasumsikan sebagai individu yang cenderung memaksimalkan utilitasnya masing-masing.

Menurut Christiawan dan Tarigan (2007), masing-masing pihak ini juga memiliki risiko yang terkait dengan fungsinya. Manajer memiliki risiko memperoleh pengurangan insentif atau bahkan tidak ditunjuk lagi menjadi manajer jika manajer gagal menjalankan fungsinya. Sementara itu pemegang saham memiliki risiko kehilangan modal atau investasi yang ia tanamkan di perusahaan jika salah memilih manajer. Hal ini merupakan konsekuensi dari adanya pemisahan fungsi pengelolaan dan kepemilikan yang umumnya disebut dengan konsep entitas usaha.

Menurut teori keagenan Jensen dan Meckling dalam Wahidahwati (2002), perusahaan yang memisahkan antar fungsi pengelolaan dengan fungsi kepemilikan akan rentan terhadap masalah keagenan. Kedua pihak yang terikat dalam kontrak, yakni prinsipal dan agen, dapat memiliki kepentingan dan tujuan yang tidak selaras serta bertindak atas kepentingan mereka sendiri-sendiri (Wahidahwati, 2002). Pemegang saham sebagai prinsipal diasumsikan hanya tertarik kepada hasil keuangan yang bertambah atau investasi mereka di dalam perusahaan. Para agen disumsikan menerima kepuasan berupa kompensasi keuangan dan syarat-syarat yang menyertai dalam hubungan tersebut. Oleh sebab perbedaan kepentingan ini, masing-masing pihak berusaha memperbesar keuntungan bagi diri sendiri.

Konflik kepentingan yang terjadi dapat berupa: (1) prinsipal menginginkan pengembalian (*return*) yang sebesar-besarnya dan secepatnya atas investasi yang salah satunya dicerminkan dengan kenaikan porsi deviden dari tiap saham yang dimiliki, sementara itu agen menginginkan laba ditahan perusahaan tidak dibagikan dalam bentuk dividen melainkan digunakan untuk investasi kembali; (2) prinsipal menilai prestasi agen berdasarkan kemampuannya memperbesar laba untuk dialokasikan pada pembagian deviden, sebaliknya agen pun memenuhi tuntutan prinsipal agar mendapatkan kompensasi yang tinggi dari kinerjanya sehingga tanpa pengawasan yang memadai maka sang agen dapat memanipulasi informasi laba. Dalam konflik keagenan ini, laba mempunyai peran penting sebagai denominator ukuran kesejahteraan atau *benefit* mereka (Harjito dan Nurfauziah, 2006).

Kebijakan Pendanaan

Menurut Wahidahwati (2002), terdapat suatu perilaku keterbatasan rasional (*bounded rationality*) di mana manajemen perusahaan cenderung memperoleh keuntungan sebesar-besarnya dengan biaya pihak lain, yakni pemegang saham. Selain itu manajer juga memiliki kecenderungan tidak menyukai risiko (*risk averse*). Dengan proporsi kepemilikan manajer atas saham perusahaan yang kurang dari 100%, manajer cenderung bertindak untuk mengejar kepentingannya sendiri dan sudah tidak berdasar maksimalisasi nilai dalam keputusan pendanaan. Para pemegang saham hanya peduli terhadap risiko sistematis dari saham perusahaan, karena mereka melakukan investasi pada portofolio yang terdiversifikasi dengan baik. Namun manajer sebaliknya lebih peduli pada risiko perusahaan secara keseluruhan.

Masalah keagenan antara dua pihak, yaitu manajer dan pemegang saham, dapat diminimalisir dengan melakukan suatu mekanisme pengawasan yang dapat menyelaraskan kepentingan-kepentingan terkait, namun biaya agensi juga akan muncul seiring dilakukannya mekanisme pengawasan tersebut. Biaya agensi menurut Horne dan Wachowicz dalam Prabansari dan Kusuma (2005) adalah biaya-biaya yang berhubungan dengan pengawasan manajemen untuk meyakinkan bahwa manajemen bertindak konsisten sesuai dengan perjanjian kontraktual perusahaan dengan kreditor dan pemegang saham.

Menurut Jensen dan Meckling dalam Harjito dan Nurfauziah (2006), biaya agensi meliputi biaya pengawasan (*monitoring cost*), biaya ikatan (*bonding cost*),

dan biaya sisa (*residual cost*). Biaya pengawasan timbul ketika prinsipal mengawasi aktivitas-aktivitas manajer dengan tujuan memastikan bahwa manajer melakukan aktivitasnya berdasarkan kontrak yang telah disepakati. Sedangkan biaya ikatan merujuk pada usaha meyakinkan manajer untuk bekerja bagi kepentingan pemegang saham tanpa perlu melakukan pengawasan. Sementara biaya sisa adalah perbedaan *return* yang diperoleh sebagai akibat adanya perbedaan keputusan investasi oleh prinsipal dan agen.

Terdapat beberapa pilihan tindakan untuk mengurangi biaya agensi. Pertama, dengan meningkatkan kepemilikan saham perusahaan oleh manajemen untuk mensejajarkan kepentingan manajer dan pemegang saham (Jensen dan Meckling dalam Harjito dan Nurfauziah, 2006). Tujuannya adalah agar manajer dapat merasakan secara langsung baik manfaat maupun kerugian yang merupakan konsekuensi dari keputusan yang diambilnya. Dengan adanya kepemilikan saham oleh manajemen, perusahaan telah memberikan insentif yang diharapkan akan meningkatkan kinerja perusahaan. Selain itu manajer juga akan mengoptimalkan penggunaan hutang sehingga meminimumkan biaya agensi.

Kedua, rasio pembayaran dividen (*dividend payout ratio*) dapat ditingkatkan. Karena berkurangnya aliran kas bebas (*free cash flow*) yang ada di perusahaan, manajemen terpaksa mencari pendanaan dari luar untuk membiayai investasinya (Crutchley dan Hansen, dalam Harjito dan Nurfauziah, 2006). Ketiga, meningkatkan pendanaan melalui hutang. Dengan meningkatkan hutang sebagai sumber pendanaan investasi, *excess cash flow* akan menurun dan dapat menekan pemborosan yang dilakukan oleh manajemen (Jensen dan Meckling, dalam Wahidahwati, 2002).

Alternatif keempat adalah penggunaan investor institusional sebagai *monitoring agent*. Dengan adanya kepemilikan institusional seperti bank, perusahaan asuransi, perusahaan investasi, maupun institusi lain diharapkan manajer akan diawasi secara lebih optimal, terutama berkaitan dengan *financing decision*. Adanya pengawasan terhadap agen akan menyebabkan manajemen menggunakan hutang pada tingkat yang rendah untuk mengatasi kemungkinan terjadinya kesulitan keuangan dan resiko keuangan (Moh'd, Perry, dan Rimbey, dalam Wahidahwati, 2002).

Kebijakan Hutang

Kebijakan hutang merupakan salah satu dari kebijakan keuangan (pendanaan) yang berkaitan dengan sumber pendanaan suatu perusahaan. Sumber pendanaan perusahaan merupakan hal yang sangat penting karena digunakan sebagai modal dalam menjalankan aktivitas operasionalnya. Sumber pendanaan suatu perusahaan dapat berasal dari internal seperti modal saham, laba ditahan, dan laba tahun berjalan; serta dari eksternal berupa hutang jangka panjang maupun jangka pendek (Jortan, 2007). Struktur pendanaan, atau disebut struktur modal (*capital structure*), adalah proporsi antara jumlah dana dari dalam dan luar yang digunakan untuk membiayai kegiatan operasional perusahaan dan juga membiayai asetnya.

Untuk menentukan struktur pendanaan yang tepat, diperlukan analisis yang baik. Rizal (2004) menyatakan bahwa setiap pilihan sumber dana memiliki

biaya modal (*cost of capital*) masing-masing. Biaya modal merupakan rata-rata tertimbang dari biaya pendanaan (*cost of funds*) yang terdiri dari biaya bunga dan biaya modal sendiri. Biaya bunga merupakan biaya yang timbul dari hutang dikurangi tarif pajak yang berlaku. Sementara biaya modal sendiri merupakan dividen yang dibagikan bagi pemegang saham biasa dan pemegang saham preferen. Manajemen harus mempertimbangkan komposisi dari hutang dan modal sendiri serta biaya yang ditimbulkan. Hal ini akan mempengaruhi rasio hutang (*debt to equity ratio*) perusahaan. Kombinasi pendanaan yang baik menurunkan biaya serendah mungkin, mempertahankan biaya serendah mungkin, mempertahankan kebijakan deviden dan pendapatan, dan memaksimalkan kekayaan pemegang saham.

Faktor yang mempengaruhi struktur pendanaan menurut Brigham dan Houston (2004) antara lain:

- a. Stabilitas penjualan, perusahaan dengan penjualan relatif stabil cenderung lebih banyak mendapat pinjaman karena dapat menanggung beban tetap yang lebih tinggi.
- b. Struktur aktiva, perusahaan yang aktivasnya sesuai untuk dijadikan jaminan kredit karena bersifat multiguna cenderung lebih banyak menggunakan hutang.
- c. *Leverage operasi*, perusahaan dengan *leverage operasi* yang lebih kecil cenderung lebih mampu untuk memperbesar leverage keuangan karena risiko bisnis lebih kecil.
- d. Tingkat pertumbuhan, perusahaan yang tumbuh lebih pesat lebih banyak menggunakan model eksternal berupa hutang karena biaya pengembalian untuk penjualan saham biasa lebih besar jika dibandingkan dengan biaya penerbitan surat hutang.
- e. Profitabilitas, perusahaan dengan ROI (*return on investment*) tinggi menggunakan hutang yang relatif rendah karena tingkat pengembalian yang tinggi memungkinkan perusahaan membiayai sebagian besar kebutuhan pendanaan mereka dengan dana internal.
- f. Pajak, bunga hutang mengurangi pajak untuk perusahaan yang terkena tarif pajak tinggi.
- g. Pengendalian, posisi pengendalian manajemen dapat mempengaruhi kebijakan pendanaan yang diambil karena manajemen akan mengambil kebijakan yang relatif aman bagi posisinya.
- h. Sikap manajemen, hal ini bervariasi antar manajemen satu dengan yang lain di dalam hal menentukan sumber pendanaan.
- i. Sikap pemberi pinjaman dan lembaga penilai peringkat, terkadang hal ini mempengaruhi keputusan yang diambil perusahaan berkaitan dengan sumber pendanaannya.
- j. Kondisi pasar saham dan obligasi, merupakan faktor eksternal yang tidak terelakkan pengaruhnya bagi keputusan pendanaan perusahaan.
- k. Kondisi internal perusahaan, juga berpengaruh terhadap struktur pendanaan yang telah ditargetkannya.

Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen berkaitan dengan penentuan pembagian pendapatan (*earning*) antara penggunaan pendapatan untuk dibayarkan kepada para pemegang saham sebagai dividen atau untuk digunakan dalam perusahaan, yang berarti pendapatan tersebut harus ditahan dalam perusahaan (Riyanto, dalam Rizal, 2007). Dalam keputusan pembagian dividen, kelangsungan hidup dari perusahaan perlu menjadi sebuah pertimbangan. Jika suatu perusahaan menjalankan kebijakan untuk membagi dividen tunai maka dana yang dapat digunakan perusahaan untuk membiayai investasinya semakin rendah. Hal ini dapat mengakibatkan tingkat pertumbuhan perusahaan di masa datang menjadi rendah, dan hal ini akan berdampak pada harga saham. Dengan demikian perusahaan sebaiknya menetapkan kebijakan dividen yang optimal. Menurut Yuniningsih (2008), kebijakan dividen yang optimal adalah kebijakan yang menciptakan keseimbangan di antara dividen pada saat ini dan pertumbuhan di masa yang akan datang sehingga memaksimalkan harga saham. Besar kecilnya jumlah dividen yang akan dibayarkan tergantung dari kebijakan masing-masing perusahaan sehingga pertimbangan manajemen pada Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS) sangat diperlukan.

Terdapat 4 faktor yang mempengaruhi kebijakan pembagian dividen suatu perusahaan (Riyanto dalam Rizal, 2007), yaitu:

1. Posisi likuiditas perusahaan
Posisi kas atau likuiditas perusahaan merupakan faktor penting yang harus dipertimbangkan sebelum mengambil keputusan untuk menetapkan besarnya dividen yang akan dibayarkan kepada pemegang saham. Semakin kuat posisi likuiditas perusahaan maka semakin besar kemampuan perusahaan untuk membayar dividen.
2. Kebutuhan dana untuk membayar hutang
Jika perusahaan telah menetapkan bahwa pelunasan hutangnya akan diambil dari laba ditahan, maka perusahaan harus menahan sebagian besar pendapatannya untuk keperluan tersebut, sehingga hanya sebagian kecil pendapatan yang dibayarkan sebagai dividen.
3. Tingkat pertumbuhan perusahaan
Dana yang dibutuhkan oleh perusahaan dengan pertumbuhan yang cepat relatif lebih besar dibandingkan perusahaan dengan tingkat pertumbuhan lambat. Dengan demikian perusahaan yang bertumbuh pesat cenderung menahan pendapatannya dibandingkan membaginya dalam bentuk dividen.
4. Pengawasan terhadap perusahaan
Ini terutama berkaitan dengan kebijakan perusahaan untuk membiayai ekspansinya dengan sumber dana internal saja agar kontrol dari kelompok dominan di dalam perusahaan tetap bisa dijalankan. Dengan kebijakan ini, perusahaan lebih suka menahan *earning*nya untuk membiayai ekspansinya dibandingkan membagikan dividen.

Struktur Kepemilikan

Struktur kepemilikan di perusahaan dapat dibedakan menjadi kepemilikan orang luar (*outsider ownership*) dan kepemilikan orang dalam (*insider ownership*)

atau kepemilikan manajerial (*managerial ownership*). Istilah struktur kepemilikan digunakan untuk menunjukkan bahwa variabel-variabel yang penting dalam struktur modal tidak hanya ditentukan oleh jumlah hutang dan ekuitas, tetapi juga oleh prosentase kepemilikan oleh manajer dan institusional (Jensen dan Meckling, dalam Masdupi, 2005). Kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional dapat mempengaruhi keputusan pencarian dana apakah melalui hutang atau *right issue* (Wahidahwati, 2002). Pemilihan alternatif ini akan mempengaruhi rasio hutang terhadap ekuitas yang juga berasosiasi dengan risiko yang akan dihadapi oleh perusahaan.

Kepemilikan manajerial (*managerial ownership*) adalah suatu kondisi di mana manajer mengambil bagian dalam struktur modal perusahaan atau dengan kata lain manajer tersebut berperan ganda sebagai manajer sekaligus pemegang saham di perusahaan. Dalam laporan keuangan, keadaan ini dipresentasikan oleh besarnya persentase kepemilikan oleh manajer. Karena cukup esensialnya informasi mengenai hal ini, catatan atas laporan keuangan harus menyertakan informasi ini.

Peningkatan kepemilikan oleh manajer bermanfaat untuk meningkatkan keselarasan kepentingan (*goal congruence*) di antara manajer dengan pemegang saham. Semakin besar tingkat kepemilikan manajerial suatu perusahaan, maka semakin tinggi pula tingkat keselarasan (*alignment*) dan kemampuan kontrol terhadap kepentingan antara manajer dengan pemegang saham (Jensen dan Meckling, dalam Wahidahwati, 2002). Penelitian mereka juga menemukan bahwa kepentingan manajer dengan kepentingan pemegang saham eksternal dapat disatukan jika kepemilikan saham oleh manajer diperbesar sehingga manajer tidak akan melakukan tindakan-tindakan yang merugikan perusahaan secara keseluruhan, misalnya melakukan manipulasi laba. Dengan kata lain, kepemilikan manajerial merupakan salah satu mekanisme yang dapat membatasi perilaku oportunistik manajer.

Perusahaan dengan kepemilikan manajerial berbeda dengan perusahaan yang tanpa kepemilikan manajerial. Perbedaannya terletak pada kualitas pengambilan keputusan oleh manajer serta aktivitas manajer dalam operasi perusahaan. Dalam perusahaan dengan kepemilikan manajerial, manajer yang sekaligus bertindak sebagai pemegang saham tentu akan menyelaraskan kepentingannya dengan kepentingan perusahaan. Setiap keputusan yang diambilnya akan berpengaruh pada kinerja perusahaan dan juga memberikan konsekuensi, baik positif maupun negatif, bagi dirinya.

Peran ganda yang dijalankan oleh manajer yang memiliki saham perusahaan di sisi lain juga memiliki sifat negatif. Salah satunya adalah peranan seperti ini dapat mengganggu manajer ketika bekerja karena menimbulkan keinginan untuk mempertahankan kedudukannya dalam perusahaan. Keputusannya akan merefleksikan keputusan yang sesuai dengan kepentingannya, termasuk untuk mempertahankan kedudukan mereka di perusahaan. Pemberian insentif yang sesuai kepada manajer perlu untuk diperhatikan agar tidak terjadi keputusan yang berdasarkan subjektivitas semata.

Kepemilikan institusional merupakan proporsi saham perusahaan yang dimiliki oleh institusi atau lembaga, seperti bank, perusahaan asuransi, perusahaan

investasi, atau institusi lain. Kepemilikan institusional berperan sebagai *monitoring agent* yang melakukan pengawasan optimal terhadap perilaku manajemen di dalam menjalankan perannya mengelola perusahaan. Menurut Moh'd dkk dalam Masdupi (2005), bentuk distribusi saham (*shareholder dispersion*) antara pemegang saham dari luar (*outside shareholder*) yaitu investor institusional dapat mengurangi *agency cost* karena kepemilikan mewakili suatu sumber kekuasaan (*source of power*) yang dapat digunakan untuk mendukung atau sebaliknya terhadap keberadaan manajemen, maka konsentrasi atau penyebaran kekuasaan menjadi suatu hal yang relevan.

Bushee dalam Handayani (2007) menyatakan bahwa investor institusional merupakan *sophisticated investor* yang tidak mudah dibohongi oleh tindakan manajer. Berbeda dengan kepemilikan individual, kepemilikan institusional memiliki prosentase kepemilikan yang lebih besar sehingga lebih intensif mempengaruhi manajemen dengan kekuatannya tersebut. Dengan adanya kepemilikan oleh *institutional investor*, diharapkan keputusan atau kebijakan manajemen dapat lebih meningkatkan kinerja perusahaan, sekaligus meningkatkan kemakmuran pemegang saham.

Nilai Perusahaan

Semakin tinggi harga saham suatu perusahaan berarti semakin tinggi pula nilai suatu perusahaan. Nilai suatu perusahaan menggambarkan kemakmuran pemegang sahamnya sehingga nilai perusahaan yang tinggi menjadi harapan bagi para pemegang saham yang menanamkan modalnya dalam suatu perusahaan. Peningkatan dan pengoptimalan nilai perusahaan seringkali menjadi tujuan jangka panjang dari suatu perusahaan. Optimalisasi nilai perusahaan dapat dicapai melalui fungsi manajemen keuangan, di mana satu keputusan keuangan yang diambil akan mempengaruhi keputusan keuangan lainnya dan pada akhirnya akan berdampak pada nilai perusahaan (Fama dan French dalam Wahyudi dan Pawestri, 2006).

Christiawan dan Tarigan (2007) dalam penelitiannya mengungkapkan beberapa konsep nilai yang menjelaskan nilai suatu perusahaan, yaitu nilai nominal, nilai pasar, nilai intrinsik, nilai buku, dan nilai likuidasi. Nilai nominal adalah nilai yang tercantum secara formal dalam anggaran dasar perseroan, disebutkan secara eksplisit dalam neraca perusahaan, dan juga ditulis jelas dalam surat saham kolektif. Nilai pasar yang seringkali disebut kurs adalah harga yang terjadi dari proses tawar-menawar di pasar saham. Karena sifatnya ini, nilai pasar hanya dapat ditentukan jika perusahaan memperdagangkan sahamnya di pasar modal. Nilai intrinsik adalah nilai yang mengacu pada perkiraan nilai riil suatu perusahaan sehingga nilai ini merupakan konsep yang paling abstrak. Dalam konsep ini, nilai perusahaan bukan sekadar harga dari sekumpulan aset, melainkan nilai perusahaan sebagai entitas bisnis yang memiliki kemampuan menghasilkan keuntungan di kemudian hari.

Nilai buku adalah nilai perusahaan yang dihitung berdasarkan konsep akuntansi. Nilai buku perusahaan dihitung dengan membagi selisih antara total aktiva dan total utang dengan jumlah saham yang beredar. Sementara nilai likuidasi adalah nilai jual seluruh aset perusahaan setelah dikurangi semua

kewajiban yang harus dipenuhi. Nilai ini merupakan hak para pemegang saham yang dapat dihitung dengan cara yang sama dengan nilai buku yakni berdasarkan neraca performa yang disiapkan ketika suatu perusahaan akan likuidasi. Jika mekanisme pasar berfungsi dengan baik, maka harga saham tidak mungkin berada di bawah nilai likuidasi.

Investor dapat menggunakan nilai buku untuk memperkirakan batas bawah harga saham sehingga nilai ini dapat digunakan sebagai batas aman mengukur nilai perusahaan untuk keperluan investasi. Namun terdapat beberapa hal yang perlu diperhatikan mengenai konsep nilai buku ini (Christiawan dan Tarigan, 2007). Pertama, sebagian besar aset dinilai dalam nilai historis sehingga dapat terjadi kemungkinan beberapa aset yang dijual dengan harga jauh lebih tinggi dari nilai bukunya. Kedua, adanya aset tak berwujud dalam aset dalam likuidasi sering tidak memiliki nilai jual. Ketiga, nilai buku sangat dipengaruhi oleh metode dan estimasi akuntansi seperti metode penyusutan aset tetap, metode penilaian persediaan, dan sebagainya. Yang terakhir, ada kemungkinan timbul kewajiban-kewajiban yang tidak tercatat dalam laporan keuangan karena belum diatur pelaporannya oleh standar akuntansi keuangan.

Penelitian sekarang mengukur nilai perusahaan dengan menggunakan rasio *Price to Book Value* (PBV) sebagai proksinya. Rasio ini untuk digunakan untuk menghindari kelemahan-kelemahan yang dimiliki oleh nilai buku. Rasio ini dihitung dengan membagi harga pasar per lembar saham dengan nilai buku per lembar saham. Oleh beberapa peneliti rasio ini dianggap mampu menggambarkan nilai perusahaan.

Pengembangan Hipotesis

Terdapat kecenderungan oleh manajer untuk berperilaku oportunistik yang bertujuan untuk memaksimalkan fungsi utilitas mereka sendiri atas beban kekayaan para pemegang saham. Potensi masalah *moral hazard*, di mana manajer melakukan tindakan yang tidak terobservasi demi kepentingan sendiri, timbul karena sebenarnya tidak memungkinkan bagi pemegang saham untuk mengawasi semua tindakan manajer (Umar, 2003). Kepemilikan saham oleh manajer merupakan suatu solusi memperkecil dorongan manajer untuk mengkonsumsi *perquisites*, mengambil alih kekayaan pemegang saham, dan perilaku *non maximizing* (Jensen dan Meckling dalam Umar, 2003). Kepemilikan manajerial dengan kata lain membuat kepentingan para pemegang saham dan manajer menyatu sehingga nilai pasar saham perusahaan dapat mengalami peningkatan. Keikutsertaan manajer dalam kepemilikan saham perusahaan dapat dipandang sebagai sinyal bahwa manajer menggantungkan nasib mereka pada proyek-proyek investasi perusahaan sehingga mereka hanya mau menanamkan modalnya jika perusahaan memiliki prospek pertumbuhan yang baik. Dengan demikian, kepemilikan manajerial merupakan sinyal tentang kualitas dari nilai perusahaan. Berdasarkan uraian tersebut, maka disusun hipotesis:

H1 : Kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Adanya kepemilikan saham perusahaan oleh investor institusional seperti perusahaan asuransi, bank, perusahaan investasi, dan kepemilikan oleh instansi

lain dalam bentuk perusahaan dapat meningkatkan pengawasan yang lebih optimal terhadap para agen (manajer). Mereka berperan sebagai *monitoring agents* yang berperan aktif dan konsisten dalam melindungi investasi yang telah mereka pertaruhkan dalam perusahaan. Mekanisme tersebut akan menjamin peningkatan kesejahteraan para pemegang saham (Sulistyanto, dalam Haryono, 2005). Dengan adanya pengawasan dari institusi, manajer akan terdorong untuk meningkatkan kinerja, dan pada akhirnya juga akan meningkatkan nilai perusahaan. Beberapa penelitian juga menyatakan bahwa kepemilikan saham institusional dapat mengurangi *agency cost* perusahaan. Dengan demikian, maka disusun hipotesis:

H2 : Kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Dividen yang tinggi dapat dianggap sebagai sinyal akan meningkatnya profitabilitas perusahaan di masa depan (Miller dan Rock dalam Ismiyanti dan Hanafi, 2004). Sinyal positif yang diberikan manajemen melalui pembagian dividen membuat investor mengetahui bahwa terdapat peluang investasi di masa depan yang menjanjikan bagi nilai perusahaan. *Bird in the hand theory* memandang bahwa dividen yang tinggi adalah yang terbaik, karena investor lebih suka kepastian tentang *return* investasinya serta mengantisipasi risiko ketidakpastian tentang kebangkrutan perusahaan (Gordon, dalam Wahyudi dan Pawestri, 2006). Peningkatan dividen dilakukan untuk memperkuat posisi perusahaan dalam mencari tambahan dana dari pasar modal dan perbankan. Pendapat ini diperkuat dengan pernyataan Asquith dan Mullins dalam Wahyudi dan Pawestri (2006) bahwa pengumuman peningkatan dividen telah meningkatkan *return* saham dan dapat digunakan untuk menangkal isu-isu yang tidak diharapkan perusahaan di masa mendatang. Haruman (2008) menyatakan, semakin besar dividen yang dibagikan kepada pemegang saham, maka kinerja emiten atau perusahaan akan dianggap semakin baik pula dan pada akhirnya perusahaan yang memiliki kinerja yang baik dianggap menguntungkan dan tentunya penilaian terhadap perusahaan tersebut akan semakin baik pula, yang biasanya tercermin melalui tingkat harga saham perusahaan. Berdasarkan uraian tersebut, maka disusun hipotesis:

H3 : Kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Manajer memiliki kecenderungan untuk menggunakan tingkat hutang yang tinggi bukan atas dasar maksimalisasi nilai perusahaan namun untuk kepentingan oportunistik. Hal ini akan meningkatkan risiko *financial distress* dan risiko kebangkrutan. Kepemilikan manajerial, seperti yang telah dijelaskan sebelumnya, menunjukkan adanya peran ganda seorang manajer, yakni sebagai pengelola perusahaan (agen) sekaligus pemegang saham (prinsipal). Sebagai manajer sekaligus pemegang saham, tentunya ia tidak menginginkan perusahaan mengalami kesulitan keuangan atau bahkan kebangkrutan karena hal itu akan merugikannya baik sebagai manajer maupun sebagai pemegang saham. Sebagai manajer, ia akan kehilangan insentifnya dan kinerjanya juga akan dianggap buruk, sedangkan sebagai pemegang saham, ia akan kehilangan *return* yang diharapkannya saat berinvestasi atau bahkan seluruh dana yang diinvestasikannya

di perusahaan. Kerena itulah manajer akan semakin berhati-hati di dalam kebijakan hutangnya. Menurut Moh'd dalam Umar (2003), peningkatan jumlah kekayaan pribadi yang terinvestasikan dalam perusahaan menyebabkan para manajer cenderung memperkecil hutang dalam rangka mereduksi risiko. Kebijakan untuk menggunakan sumber pendanaan dari hutang akan memberikan manfaat pada perusahaan berupa penghematan pajak penghasilan karena sifat biaya bunga yang harus dibayar secara periodik bersifat *deductible expense*. Namun jika hutang melebihi batas optimalnya, penggunaan hutang akan menurunkan nilai perusahaan karena timbulnya risiko yang lebih besar berupa risiko kebangkrutan. Dengan adanya kepemilikan saham oleh manajer, diharapkan hutang dibentuk pada struktur optimalnya sehingga tujuan perusahaan untuk meningkatkan nilai perusahaan dapat tercapai. Oleh karena itu, maka disusun hipotesis:

H4 : Kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan hutang.

Sementara itu kepemilikan institusional juga akan memberikan pengaruh terhadap kebijakan pendanaan perusahaan. Adanya *monitoring* yang efektif oleh kepemilikan saham institusi (kepemilikan institusional) mengurangi perilaku oportunistik manajer. Selain itu kepemilikan ini dapat berperan sebagai *agent monitoring* yang menyebabkan manajer tidak membuat kebijakan pendanaan yang berpotensi merugikan perusahaan dan mengurangi kepuasan pemegang saham. Semakin tinggi kepemilikan institusional, diharapkan semakin kuat kontrol internal terhadap perusahaan sehingga biaya keagenan sekaligus penggunaan hutang oleh manajer dapat ditekan. Chaganti dan Damanpour dalam Handayani (2007) menyatakan bahwa semakin tinggi presentase kepemilikan institusional, rasio hutang terhadap ekuitas (*debt to equity ratio*) akan semakin menurun. Seperti yang telah dijelaskan, tingkat hutang yang berlebihan justru akan meningkatkan *financial distress* yang dihadapi perusahaan. Dengan adanya investor institusional yang mengawasi manajemen, hutang dapat dimanfaatkan secara optimal dan pada akhirnya meningkatkan nilai perusahaan. Berdasarkan uraian tersebut, maka disusun hipotesis:

H5 : Kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan hutang.

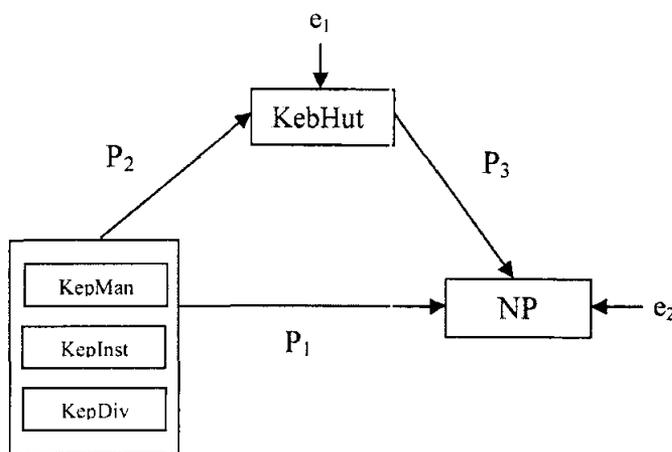
Dengan adanya pembayaran dividen secara tunai, dana yang tersedia untuk reinvestasi akan semakin rendah. Menurut Karsana dan Supriyadi (2005), kebijakan dividen ini selanjutnya dapat menyebabkan terjadinya perilaku *pecking order* oleh perusahaan. Teori ini menyatakan bahwa apabila *internal equity* yang ada dalam perusahaan tidak mencukupi untuk mengatasi masalah kebutuhan dana, maka perusahaan akan menggunakan sumber dana eksternal mulai yang paling kecil risikonya, yaitu hutang. Selain itu, pembagian dividen yang tinggi berarti perusahaan lebih banyak menggunakan hutang untuk membiayai investasinya dan menjaga struktur modal optimalnya tetap (Emery dan Finnerty dalam Ismiyanti dan Hanafi, 2004). Tingkat hutang yang tinggi dapat meningkatkan nilai perusahaan, berkaitan dengan penghematan pajak penghasilan. Karena sifat biaya

PENGARUH STRUKTUR KEPEMILIKAN DAN KEBIJAKAN DIVIDEN TERHADAP NILAI PERUSAHAAN DENGAN KEBIJAKAN HUTANG SEBAGAI VARIABEL *INTERVENING* OLEH: MELANIE SUGIARTO

bunga yang *deductible*, penggunaan hutang dapat meningkatkan nilai perusahaan. Kebijakan hutang diduga sebagai variabel *intervening* dalam pengaruh kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan. Berdasarkan uraian tersebut, maka disusun hipotesis:

H6 : Kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan hutang.

Dari keenam hipotesis alternatif di atas, dapat digambarkan model penelitian yang akan diuji dalam penelitian sekarang (Gambar 1).



Gambar 1. Model Penelitian

Metode Penelitian

Variabel dan Definisi Operasional

Variabel dependen dari penelitian ini adalah nilai perusahaan. Variabel independen terdiri dari kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, dan kebijakan dividen. Variabel *intervening* yang digunakan adalah kebijakan hutang. Tabel 1 menunjukkan definisi operasional tiap variabel.

Tabel 1. Definisi Operasional Variabel

No	Variabel	Definisi	Skala Pengukur	Pengukuran
1.	Nilai Perusahaan (NP)	Persepsi investor terhadap tingkat keberhasilan perusahaan dalam mengelola sumber dayanya. Diprosikan dengan <i>Price Book Value</i>	Rasio	$PBV = \frac{\text{Harga Pasar per Lembar Saham}}{\text{Nilai Buku per Lembar Saham}}$
2.	Kebijakan Hutang (KebHut)	Kebijakan perusahaan dalam menggunakan hutang sebagai sumber pendanaan dalam kegiatan operasional perusahaan. Diprosikan dengan <i>Debt to Equity Ratio</i>	Rasio	$DER = \frac{\text{Total Debt}}{\text{Shareholders Equity}}$

No	Variabel	Definisi	Skala Pengukur	Pengukuran
3.	Kepemilikan Manajerial (KepMan)	Proporsi kepemilikan saham perusahaan oleh manajemen	Rasio	$MOWN = \frac{\text{Kepemilikan Shm Manajemen}}{\text{Total Saham Beredar}}$
4.	Kepemilikan Instiusional (KepInst)	Proporsi kepemilikan saham perusahaan oleh institusi atau lembaga lain	Rasio	$INST = \frac{\text{Kepemilikan Shm Institusi}}{\text{Total Saham Beredar}}$
5.	Kebijakan Dividen (KebDiv)	Kebijakan perusahaan untuk membagikan <i>earnings</i> berupa dividen atau untuk menahannya. Penelitian ini membatasi pengertian dividen pada pembagian dividen tunai.	Skala Nominal	Variabel ini diukur dengan menggunakan variabel <i>dummy</i> . 1 untuk perusahaan yang membagi dividen, dan 0 untuk yang tidak membagi dividen.

Populasi dan Sampel Penelitian

Populasi dari penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Periode pengamatan yang dilakukan adalah untuk jangka waktu 5 tahun yaitu dari tahun 2003 sampai dengan tahun 2007. Keadaan perekonomian pada periode tersebut relatif stabil. Sampel diambil dengan menggunakan metode *purposive sampling* berdasarkan kriteria-kriteria sebagai berikut:

1. Perusahaan terdaftar di Bursa Efek Indonesia dan konsisten mempublikasikan laporan keuangan selama tahun 2003-2007.
2. Bukan merupakan perusahaan persero, bank, asuransi, dan badan keuangan lainnya. Hal ini dikarenakan perusahaan jenis keuangan dan perbankan memiliki regulasi mengenai kebijakan pendanaan yang berbeda (Jensen dan Meckling, dalam Karsana dan Supriyadi, 2005).
3. Perusahaan memiliki data kepemilikan manajerial dan institusional dari tahun 2003-2007 yang dipublikasikan.
4. Perusahaan pernah membagikan dividen tunai selama periode pengamatan.
5. Laporan keuangan perusahaan sampel tidak menunjukkan adanya saldo total ekuitas yang negatif atau defisiensi modal. Hal ini dikarenakan saldo ekuitas yang negatif sebagai penyebut membuat rasio keuangan menjadi tidak bermakna (Subekti, dalam Wahyudi dan Pawestri, 2006).

Teknik Analisis Data

Penelitian ini menggambarkan pola hubungan yang mengungkapkan pengaruh seperangkat variabel terhadap variabel lainnya, baik secara langsung maupun melalui variabel lain sebagai variabel *intervening*. Pola hubungan semacam ini dapat dianalisis dengan *path analysis* (analisis jalur). *Path analysis* memberikan secara eksplisit hubungan kausalitas antar variabel berdasarkan pada teori. Anak panah menunjukkan hubungan antar variabel. Setiap nilai p menggambarkan jalur dan koefisien jalur. Berdasarkan gambar model jalur diajukan hubungan berdasarkan teori bahwa kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, dan kebijakan dividen mempunyai pengaruh langsung terhadap nilai perusahaan (P_1). Namun demikian kepemilikan manajerial, kepemilikan

institusional, dan kebijakan dividen juga mempunyai pengaruh tidak langsung ke nilai perusahaan, yaitu dari kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, dan kebijakan dividen ke kebijakan hutang (P_2) baru kemudian ke nilai perusahaan (P_3). Koefisien jalur adalah *standardized* koefisien regresi.

Koefisien jalur dihitung dengan membuat dua persamaan struktural yaitu persamaan regresi yang menunjukkan pengaruh yang dihipotesiskan. Dalam hal ini ada dua persamaan tersebut, yakni:

$$\text{KebHut} = \alpha_1 + \beta_1\text{KepMan} + \beta_2\text{KepInst} + \beta_3\text{KebDiv} + e_1 \dots\dots\dots(1)$$

$$\text{NP} = \alpha_2 + \beta_4\text{KebHut} + \beta_5\text{KepMan} + \beta_6\text{KepInst} + \beta_7\text{KebDiv} + e_2 \dots\dots(2)$$

dimana

- NP : Nilai Perusahaan. Rasio antara Harga Pasar per Lembar Saham dengan Nilai Buku per Lembar Saham.
- KepMan : Kepemilikan Manajerial. Proporsi Kepemilikan Saham Manajemen terhadap Total Saham Beredar.
- KepInst : Kepemilikan Institusional. Proporsi Kepemilikan Saham Institusional terhadap Total Saham Beredar.
- KebDiv : Kebijakan Dividen.
- KebHut : Rasio antara *Total Debt* terhadap *Shareholder Equity*.
- e : Variabel Residu.

Standardized koefisien untuk kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, dan kebijakan dividen pada persamaan (1) akan memberikan nilai P_2 . Sedangkan koefisien untuk kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, dan kebijakan dividen serta kebijakan hutang pada persamaan (2) akan memberikan nilai P_1 dan P_3 .

Prosedur Pengujian Hipotesis

Selain melakukan uji asumsi klasik berupa uji normalitas, uji multikolinearitas, heterokedastisitas dan autokorelasi, akan dilakukan pengujian hipotesis. Penelitian ini menguji hipotesis dengan metode analisis regresi berganda (*multiple regression*) dengan bantuan SPSS versi 16.0. Hipotesis dalam penelitian ini menggunakan regresi berganda yang diperluas dengan metode *path analysis* untuk pengujian pengaruh variabel *intervening*. Hipotesis penelitian ini berusaha membuktikan apakah kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, dan kebijakan dividen berpengaruh langsung terhadap nilai perusahaan, serta apakah kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, dan kebijakan dividen berpengaruh terhadap nilai perusahaan dengan kebijakan hutang sebagai variabel *intervening*. Nilai koefisien *standardized* beta pada persamaan (1&2) merupakan nilai jalur masing-masing persamaan.

Bila nilai *standardized* beta pada persamaan (1) positif dan signifikan ($p \leq 0,05$), maka kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, dan kebijakan dividen berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Bila nilai *standardized* beta pada persamaan (2) positif dan signifikan ($p \leq 0,05$), maka kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, dan kebijakan dividen berpengaruh langsung ke nilai perusahaan dan dapat juga berpengaruh tidak langsung ke nilai perusahaan melalui kebijakan hutang sebagai variabel *intervening*. Dalam hal menentukan

hubungan tidak langsung adalah dengan mengalikan koefisien tidak langsungnya, bila hasil perkalian koefisien tidak langsung lebih besar dari koefisien langsung berarti hubungan yang sebenarnya adalah tidak langsung (Ghozali, 2002).

Hasil Penelitian dan Pembahasan

Gambaran Umum Obyek Penelitian

Perusahaan yang digunakan sebagai obyek penelitian ini adalah perusahaan *go public* yang telah memenuhi kriteria seperti pada Tabel 2.

Tabel 2. Pemilihan Sampel

Perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) tahun 2003-2007.	393
Perusahaan tidak mempublikasikan laporan keuangan secara berturut-turut di Bursa Efek Indonesia (BEI) tahun 2003-2007.	(65)
Perusahaan persero yang dimiliki pemerintah	(10)
Perusahaan perbankan, asuransi, dan keuangan lainnya	(78)
Tidak memiliki data lengkap mengenai kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, DER, PBV, atau tidak pernah membagikan dividen	(173)
Memiliki saldo ekuitas negatif (defisiensi modal)	(3)
Jumlah Sampel	64

Statistik Deskriptif

Data yang digunakan dalam penelitian ini terdiri dari tiga variabel yaitu variabel independen berupa kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, dan kebijakan dividen; variabel *intervening* berupa kebijakan hutang, dan variabel dependen yang berupa nilai perusahaan. Untuk variabel kebijakan dividen yang merupakan variabel yang diukur dengan skala nominal. Statistik deskriptif ketiga variabel dari tahun 2003-2007 dapat dilihat pada Tabel 3 dan Tabel 4.

Tabel 3. Statistik Deskriptif Data Sampel Penelitian

Variabel	Jumlah Sampel	Minimum	Maksimum	Mean	Standar Deviasi
KepMan	320	0,0000	0,2688	0,026553	0,0508562
KepInst	320	0,1307	0,9800	0,665003	0,1865074
KebHut	320	0,0326	8,2347	1,2877	1,181085
NP	320	0,00	14,18	1,4262	1,51952

Tabel 4. Statistik Frekuensi Data Sampel Penelitian

Variabel	Skor	Frekuensi	Persentase
KebDiv	0	99	30,9%
	1	221	69,1%

Hasil Pengujian Hipotesis

Setelah semua hasil uji asumsi klasik memenuhi persyaratan selanjutnya dilakukan pengujian hipotesis. Untuk menguji pengaruh variabel *intervening* digunakan metode analisis jalur. Analisis jalur merupakan perluasan dari analisis regresi linier berganda yang digunakan untuk menaksir hubungan kausalitas antar variabel yang telah ditetapkan sebelumnya berdasarkan teori. Dua persamaan struktural yaitu persamaan regresi yang menunjukkan hubungan yang dihipotesiskan adalah:

$$\text{KebHut} = \alpha_1 + \beta_1\text{KepMan} + \beta_2\text{KepInst} + \beta_3\text{KebDiv} + e_1 \dots\dots\dots(1)$$

$$\text{NP} = \alpha_2 + \beta_4\text{KebHut} + \beta_5\text{KepMan} + \beta_6\text{KepInst} + \beta_7\text{KebDiv} + e_2 \dots(2)$$

Nilai koefisien *standardized* beta pada dua persamaan tersebut merupakan nilai jalur masing-masing persamaan. Bila nilai *standardized* beta pada persamaan pertama positif dan signifikan ($p < 0,05$), berarti kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, dan ukuran dewan direksi mempengaruhi *agency cost*. Bila nilai *standardized* beta pada persamaan kedua positif dan signifikan ($p < 0,05$), berarti kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, dan ukuran dewan direksi dapat berpengaruh langsung ke kinerja keuangan dan dapat juga berpengaruh tidak langsung terhadap kinerja keuangan melalui *agency cost* sebagai variabel *intervening*. Untuk menentukan besarnya pengaruh tidak langsung adalah dengan cara mengalikan koefisien tidak langsungnya (Ghozali, 2002). Hasil analisis regresi ditampilkan pada Tabel 5 dan 6.

Tabel 5. Uji Model Hipotesis

$$\text{KebHut} = \alpha_1 + \beta_1\text{KepMan} + \beta_2\text{KepInst} + \beta_3\text{KebDiv} + e_1 \dots(1)$$

Variabel	Koefisien	Std.Error	Beta	t-statistik	p-value
Intersep	1,609	0,264	-	6,106	0,000
KepMan	-0,771	1,307	-0,033	-0,590	0,556
KepInst	0,269	0,359	0,043	0,750	0,454
KebDiv	-0,696	0,139	-0,273	-4,993	0,000
F statistik = 8,589	p-value = 0,000		Adjusted R ² = 0,067		

Tabel 6. Uji Model Hipotesis

$$\text{NP} = \alpha_2 + \beta_4\text{KebHut} + \beta_5\text{KepMan} + \beta_6\text{KepInst} + \beta_7\text{KebDiv} + e_2 \dots(2)$$

Variabel	Koefisien	Std.Error	Beta	t-statistik	p-value
Intersep	1,233	0,359	-	3,430	0,001
KepMan	-4,856	1,687	-0,163	-2,879	0,004
KepInst	-0,019	0,464	-0,002	-0,040	0,968
KebDiv	0,643	0,187	0,196	3,443	0,001
KebHut	-0,085	0,073	-0,066	-1,170	0,243
F statistik = 6,251	p-value = 0,000		Adjusted R ² = 0,062		

Dalam pengujian secara parsial tanpa variabel kebijakan hutang pada tabel 5, dapat dilihat bahwa nilai koefisien *standardized* beta pada persamaan (1):

1. Kepemilikan manajerial negatif sebesar -0,033 dan tidak signifikan yaitu 0,556 ($0,556 > 0,05$), yang berarti kepemilikan manajerial tidak mempengaruhi kebijakan hutang. Hal ini H1 berarti ditolak.
2. Kepemilikan institusional positif sebesar 0,043 dan tidak signifikan yaitu 0,454 ($0,454 > 0,05$), yang berarti kepemilikan institusional tidak mempengaruhi kebijakan hutang. Hal ini H2 berarti ditolak.
3. Kebijakan dividen negatif sebesar -0,273 dan signifikan yaitu 0,000 ($0,000 < 0,05$), yang berarti kebijakan dividen berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang secara signifikan. Hal ini H3 berarti ditolak.

Dalam pengujian secara parsial dengan variabel kebijakan hutang pada tabel 6, dapat dilihat bahwa nilai koefisien *standardized* beta pada persamaan (2):

1. Kepemilikan manajerial negatif sebesar -0.163 dan signifikan yaitu 0,004 ($0,004 < 0,05$), yang berarti kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan secara signifikan.
2. Kepemilikan institusional negatif sebesar -0,002 dan tidak signifikan yaitu 0,968 ($0,968 > 0,05$), yang berarti kepemilikan institusional tidak mempengaruhi nilai perusahaan.
3. Kebijakan dividen positif sebesar 0,196 dan signifikan yaitu 0,001 ($0,001 < 0,05$), yang berarti kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan secara signifikan.
4. Kebijakan hutang negatif sebesar -0,066 dan tidak signifikan yaitu 0,243 ($0,243 > 0,005$), yang berarti kebijakan hutang tidak berpengaruh pada nilai perusahaan.

Berdasarkan tabel analisis regresi didapat persamaan regresi:

$$\text{KebHut} = -0,033 \text{ KepMan} + 0,043 \text{ KepInst} - 0,273 \text{ KebDiv} + e1$$

$$\text{NP} = -0,163 \text{ KepMan} - 0,002 \text{ KepInst} + 0,196 \text{ KebDiv} - 0,066 \text{ KebHut} + e2$$

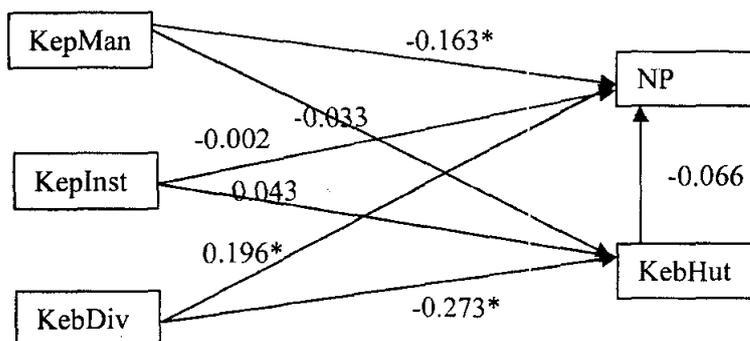
Sementara nilai variabel residual adalah:

$$e1 = \sqrt{(1-0,070)} = 0,9644$$

$$e2 = \sqrt{(1-0,075)} = 0,9618$$

$$e3 = \sqrt{(1-0,074)} = 0,9623$$

Gambar 2 menunjukkan hasil pengujian pengaruh langsung dan tidak langsung.



*=signifikan pada 0,005

Gambar 2. Model Analisis Jalur

Berikut ini adalah perhitungan total pengaruh pada variabel nilai perusahaan.

Total pengaruh kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan:		
Pengaruh langsung		= -0,163
Pengaruh tidak langsung	= -0,033 x -0,066	= 0,002
Total pengaruh		= -0,161

Total pengaruh kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan:		
Pengaruh langsung		= -0,002
Pengaruh tidak langsung	= 0,043 x -0,066	= - 0,003
Total pengaruh		= -0,005

Total pengaruh kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan:		
Pengaruh langsung		= 0,196
Pengaruh tidak langsung	= -0,273 x -0,066	= 0,018
Total pengaruh		= 0,178

Hasil analisis jalur menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh langsung terhadap nilai perusahaan namun tidak berpengaruh langsung terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan hutang sebagai variabel *intervening*. Hal ini H4 berarti ditolak. Kepemilikan institusional tidak memiliki pengaruh langsung maupun tidak langsung terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan hutang sebagai variabel *intervening*. Hal ini H5 berarti ditolak. Kebijakan dividen berpengaruh langsung maupun tidak langsung terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan hutang sebagai variabel *intervening*. Hal ini H6 berarti diterima.

Kepemilikan Manajerial, Kebijakan Hutang, dan Nilai Perusahaan

Kepemilikan manajerial mempunyai pengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Hal ini berarti semakin tinggi kepemilikan manajerial maka nilai perusahaan akan semakin rendah, atau sebaliknya. Dengan demikian hipotesis pertama yang menyatakan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan ditolak. Hasil ini tidak sejalan dengan hasil penelitian Soliha dan Taswan (2002), Taswan (2003), Wahyudi dan Pawestri (2006), serta Sujoko dan Soebiantoro (2007). Hal ini dikarenakan kepemilikan manajerial pada perusahaan non keuangan di Indonesia cenderung masih sangat rendah, hal tersebut dapat dilihat dari statistik deskriptif di mana rata-rata kepemilikan manajerial hanya sebesar 0,026553. Rendahnya persentase saham yang dimiliki oleh manajemen mengakibatkan pihak manajemen belum merasa ikut memiliki perusahaan karena tidak semua keuntungan dapat dinikmati oleh manajemen, sehingga manajemen kurang termotivasi untuk memaksimalkan utilitas pemegang saham. Dapat disimpulkan bahwa kepemilikan manajerial belum dapat menjadi mekanisme untuk meningkatkan nilai perusahaan.

Kepemilikan manajerial berpengaruh secara positif namun tidak signifikan pada nilai perusahaan melalui kebijakan hutang, atau dengan kata lain kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan dengan kebijakan hutang sebagai variabel *intervening*. Dengan demikian H4 yang

menyatakan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan hutang ditolak. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian Sujoko dan Soebiantoro (2007). Karena persentase saham yang dimiliki manajemen cenderung kecil, manajemen tidak mempunyai kendali terhadap perusahaan. Manajemen lebih merupakan perpanjangan tangan dari pemegang saham mayoritas. Kebijakan hutang sendiri bukan merupakan variabel intervening yang tepat karena tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap nilai perusahaan.

Kepemilikan Institusional, Kebijakan Hutang, dan Nilai Perusahaan

Kepemilikan institusional berpengaruh secara negatif namun tidak signifikan terhadap nilai perusahaan, atau dengan kata lain kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Dengan demikian hipotesis kedua yang menyatakan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan ditolak. Hasil penelitian ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh Wahyudi dan Pawestri (2006) namun tidak sejalan dengan penelitian Sujoko dan Soebiantoro (2007). Menurut Lee dkk, dalam Rahmawati dan Triatmoko (2007), investor institusional cenderung lebih berfokus pada laba sekarang (*current earnings*), sehingga perubahan yang terjadi pada laba sekarang akan mempengaruhi keputusan investor institusional untuk tetap berinvestasi pada perusahaan atau menarik dana yang ditanamkannya. Jika perubahan ini dirasa tidak menguntungkan bagi pemegang saham, maka investor institusional dapat menarik sahamnya. Karena persentase saham investor institusional cukup besar, penarikan saham yang dilakukan akan berpengaruh terhadap nilai perusahaan secara keseluruhan. Dapat disimpulkan bahwa kepemilikan institusional belum mampu menjadi mekanisme untuk meningkatkan nilai perusahaan.

Kepemilikan institusional berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan hutang, atau dengan kata lain kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan dengan kebijakan hutang sebagai variabel *intervening*. Dengan demikian H5 yang menyatakan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan hutang ditolak. Hasil penelitian ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh Wahyudi dan Pawestri (2006) namun tidak sejalan dengan penelitian Sujoko dan Soebiantoro (2007). Kebijakan hutang sendiri bukan merupakan variabel intervening yang tepat karena tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap nilai perusahaan.

Kebijakan Dividen, Kebijakan Hutang, dan Nilai Perusahaan

Kebijakan dividen berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Hal ini berarti semakin tinggi pembagian dividen maka nilai perusahaan akan semakin tinggi, atau sebaliknya. Dengan demikian hipotesis ketiga yang menyatakan bahwa kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan diterima. Hasil ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh Sujoko dan Soebiantoro (2007), namun tidak mendukung penelitian yang dilakukan oleh Taswan (2003). Hal ini mendukung *bird in the hand theory* yang

menyatakan bahwa investor lebih menyukai perusahaan yang membagikan dividen karena adanya kepastian tentang *return* investasinya serta dapat mengantisipasi risiko ketidakpastian tentang kebangkrutan perusahaan. Selain itu, pembagian dividen lebih kecil risikonya dibandingkan *capital gain* sehingga pembayaran dividen yang tinggi akan meminimumkan biaya modal yang pada gilirannya akan meningkatkan nilai perusahaan. Dapat disimpulkan bahwa kebijakan dividen mampu menjadi mekanisme untuk meningkatkan nilai perusahaan.

Kebijakan dividen berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan dengan kebijakan hutang sebagai variabel *intervening*. Dengan demikian H6 yang menyatakan bahwa kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan hutang diterima. Hasil ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh Sujoko dan Soebiantoro (2007). Pembayaran dividen dapat meningkatkan penggunaan hutang sebagai sumber pendanaan eksternal dalam operasi perusahaan. Dengan adanya penggunaan hutang akan terjadi penghematan pajak yang pada akhirnya meningkatkan nilai perusahaan.

Simpulan, Keterbatasan, dan Saran

Simpulan

Penelitian ini menguji pengaruh dari kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, dan kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan baik secara langsung maupun tidak langsung melalui kebijakan hutang sebagai variabel *intervening*. Dari enam hipotesis yang dibangun, hanya dua hipotesis yang diterima. Disimpulkan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap perusahaan namun tidak berpengaruh secara langsung terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan hutang sebagai variabel *intervening*; kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan baik secara langsung maupun tidak langsung melalui kebijakan hutang sebagai variabel *intervening*; dan kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan baik secara langsung maupun tidak langsung melalui kebijakan hutang sebagai variabel *intervening*.

Kepemilikan saham manajerial yang sangat kecil pada perusahaan-perusahaan di Indonesia menyebabkan keberadaannya tidak cukup berpengaruh pada nilai perusahaan. Fokus pemegang saham institusional yang berupa laba sekarang menyebabkan menurunnya nilai perusahaan ketika pemegang saham menarik dana yang ditanamkan akibat perubahan laba sekarang yang dirasakan tidak menguntungkan. Pembayaran dividen dapat meningkatkan hutang sebagai sumber pendanaan eksternal yang pada akhirnya dapat meningkatkan nilai perusahaan akibat manfaat penghematan pajak yang ditimbulkannya.

Keterbatasan dan Saran

Beberapa pertimbangan yang perlu diperhatikan dalam pengembangan dan perluasan penelitian ini adalah:

1. Penelitian ini hanya menggunakan 3 variabel independen, yakni kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, dan kebijakan dividen. Penelitian

- mendatang diharapkan dapat menambah variabel-variabel lain untuk memperkuat temuan empiris atau mengganti dengan proksi lainnya yang dapat lebih mewakili variabel independen, dependen, maupun *intervening*.
2. Penelitian ini membatasi definisi dividen dalam konteks dividen kas atau dividen tunai. Penelitian mendatang diharapkan memperluas definisi dividen yang mencakup dividen saham, dividen likuidasi, dan dividen properti.
 3. Penelitian ini menghindari tahun 2008 yang merupakan periode terjadinya krisis global yang juga cukup berdampak pada perekonomian Indonesia. Penelitian selanjutnya dapat melakukan penelitian pada periode krisis atau setelah krisis guna menguji konsistensi perilaku variabel penelitian.

Daftar Rujukan

- Brigham, F. Eugene, dan J.F. Houston. 2005. *Fundamentals of Financial Management. 10th ed.* Florida: The Dryen Press.
- Christiawan, Y.J. dan J. Tarigan. 2007. "Kepemilikan Manajerial: Kebijakan Hutang, Kinerja, dan Nilai Perusahaan". *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*. Vol. 9 No. 1, Mei: hal. 1-8.
- Elqorni, A. 2009. Mengenal Teori Keagenan. diakses 19 Agustus 2010. <http://elqorni.wordpress.com>.
- Ghozali, I. 2002. *Aplikasi Analisis Multivariate Dengan Program SPSS*. Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Gujarati, D.N. 1995. *Basic Econometrics*. 3th edition. McGraw-Hill International Edition.
- Handayani, C. 2007. "Analisis Pengaruh Proporsi Kepemilikan Saham terhadap Kebijakan Pendanaan dalam Meningkatkan Kinerja Perusahaan". Tesis Pascasarjana tidak dipublikasikan. Program Studi Magister Manajemen Universitas Diponegoro Semarang. (<http://eprints.undip.ac.id/15442/>, diakses 20 Agustus 2010).
- Harjito, D.A. dan Nurfauziah. 2006. "Hubungan Kebijakan Hutang, Insider Ownership dan Kebijakan Dividen dalam Mekanisme Pengawasan Masalah Agensi di Indonesia". *Jurnal Akuntansi dan Auditing Indonesia*. Vol. 10. No. 2. Desember: hal. 121-136.
- Haruman, T. 2008. "Pengaruh Struktur Kepemilikan terhadap Keputusan Keuangan dan Nilai Perusahaan. Survey pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia". *Jurnal SNA XI Pontianak*.
- Haryono, S. 2005. "Struktur Kepemilikan dalam Bingkai Teori Keagenan". *Jurnal Akuntansi dan Bisnis*. Vol. 5 No.1, Februari: hal. 63-71.
- Jortan, Y. 2007. "Pengaruh Struktur Aktiva, Profitabilitas, dan Kebijakan Deviden terhadap Struktur Pendanaan pada Industri Perbankan yang Tercatat di Bursa Efek Jakarta". Skripsi Sarjana tidak dipublikasikan. Program Sarjana Universitas Sumatera Utara. (<http://repository.usu.ac.id/xmlui/handle/123456789/9765>, diakses 20 Agustus 2010).
- Karsana, Y.W. dan Supriyadi. 2005. "Analisis Moderasi Set Kesempatan Investasi terhadap Hubungan antara Kebijakan Dividen dan Aliran Kas Bebas

- dengan Tingkat Leverage Perusahaan”. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis*. Vol. XI No. 2. September: hal. 234-253.
- Ismiyanti, F. dan M.M. Hanafi. 2004. “Struktur Kepemilikan, Risiko, dan Kebijakan Keuangan: Analisis Persamaan Simultan”. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*. Vol. 19. No.2. April: hal. 176-196.
- Masdupi, E. 2005. “Analisis Dampak Struktur Kepemilikan pada Kebijakan Hutang dalam Mengontrol Konflik Keagenan”. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*. Vol. 20. No. 1. Januari: hal. 57-69.
- Prabansari, Y. dan H. Kusuma. 2005. “Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal Perusahaan Manufaktur Go Public di Bursa Efek Jakarta”. *Sinergi Edisi Khusus on Finance*. 2005: hal. 1-15.
- Putera, B.S. 2006. Analisis Pengaruh Struktur Kepemilikan, Rasio Pertumbuhan, dan Return on Asset terhadap Kebijakan Pendanaan. *Tesis Pascasarjana tidak dipublikasikan*. Semarang: Program Studi Magister Manajemen Program Pasca Sarjana Universitas Diponegoro. <http://eprints.undip.ac.id/15424/>. diakses 20 Agustus 2010.
- Rachmawati, A. dan H. Triatmoko. 2007. Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kualitas Laba dan Nilai Perusahaan. *Jurnal Simposium Nasional Akuntansi X Makasar*.
- Rizal, M.S. 2007. Analisis Pengaruh Managerial Ownership, Institutional Ownership, Dividend Payout Ratio dan Return on Asset terhadap Capital Structure. *Tesis Pascasarjana tidak dipublikasikan*. Semarang: Program Studi Magister Manajemen Program Pasca Sarjana Universitas Diponegoro. <http://eprints.undip.ac.id/18427/>. diakses 19 Agustus 2010.
- Santoso, S. 2004. *Buku Latihan SPSS Statistik Parametrik*. Jakarta: PT. Elex Media Komputindo Kelompok Gramedia.
- Soliha, E. dan Taswan. 2002. “Pengaruh Kebijakan Hutang terhadap Nilai Perusahaan serta Beberapa Faktor yang Mempengaruhinya”. *Jurnal Bisnis dan Ekonomi*. Vol. 9 No. 2, September: hal. 149-163.
- Sujoko dan U. Sobiantoro. 2007. “Pengaruh Struktur Kepemilikan Saham, Leverage Faktor Intern dan Faktor Ekstern terhadap Nilai Perusahaan (Studi Empirik pada Perusahaan Manufaktur dan Non Manufaktur di Bursa Efek Jakarta)”. *Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan*. Vol. 9 No. 1. Maret: hal. 41-48.
- Suwaldiman dan A. Ahmad. 2006. “Pengaruh Insider Ownership dan Risiko Pasar terhadap Kebijakan Dividen”. *Sinergi*. Vol. 8 No. 1, Januari: hal. 53-64.
- Syafruddin, M. 2006. “Pengaruh Struktur Kepemilikan Perusahaan pada Kinerja: Faktor Ketidakpastian Lingkungan sebagai Pemoderasi”. *Jurnal Akuntansi dan Auditing Indonesia*. Vol. 10 No. 1, Juni: hal. 85-99.
- Taswan. 2003. “Analisis Pengaruh Insider Ownership, Kebijakan Hutang dan Dividen terhadap Nilai Perusahaan serta Faktor-Faktor yang Mempengaruhinya”. *Jurnal Bisnis dan Ekonomi*. Vol. 10 No. 2, September: hal. 162-181.
- Umar, A. 2003. “Hubungan Keputusan Pendanaan, Peluang Pertumbuhan, dan Struktur Kepemilikan: Suatu Perspektif Keagenan”. *Majalah Ekonomi*. Tahun XIII No.1, April: hal. 69-82.

- Wahidahwati. 2002. "Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Institusional pada Kebijakan Hutang Perusahaan: Sebuah Perspektif Theory Agency". *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*. Vol. 5 No. 1, Januari: hal. 1-16.
- Wahyudi, U. dan H.P. Pawestri. 2006. "Implikasi Struktur Kepemilikan terhadap Nilai Perusahaan: dengan Keputusan Keuangan sebagai Variabel Intervening". *Jurnal Simposium Nasional Akuntansi IX Padang*.
- Yuniningsih. 2008. "Insider Ownership, Free Cash Flow, dan Dividend Policy Perusahaan Manufaktur Terdaftar di BEJ". *Jurnal Riset Ekonomi dan Bisnis*. Vol. 8 No. 1, Maret: hal. 20-25.

Halaman ini Sengaja Dikosongkan