

DISERTASI

**PENGARUH STRUKTUR KEPEMILIKAN MANAJERIAL, *FREE CASHFLOW* DAN *LEVERAGE* TERHADAP NILAI PERUSAHAAN:
DENGAN KEPUTUSAN INVESTASI DAN KEBIJAKAN DEVIDEN
SEBAGAI VARIABEL INTERVENING**

(Studi Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia)

***EFFECT OF SHARE OWNERSHIP STRUCTURE, FREE CASH FLOW
AND LEVERAGE ON COMPANY VALUE: WITH INVESTMENT
DECISIONS AND DEVIDENT POLICY AS INTERVENING VARIABLES***

(Study on Manufacturing Companies Listed on the Indonesia Stock Exchange)

Disusun dan Diajukan oleh

MISRAH

NOMOR POKOK : P0500314418



**PROGRAM PASCASARJANA
UNIVERSITAS HASANUDDIN
MAKASSAR
2019**

DISERTASI

**PENGARUH STRUKTUR KEPEMILIKAN, FREE CASH FLOW DAN LEVERAGE
TERHADAP NILAI PERUSAHAAN: DENGAN KEPUTUSAN INVESTASI
DAN KEBIJAKAN DEVIDEN SEBAGAI VARIABEL INTERVENING
(Studi pada perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia)**

Disusun dan diajukan oleh

MISRAH

Nomor Pokok P0500314418

telah dipertahankan di depan Panitia Ujian Disertasi
pada tanggal 19 Juli 2019
dan dinyatakan telah memenuhi syarat

Menyetujui
Komisi Penasehat,



Prof. Dr. Muhammad Ali, SE., M.S.
Promotor

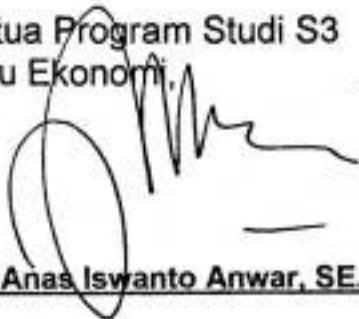


Prof. Dr. Abdul Rakhman Laba, SE., M.BA
Ko-Promotor



Dr. H. Muh. Sobarsyah, SE., M.Si
Ko-Promotor

Ketua Program Studi S3
Ilmu Ekonomi,



Dr. Anas Iswanto Anwar, SE., MA



Dekan Fakultas Ilmu Ekonomi & Bisnis
Universitas Hasanuddin

Prof. Dr. Abdul Rahman Kadir, SE., M.Si

PRAKATA

Segala puja dan puji serta syukur dipanjatkan ke kehadiran Ilahi Robbi, Tuhan Yang Maha Esa, Yang Maha Pengasih dan Yang Maha Penyayang, atas segala berkat limpahan rahmat, hidayah dan karuniaNya, sehingga dimungkinkan penulis dapat menyelesaikan karya disertasi ini. Disertasi ini disusun sebagai bagian dari persyaratan untuk memperoleh gelar Doktor Ilmu Ekonomi pada Program Pascasarjana Universitas Hasanuddin Makassar.

Disadari sepenuhnya bahwa tanpa perkenan dan ridho-Nya, kesungguhan, ketekunan, dan kerja keras serta bantuan dan dukungan dari berbagai pihak, maka karya disertasi ini tidak akan pernah terselesaikan, oleh karena itu pada kesempatan ini penulis haturkan banyak terima kasih dan penghargaan kepada yang terhormat: Prof. Dr. Muhammad Ali, SE., MS, selaku Promotor yang telah banyak memberikan bimbingan dan arahan mulai dari awal hingga selesainya penyusunan disertasi ini. Beliau dengan segala kelikhlasan dan keramahan bimbingan yang merupakan sifat yang sangat baik untuk diteladani. Juga kepada Prof. Dr. Abdul Rakhman Laba, S.E., MBA dan Dr. Muh. Sobarsyah, SE., M.Si sebagai kopromotor yang secara bersama-sama telah banyak memberikan bimbingan dan arahan dengan tulus ikhlas dari awal pendampingan akademik persiapan disertasi, penulisan proposal hingga selesainya penyusunan disertasi ini. Saran-saran, kebiksanaan, masukan-masukan yang membangun dan dorongan yang terus menerus disertai dukungan dan bimbingan yang sangat berharga telah memotivasi penulis untuk menyelesaikan disertasi ini. Sekali lagi kepada beliau bertiga yang sangat terpelajar, secara tulus dan penuh hormat penulis haturkan ucapan terima kasih dan penghargaan. Semoga Allah, SWT membalas amal dan budi baik beliau bertiga dengan pahala yang berlipat ganda.

Ucapan terimakasih berikutnya kepada Prof. Dr. Syamsu Alam, SE., M.Si, Prof. Dr. Cepi Pahlevi, SE., M.Si, Prof. Dr. Idayanti Nursyamsi, SE., M.Si, Dr. Muh. Idrus Taba, SE., M.Si, Dr. Mursalim Nohong, SE., M.Si, sebagai tim penguji yang telah banyak memberikan kritikan dan masukan yang sangat berharga dalam penyusunan dari penyempurnaan disertasi ini, juga kepada Pimpinan Universitas Hasanuddin beserta staf dan para pimpinan Program Pascasarjana Universitas Hasanuddin Makassar yang telah memberi perhatian, dorongan semangat dan nasehat untuk menyelesaikan studi ini dengan cepat; demikian juga masukan-masukan yang sangat berharga untuk lebih menyempurnakan penulisan karya

disertasi ini ketika bertindak sebagai reviewer pada ujian-ujian kolokium maupun sebagai penguji pada ujian pra kualifikasi (prelim), ujian proposal disertasi, seminar hasil disertasi, penilaian kelayakan disertasi, dan ujian pra promosi.

Ucapan terimakasih yang tulus juga disampaikan penulis kepada Prof. Dr. Miade Sudarma, SE., M.Si., Ak. dari Universitas Brawijaya Malang, terimakasih atas masukan-masukan yang sangat berharga untuk lebih menyempurnakan penulisan karya disertasi ini ketika beliau bertindak sebagai penguji eksternal pada waktu ujian.

Ucapan terimakasih yang amat sangat, dihaturkan kepada kedua orang tua penulis yang telah melahirkan, mengasuh membimbing dan mendidik penulis dengan ikhlas dan penuh kasih sayang, sehingga penulis menjadi orang yang mandiri. Kepada saudara-saudara saya, terima kasih atas segala perhatian dan doanya sehingga studi pada program doktor ini dapat berjalan dengan lancar. Eukan suatu kesengajaan apabila penulis tidak mampu menyebutkan satu persatu kepada pihak yang telah membantu terselesainya studi ini. Penulis mohon maaf dan sekali lagi menghaturkan terimakasih, semoga Allah SWT membalas amal baik mereka dan melimpahkan rahmat serta hidayah-Nya.

Disadari bahwa disertasi ini mempunyai banyak keterbatasan, oleh karena itu penulis memohon maaf kepada semua pihak yang terkait dalam penulisan disertasi ini atas segala kekurangan dan kekhilafan ini. Akhirnya penulis berharap semoga disertasi ini memberikan banyak manfaat bagi berbagai pihak, khususnya bagi perkembangan ilmu manajemen dan penelitian-penelitian keuangan. Semoga, karya ini dapat memberikan manfaat yang banyak bagi pembacanya.

Makassar, Juli 2018
Penulis,

Misrah

ABSTRAK

MISRAH. *Pengaruh Struktur Kepemilikan Saham dan Free Cash Flow terhadap Nilai Perusahaan dengan Keputusan Keuangan sebagai Variabel Intervening* (dibimbing oleh Muhammad Ali, Abd Rakhman Laba, dan Sobarsyah).

Penelitian ini dilaksanakan mulai tahun 2010 - 2016. Populasi adalah perusahaan-perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Sampel sebanyak 122 perusahaan yang ditetapkan secara purposif. Pengujian terhadap seluruh hipotesis menggunakan *path analysis* melalui paket program Amos 20.0.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa struktur kepemilikan mampu mengurangi kecenderungan para manajer untuk berperilaku opportunistik. Peningkatan struktur kepemilikan dan *free cash flow* berpengaruh terhadap kenaikan nilai perusahaan. Struktur kepemilikan dan *free cash flow* berpengaruh terhadap keputusan investasi. Selanjutnya, *free cash flow* tidak berpengaruh terhadap keputusan pendanaan, tetapi struktur kepemilikan berpengaruh terhadap keputusan pendanaan. Dengan demikian, temuan penelitian ini tidak dapat menunjukkan bahwa kebijakan dividen dapat memediasi hubungan kausalitas antara struktur kepemilikan dan nilai perusahaan. Keputusan investasi dan keputusan pendanaan merupakan variabel mediasi hubungan kausalitas antara struktur kepemilikan dan *free cash flow* terhadap nilai perusahaan.

Kata kunci: struktur kepemilikan, *free cash flow*, keputusan investasi, keputusan pendanaan, kebijakan dividen dan nilai perusahaan



ABSTRACT

MISRAH. *Effect of Share Ownership Structure, and Free Cashflow on Corporate Values : With Financial Decisions as An Intervening Variable* (Supervised by **Muhammad Ali, Abd Rakhman Laba, and Sobarsyah**)

This study aims to synthesize and test empirically the effect of ownership structure, and the cash flow on firm value and investment decisions, funding decisions and dividend policies as intervening variables. Operationally this research has an intention to sintesize and empirically test about: impact of ownership structure, free cash flow and leverage on firm value and investment decisions, funding decisions and dividend policies as intervening variables.

The population of this study were manufacturing companies listed on the Indonesia Stock Exchange with the period of study starting from year of 2010 until the year of 1016. Data collection methods used were purposive sampling method and obtained as many 122 sample firms then testing of all hypotheses in this study was to use path analysis through the Amos 20.0 program package.

The findings of this study indicate that ownership structure can reduce the tendency of managers to be opportunistic. Increased ownership structure and free cash flow have an effect on increasing the value of the company but leverage does not affect the value of the company, the findings of this study indicate that ownership structure, free cash flow and leverage affect investment decisions, free cash flow does not affect funding decisions, while ownership structure and leverage affect the funding decisions. The findings of this study cannot show that dividend policy can mediate the causality relationship between ownership structure and firm value. Finally, the findings of this study indicate that investment decisions and funding decisions are mediating variables of causality between ownership structures, free cash flow and leverage on firm value.

Keywords: Ownership structure, free cash flow, investment decisions, funding Decisions, dividend policy and company value



DAFTAR ISI

HALAMAN SAMPUL	i
HALAMAN JUDUL	ii
HALAMAN PENGESAHAN.....	iii
PRAKATA.....	iv
ABSTRAK.....	v
ABSTRACT	vi
DAFTAR ISI	vii
DAFTAR TABEL.....	viii
DAFTAR GAMBAR	viii
BAB I PENDAHULUAN	
1.1 Latar Belakang	1
1.2 Masalah Penelitian	12
1.3 Pertanyaan Penelitian	13
1.4 Tujuan Penelitian	13
1.5 Manfaat Penelitian	14
BAB II Tinjauan Pustaka	
2.1 Pengembangan Model Teoritis	16
2.1.1 Pengertian Manajemen Keuangan	16
2.1.2 Pasar Modal Sebagai Sumber Dana	18
2.1.3 <i>Agency Theory</i>	29
2.1.4 <i>Contracting Theory</i>	35
2.1.5 <i>Theory Stakeholders</i>	38
2.1.6 Nilai Perusahaan	44
2.1.7 Struktur Kepemilikan Saham	50
2.1.8 <i>Free Cash Flow Hypotesis</i>	53
2.1.9 Perilaku Oportunistik Manajerial dalam Perspektif Teori Keagenan ...	55

2.1.10 Keputusan Investasi Menurut Teori Tradisional	62
2.1.11 Kajian Teori Struktur Modal	68
2.1.12 <i>Signaling Theory</i>	74
2.1.13 Teori Deviden Residual	75
2.1.14 <i>Information, or signaling, Content Hypotesis</i>	77
2.1.15 Model-Model Eksplanasi Deviden.....	80
2.1.16 Deviden Sebagai Pengurang Konflik Keagenan	82
2.2 Mapping Penelitian	86
BAB III Kerangka Konseptual dan Hipotesis	
3.1 Kerangka Konseptual	90
3.2 Pengembangan Hipotesis	95
BAB IV Metode Penelitian	
4.1 Rancangan Penelitian	119
4.2 Populasi dan Sampel.....	119
4.3 Jenis dan Sumber Data	123
4.4 Metode dan Alat Analisis	124
4.5 Definisi Operasional	130
BAB V Hasil Penelitian	
5.1 Gambaran Objek Penelitian	139
5.2 DStatistik Deskriptif	141
5.3 Hasil Analisis Model SEM.....	143
5.3.1 Pengujian Asumsi Dalam SEM	143
5.3.2 Pengujian Kelayakan Model Penelitian Empiris	144
5.3.3 Pengujian Hipotesis Model Penelitian Empiris	148
BAB VI PEMBAHASAN	160

6.1 Pembahasan Hasil Pengujian Pengaruh Struktur Kepemilikan Manajerial, <i>Free Cash Flow</i> dan <i>Leverage</i> Terhadap Keputusan Investasi	160
6.2 Pembahasan Hasil Pengujian Pengaruh Struktur Kepemilikan Manajerial, <i>Free Cash Flow</i> dan <i>Leverage</i> Terhadap Kebijakan Deviden	166
6.3 Pembahasan Hasil Pengujian Pengaruh Struktur Kepemilikan Manajerial, <i>Free Cash Flow</i> dan <i>Leverage</i> Terhadap Keputusan Investasi.....	170
6.4 Pembahasan Hasil Pengujian Pengaruh Struktur Kepemilikan Manajerial, <i>Free Cash Flow</i> dan <i>Leverage</i> Terhadap Nilai Perusahaan yang dirediasi oleh Kebijakan Deviden	176
6.5 Pembahasan Hasil Pengujian Pengaruh keputusan investasi dan kebijakan deviden terhadap Nilai Perusahaan	178
BAB VII PENUTUP	182
7.1 Kesimpulan Hasil Penelitian	182
7.2 Implikasi Hasil Penelitian.....	183
7.3 Keterbatasan Penelitian	184
7.4 Saran	186
DAFTAR PUSTAKA	185

DAFTAR TABEL

Tabel 1.1 Indikator Bursa Efek Indonesia	1
Tabel 1.2 Pertumbuhan Produksi Manufaktur	3
Tabel 1.3 Kondisi Keuangan Perusahaan Manufaktur	10
Tabel 2.1 Mapping Penelitian Terkait	86
Tabel 4.1 Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia	120
Tabel 4.2 Sample Penelitian.....	122
Tabel 4.3 Evaluasi Model	130
Tabel 4.4 Ringkasan Variabel Penelitian.....	137
Tabel 5.1 Statistik Deskriptif	141
Tabel 5.2 Hasil Pengujian Goodness of fit.....	148
Tabel 5.3 Model Struktural SEM	149

DAFTAR GAMBAR

Gambar 2.1 Pemetaan Masalah Asymetri Informasi	54
Gambar 2.2 Financial Performance and its Component.....	62
Gambar 3.1 Kerangka Pikir.....	113
Gambar 4.1 Model Penelitian.....	145

BAB 1

PENDAHULUAN

1.1. Latar Belakang

Kondisi Indonesia dapat dikatakan telah melewati krisis moneter yang dimulai sejak pertengahan 1997. Kondisi ini salah satunya dapat dilihat dari membaiknya iklim dunia usaha yang telah turut serta mendorong perkembangan pasar modal Indonesia. Laporan tahunan *Jakarta Stock Exchange* menyampaikan bahwa jumlah emiten yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI) mengalami perkembangan dari tahun ke tahun. Jumlah emiten yang terdaftar di pasar modal Indonesia terus bertumbuh hingga 2016 sebanyak 525 emiten. Pertumbuhan ini sebagai akibat dari dorongan berbagai faktor baik dalam maupun dari luar negeri seperti pertumbuhan ekonomi dalam negeri dan kondisi perekonomian global. Meningkatnya emiten yang menerbitkan saham di Bursa Efek Indonesia mengakibatkan semakin banyak jumlah saham yang beredar. Perkembangan ini menggambarkan salah satu indikator perkembangan pasar modal di Indonesia, disamping kenaikan harga saham dan kapitalisasi pasar. Secara historis perkembangan Bursa Efek Indonesia tersaji pada table 1.1.

Tabel 1.1. Beberapa Indikator Bursa Efek Indonesia Tahun 2010-2016

Indikator	Tahun Periode						
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Jumlah emiten	420	440	462	483	492	541	398
IHSG	3.703	3.821	4.316	4.274	4.816	4.328	2.534
Juml. saham yg diperdagangkan (Juta saham)	5,432	4.872	4.283	5.502	4.945	6.41	6.089
Nilai transaksi (Rp. Milyar)	4.800	4.953	4.537	6.238	6.191	7,642	4.046

Sumber: Statistik Pasar Modal 2016

Table 1.1 menunjukkan bahwa untuk jumlah emiten yang terdaftar di bursa efek Indonesia terus mengalami peningkatan dari tahun 2010 sampai dengan tahun

2016. Ini menunjukkan bahwa keinginan perusahaan di Indonesia untuk melakukan *initial offering* (IPO) yang cukup besar. Demikian IHSG dan Nilai transaksi yang juga mengalami pertumbuhan dari tahun ke tahun selama periode penelitian, namun berbeda dengan jumlah saham yang diperdagangkan mengalami pertumbuhan yang fluktuatif selama periode penelitian, ini menandakan bahwa adanya perusahaan yang menarik sahamnya yang beredar dan memilih alternatif lain dalam keputusan keuangan perusahaan.

Pembangunan bidang industri merupakan bagian integral dari pembangunan nasional yang harus dilaksanakan secara terpadu dan berkelanjutan, sehingga pembangunan dalam bidang industri dapat memberikan manfaat yang besar bagi masyarakat. Badan pusat statistik (2015) mempublikasikan bahwa sektor industri manufaktur tetap sebagai *the leading sector* yang memberikan sumbangan terbesar dalam pertumbuhan ekonomi Indonesia. Sektor ini tidak hanya berpotensi memberikan kontribusi ekonomi yang besar melalui nilai tambah, lapangan kerja, dan devisa tetapi juga mampu memberikan kontribusi yang besar dalam transformasi kultural bangsa kearah modernisasi kehidupan masyarakat yang menunjang pembentukan daya saing nasional.

Berdasarkan angka produk domestik bruto (PDB) menurut harga konstan 2010, pada tahun 2015 kontribusi sektor industri manufaktur terhadap perekonomian mencapai 21,02 persen. Pada tahun 2011 kontribusi sektor industri manufaktur terhadap perekonomian sebesar 20,98 persen, tahun 2012 sebesar 21,45 persen, tahun 2013 sebesar 20,98 persen dan pada tahun 2014 mencapai 20,8 persen. Dengan kondisi seperti ini tampak bahwa pada tahun 2014 kontribusi industri pengolahan meningkat setelah menurun ditahun-tahun sebelumnya (tahun 2011-2014).

Tujuan perusahaan itu dapat dicapai melalui pelaksanaan fungsi-fungsi manajemen keuangan dengan hati-hati dan tepat, mengingat setiap keputusan keuangan yang diambil akan mempengaruhi keputusan keuangan yang lain yang berdampak terhadap nilai perusahaan (Jensen dan Smith, 1994; Fama dan French, 1998). Manajemen keuangan menyangkut penyelesaian atas keputusan penting yang diambil perusahaan, antara lain keputusan investasi, pendanaan, dan kebijakan dividen. Suatu kombinasi yang optimal atas ketiganya akan memaksimalkan nilai perusahaan, dengan demikian keputusan-keputusan tersebut saling berkaitan satu dengan lainnya (Mbodja dan Mukherjee, 1994, dan Oureshi, 2006).

Teori organisasi dan korporasi modern dari Marshal (1920) dan Berle dan Means (1932) telah banyak diterapkan dalam perusahaan-perusahaan besar dan modern sampai saat ini. Teori ini menyatakan bahwa dalam suatu organisasi harus terdapat pemisahan yang tegas antara aktivitas pengendalian dengan aktivitas operasional, dalam hal ini harus terdapat pemisahan antara *Board of Directors* sebagai representasi dari pemegang saham yang melakukan fungsi pengendalian atas operasional perusahaan dan *Board of Management* sebagai pihak yang menjalankan operasional perusahaan.

Perkembangan selanjutnya, *agency theory* menyatakan bahwa perusahaan yang memisahkan fungsi pengelolaan dengan fungsi kepemilikan akan rentan terhadap konflik keagenan (Jensen dan Meckling, 1976). Adanya pemisahan peran antara pemegang saham sebagai principal dan manajer sebagai agen, maka manajer pada akhirnya akan memiliki hak pengendalian yang signifikan dalam hal bagaimana mereka mengalokasikan dana investor (Jensen dan Meckling, 1976; Eisenhardt, 1989; dan Shleifer dan Vishny, 1997). Asumsi dasar dalam *agency theory* adalah bahwa manajer akan bertindak secara oportunistik dengan mengambil

keuntungan untuk kepentingan pribadi sebelum memenuhi kepentingan para pemegang saham.

Berdasarkan pada asumsi sifat dasar manusia manajer sebagai manusia akan bertindak *opportunistic*, yaitu akan mengutamakan kepentingan bagi pribadinya. Sejalan dengan itu, Gitman (1994) mengemukakan bahwa kontrol dari perusahaan modern seringkali berada di tangan manajer profesional yang bukan pemilik, ada pemisahan antara pemilik dengan pengelola. Umumnya manajer keuangan akan setuju dengan sasaran maksimisasi kesejahteraan pemilik. Tetapi kenyataan dalam praktek, manajer juga berkepentingan dengan kesejahteraannya, keamanan kerjanya, gaya hidupnya dan kesenangan-kesenangan lainnya. Kepentingan tersebut membuat manajer tidak ingin mengambil risiko yang lebih besar, karena hal itu akan mengganggu posisinya dan merusak kesejahteraan pribadinya. Akibat konflik antara kedua kepentingan tersebut, keuntungan dapat menjadi tidak maksimum dan berpotensi merugikan kesejahteraan para pemilik perusahaan.

Sebagai pengelola perusahaan, manajer memiliki lebih banyak informasi internal dan prospek perusahaan dibandingkan pemilik (pemegang saham) sehingga terjadi asimetri informasi dan memicu kemungkinan terjadinya *agency problem* yaitu *agency conflict* dan *agency cost*, yaitu konflik yang timbul sebagai akibat keinginan manajemen (agent) untuk melakukan tindakan yang sesuai dengan kepentingannya yang dapat mengorbankan kepentingan pemegang saham (*principal*). Ashbaugh et al (2004) menyatakan bahwa *agency costs* muncul sebagai akibat terjadinya asimetri informasi di pasar yang disebabkan karena pemegang saham tidak dapat secara langsung mengamati perilaku dan tindakan manajer, yang berpotensi menciptakan masalah moral hazard, atau tidak dapat mengetahui nilai ekonomis perusahaan yang sesungguhnya, yang berpotensi menciptakan masalah *adverse selection*. Tanpa pengendalian yang memadai, pemantauan yang efektif,

dan transparansi informasi keuangan, investor yang rasional akan melindungi dirinya dengan meningkatkan biaya ekuitas perusahaan (Ashbaugh et al, 2004). Jensen dan Meckling (1976) berargumentasi bahwa konflik keagenan terjadi karena adanya pemisahan kepemilikan dan pengendalian, guna mengurangi konflik kepentingan antara kepemilikan dan pengendalian dapat dilakukan dengan meningkatkan kepemilikan manajerial dalam suatu perusahaan. Dengan meningkatkan kepemilikan saham oleh manajer, diharapkan manajer akan bertindak sesuai dengan keinginan para principal karena manajer akan termotivasi untuk meningkatkan kinerja.

Selanjutnya Mann dan Neil (1991) mengungkapkan bahwa apabila tindakan manajer sesuai dengan harapan investor, maka tidak terjadi masalah keagenan. Hal ini akan diwujudkan dengan tindakan manajer yang akan mendistribusikan seluruh *free cash flow* yang ada ditangannya kepada *shareholders*. Berarti bahwa bila manajer memiliki kesamaan kepentingan dengan pemegang saham, maka manajer cenderung untuk mengurangi kas yang ada di tangannya dan lebih berhati-hati dalam mengalokasikan dana yang tersedia, yaitu lebih ditujukan pada kepentingan peningkatan kesejahteraan pemegang saham.

Keputusan penggunaan *free cash flow* juga bisa menimbulkan konflik antara manajemen dengan pemilik modal. Manajemen mungkin menginginkan dana tersebut digunakan untuk meningkatkan kesejahteraan manajemen dengan harapan kinerja manajemen akan lebih meningkat sehingga nilai perusahaan juga mengalami peningkatan. Namun pemilik modal mempunyai penilaian lain, jika *free cash flow* digunakan untuk hal kesejahteraan manajemen, dikhawatirkan akan menimbulkan pemborosan yang akan membebani perusahaan. Konflik yang terjadi antara manajemen dengan pemilik modal akan meningkatkan *agency cost* seperti biaya yang meliputi semua biaya untuk *monitoring* tindakan manajer, mencegah tingkah

laku manajer yang tidak dikehendaki, dan *opportunity cost* akibat pembatasan yang dilakukan oleh pemegang saham terhadap tindakan manajer (Brigham *et al* 1996).

Selanjutnya *agency theory* oleh Jensen, (1986) menyarankan bahwa dalam pengelolaan investasi perusahaan hendaknya mengandung porsi utang yang memadai, karena utang merupakan mekanisme pengendalian terhadap kecenderungan manajer untuk berperilaku oportunistik. Kebijakan mengenai struktur modal melibatkan *trade off* antara resiko dan tingkat pengembalian, penambahan utang memperbesar resiko perusahaan tetapi sekaligus juga memperbesar tingkat pengembalian yang diharapkan. Resiko yang makin tinggi akibat membesarnya utang cenderung akan menurunkan harga saham, walaupun akan meningkatkan tingkat pengembalian yang diharapkan.

Terdapat sejumlah teori yang saling bertentangan terkait masalah struktur modal, Modigliani dan Miller (1961) menyatakan bahwa struktur modal itu relevan. Mereka berpendapat bahwa struktur modal yang optimal berasal dari penyeimbangan *tax saving* dari pemakaian utang terhadap biaya kebangkrutan (Keown, 2003). Pendapat penyeimbangan ini memprediksi suatu hubungan positif antara *securability of assets and debt*. Dalam keadaan pasar modal sempurna dan tidak ada pajak, ternyata keputusan struktur modal tidak relevan. Tetapi dalam keadaan ada pajak, Modigliani dan Miller (1961) membuktikan bahwa penggunaan utang akan memberikan manfaat, yaitu meningkatkan nilai perusahaan. Hal ini disebabkan karena beban bunga dapat dikurangkan dari perhitungan *income tax*. Meskipun demikian, Modigliani dan Miller (1961) tidak berpendapat bahwa perusahaan seharusnya menggunakan utang sebanyak-banyaknya, karena ada ketidaksempurnaan pasar modal, seperti adanya biaya kebangkrutan dan perubahan biaya utang kalau proporsi utang makin besar. Dalam hal ini penggunaan utang sebanyak-banyaknya mungkin tidak akan menghasilkan struktur modal yang optimal.

Modigliani dan Miller (1961) berpendapat bahwa perusahaan perlu bekerja pada target *debt ratio*, yaitu struktur modal dianggap terbaik atau optimal. Struktur modal yang optimal adalah struktur modal yang memaksimalkan nilai perusahaan atau meminimumkan biaya modal perusahaan. Dalam teori, struktur modal yang optimal adalah suatu struktur dimana biaya marginal (*marginal real cost*) dari masing-masing sumber pembelanjaan adalah sama. Biaya riil (*real cost*) yang dimaksud adalah jumlah biaya eksplisit dan implisit. Biaya eksplisit adalah semua biaya yang digunakan untuk membayar faktor produksi, bahan bahan dan transport. Sedangkan biaya implisit adalah biaya yang secara ekonomis harus ikut diperhitungkan sebagai biaya produksi meskipun tidak dibayar dengan uang. Hingga saat ini sulit bagi para peneliti untuk menentukan suatu struktur modal yang paling tepat.

Salah satu teori yang mendasari keputusan pendanaan perusahaan adalah *pecking order theory*, Myers (1984) yang mengemukakan adanya kecenderungan perusahaan untuk menentukan pemilihan sumber pendanaan atas dasar hirarki risiko (*pecking order theory*). *Pecking order theory* adalah salah satu teori yang mendasarkan pada asimetri informasi. Asimetri informasi akan mempengaruhi struktur modal perusahaan dengan cara membatasi akses pada sumber pendanaan dari luar. Myers dan Majluf (1984) menunjukkan bahwa dengan adanya asimetri informasi, investor biasanya akan menginterpretasikan sebagai berita buruk apabila perusahaan mendanai investasinya dengan menerbitkan ekuitas. Dengan demikian, perusahaan akan lebih memilih mendanai investasinya berdasarkan suatu urutan resiko. Bayless dan Diltz (1994) mengemukakan bahwa *pecking order* cenderung akan memilih *internal fund*, *riskless debt*, *risky debt* dan *equity*. Myers dan Majluf (1984), dan Myers (1984) mengacu terhadap masalah ini sebagai hipotesis *pecking order* yang menyatakan bahwa perusahaan cenderung mempergunakan *internal*

equity terlebih dahulu, dan apabila memerlukan *external finance*, maka perusahaan akan mengeluarkan *debt* sebelum menggunakan *external equity*.

Dengan adanya *teori pecking order* ini kemudian menyanggah penelitian yang dilakukan Masulis (1980) yang menemukan bahwa harga saham suatu perusahaan akan naik, apabila diumumkan akan diterbitkan pinjaman untuk digunakan membeli kembali saham perusahaan tersebut. Bringham et al (1999), juga mengemukakan bahwa peningkatan hutang juga dapat diartikan pihak luar tentang kemampuan perusahaan untuk membayar kewajibannya di masa yang akan datang atau risiko bisnis yang rendah, sehingga penambahan hutang telah memberi sinyal positif bagi investor akan naiknya nilai perusahaan.

Kajian-kajian ilmiah di bidang keuangan secara formal telah ikut serta dalam merumuskan teori untuk menjelaskan mengapa perusahaan harus membayar dividen atau tidak harus membayar dividen (Baker dan Powell, 1999). Dalam bentuk yang modern, bagaimanapun, teori kebijakan dividen adalah secara kuat bertalian dengan hasil kerja dari Miller dan Modigliani (1961) dengan thesis mereka *dividend policy irrelevance*. Miller dan Modigliani menunjukkan bahwa berdasarkan asumsi-asumsi tertentu termasuk di antaranya para investor yang rasional dan suatu pasar modal yang sempurna, nilai pasar dari suatu perusahaan adalah terlepas dari kebijakan dividennya, pernyataan ini didukung oleh; Black dan Scholes (1974), Miller dan Scholes (1978), dan Jose dan Stevens (1989). Bagaimanapun, dalam praktek-praktek di pasar secara nyata, telah ditemukan bahwa kebijakan dividen nampaknya menjadi permasalahan, dan melonggarkan satu atau lebih dari asumsi-asumsi pasar modal yang sempurna adalah sebagai suatu dasar telah terbentuknya teori-teori yang menjadi tandingan dari teori kebijakan dividen tersebut.

Muncul beberapa studi empiris yang menolak *dividend irrelevance theory* dari Miller dan Modigliani (1961) dan mendukung *bird in hand theory* sebagai suatu teori

relevansi dividen dari Gordon dan Lintner (1963), Long (1978), dan Sterk dan Vandenberg (1990). Selanjutnya muncul Teori tax preference yang menyatakan bahwa rendahnya dividend payout ratio akan menjadikan lebih rendahnya tingkat pengembalian yang disyaratkan dan pada gilirannya akan meningkatkan penilaian terhadap saham-saham perusahaan (Brennan, 1970). Beberapa studi seperti Litzenberger dan Ramaswamy (1979), Poterba dan Summers, (1984), dan Barclay (1987) telah menyajikan bukti empiris dalam mendukung dari argumentasi pengaruh pajak. Sedangkan yang lainnya, seperti Black dan Scholes (1974), Miller dan Scholes (1982), dan Morgan dan Thomas (1998) mempunyai temuan temuan yang berbeda bahkan bertentangan dengan itu, serta menyediakan penjelasan yang berbeda.

Teori lainnya yang berhubungan dengan kebijakan dividen perusahaan adalah *clienteles effects hypothesis*. Menurut argumentasi teori ini, para investor mungkin tertarik kepada tipe dari saham-saham yang sesuai dengan preferensi konsumsi atau savings mereka. Hal itu adalah, apabila pendapatan dividen terkena pajak pada suatu tingkat yang lebih tinggi daripada capital gains, para investor dalam kelompok kelompok yang terkena pajak tinggi mungkin menyukai non dividend atau saham-saham yang membayar rendah dividen, dan sebaliknya. Selain itu, kehadiran dari biaya-biaya transaksi mungkin menciptakan pelanggan-pelanggan (*clienteles*) tertentu.

Terdapat banyak studi empiris yang dilakukan atas *clienteles effects hypothesis* ini, namun demikian temuan-temuannya adalah berupa bauran (*mixed*). Pettit (1977), Scholz (1992), dan Dhaliwal, Erickson dan Trezevant (1999) memperlihatkan bukti yang konsisten dengan keberadaan dari *clienteles effects hypothesis*. Studi-studi yang menemukan bukti yang lemah atau bukti yang sebaliknya adalah Lewellen et al.

(1978), Richardson, Sefcik dan Thomason (1986), Abrutyn dan Turner (1990), dan yang lainnya.

Teori keagenan menjelaskan bahwa pembayaran dividen dapat mengurangi masalah yang berhubungan dengan asimetri informasi. Dividen mungkin juga berperan sebagai suatu mekanisme untuk mengurangi cash flow yang ada di bawah kendali manajemen, dengan demikian membantu untuk mengurangi masalah keagenan. Mengurangi dana-dana yang ada di bawah kebijaksanaan manajemen akan menghasilkan suatu kekuatan yang mendorong para manajer untuk lebih sering masuk ke dalam pasar-pasar modal, jadi menaruh mereka di bawah pengawasan yang cermat dari para pemasok modal (Rozeff, 1982, dan Easterbrook, 1984). Banyak peneliti telah memberikan dukungan secara empiris terhadap penjelasan keagenan sebagai jawaban atas pertanyaan mengapa perusahaan membayar dividen, di antaranya adalah Rozeff (1982), Lloyd, Jahera dan Page (1985), Jensen, Solberg dan Zorn (1992), dan Holder, Langrehr dan Hexter (1998), dan yang lainnya. Sedangkan, peneliti-peneliti lainnya seperti Denis dan Sarin (1994), Yoon dan Starks (1995), dan Lie (2000) memberikan dukungan kecil atau menolak pandangan ini.

Berdasarkan data awal yang diambil dan diolah dari ICMD tahun 2010-2017 tampak bahwa rata-rata perusahaan dengan proporsi kepemilikan saham manajerial yang besar mendapatkan nilai perusahaan (Tobins Q), rendah dibandingkan dengan kepemilikan manajerial yang rendah. Hal ini dapat dilihat dari tabel 1.3 di bawah ini.

Tabel 1.3 proporsi kepemilikan saham, kebijakan deviden dan Nilai Perusahaan Manufaktur Periode Tahun 2010-2016

No	Keterangan	Manajerial	Leverage	Dpr	PER	Nilai Perusahaan
1	Inti Keramik Alam Asri Industri Tbk	0.013	0.651	0.00	271.3714	1.072
2	PT Trias Sentosa, Tbk.	0.011	0.651	53.44	38.18429	1.506
3	PT United Tractors Tbk.	0.014	0.861	29.62	3.804286	1.270
4	PT Indocement Tunggul Prakasa Tbk.	0.023	0.768	23.74	97.71143	1.067

5	PT Ades Water Indonesia Tbk.	0.028	0.239	0.00	335.5557	1.122
6	PT Unggul indah Cahaya Tbk	0.019	0.505	28.00	145.4429	1.803
7	PT Delta Djakarta Tbk.	0.034	0.251	86.62	81.93714	1.014
8	PT Fast Food Indonesia Tbk.	0.026	0.715	18.96	21.32286	1.143
9	Sat Nusa Persada Tbk	0.114	0.397	0.00	-117.434	0.468
10	Darya Varia Laboratoria Tbk	0.139	0.042	0.00	77.56143	1.904
11	Indofarma Tbk	0.010	0.221	0.00	335.5557	1.034
12	PT Arwana Citramulia Tbk.	0.021	1.012	11.75	50.21143	1.161
13	PT Kudaung Indah Can Tbk.	0.010	0.43	0.00	102.5929	1.065
14	Mandom Indonesia Tbk	0.094	0.130	49.6	77.21857	1.862
15	Unilever Indonesia Tbk	0.014	0.432	36.8	198,26	48.845

Sumber ICDM Periode 2010-2016, Data diolah

Berdasarkan data pada table 1.3 diatas ada beberapa hal yang menjadi fenomena yang tidak sejalan dengan beberapa teori diantaranya PT. Unilever dengan proporsi kepemilikan manajerial 0.014 memiliki nilai perusahaan 48.845. sedangkan PT Indocement Tungal Prakasa Tbk. dengan proporsi kepemilikan manajerial 0.023 memiliki nilai perusahaan 1.067 atau lebih besar dari Unilever. Padahal Shleifer dan Vishny (1986) berpendapat bahwa tingkat kepemilikan manajerial dalam proporsi yang cukup besar akan mempengaruhi nilai pasar perusahaan, dasar argumentasi ini adalah bahwa Kepemilikan manajerial akan mensejajarkan kepentingan manajemen dan pemegang saham (*outsider ownership*), sehingga akan memperoleh manfaat langsung dari keputusan yang diambil serta menanggung kerugian sebagai konsekuensi dari pengambilan keputusan yang salah. Pernyataan tersebut menyatakan bahwa semakin besar proporsi kepemilikan manajemen pada perusahaan, maka manajemen cenderung lebih giat untuk kepentingan pemegang saham. .

Perusahaan PT. Trias Sentosa memiliki *Leverage* sebesar 0.651 dengan nilai perusahaan 1.506, sedangkan PT. Indocement Tunggul Tbk, memiliki *leverage* sebesar 0.768 dengan nilai perusahaan sebesar 1.067 lebih kecil dari nilai perusahaan PT. Trias Sentosa. Padahal Modigliani dan Miller 1961 berpendapat bahwa bila ada pajak penghasilan perusahaan maka penggunaan hutang yang tinggi akan meningkatkan nilai perusahaan. *pecking order theory* menyatakan bahwa perusahaan akan memilih untuk menerbitkan hutang terlebih dahulu daripada menerbitkan saham pada saat membutuhkan pendanaan eksternal

Selanjutnya dari tabel diatas juga tampak beberapa perusahaan tidak membagikan devidennya, dengan demikian dapat diketahui bahwa selama periode yang diamati yaitu dari tahun 2010 sampai tahun 2016 perusahaan-perusahaan manufaktur banyak yang menahan keuntungan yang perolehnya atau tidak membagikannya kepada para pemegang saham sebagai deviden, serta perusahaan-perusahaan manufaktur yang mengalami kerugian dan tidak membayar deviden, sehingga sekilas deviden tidak memberikan pengaruh yang berarti pada peningkatan nilai perusahaan yang tercermin dari *tobin'q* nya.

Banyak penelitian yang telah memberikan kontribusi pemikiran teoritis dan menyediakan bukti empiris yang berkenaan dengan faktor penentu dari suatu kebijakan dividen perusahaan. Isu kebijakan dividen, bagaimanapun, adalah belum terpecahkan (Naceur et al., 2006). Sejalan dengan itu, Bhattacharyya (2007) menjelaskan bahwa kebijakan dividen merupakan suatu hal yang paling sulit dan merupakan tantangan bagi para ahli ekonomi keuangan. Tiga dekade yang lalu, Black (1976) menyatakan bahwa semakin kuat kita memperhatikan gambaran tentang dividen, maka semakin nyata hal itu terlihat seperti suatu teka-teki, dengan pecahan-pecahan yang berantakan dan yang tidak saling berkesesuaian. Brealey dan Myers (2005) memasukan permasalahan dividen dalam daftar salah satu dari

sepuluh permasalahan yang penting yang belum terpecahkan dalam bidang keuangan.

Berdasarkan fenomena, preposisi dan kajian teoritik yang telah dikemukakan sebelumnya maka pada penelitian ini akan diuji pengaruh struktur kepemilikan, *free cash flow* dan *leverage* terhadap nilai perusahaan dengan variabel keputusan investasi dan kebijakan dividen sebagai variabel antara (*intervening variable*).

Dengan demikian berdasarkan kesenjangan (*Gap*) yang telah dikemukakan diatas maka masalah penelitian yang diajukan adalah **Bagaimana Pengaruh struktur kepemilikan, *free cash flow* dan *leverage* terhadap keputusan investasi, kebijakan dividen dan nilai perusahaan**

1.2 Pertanyaan Penelitian

Bedasarkan pada masalah yang telah dikemukakan di atas selanjutnya guna mendukung penelitian empiris, maka beberapa penelitian diajukan untuk dikembangkan dalam penelitian ini, sebagai berikut:

1. Apakah struktur kepemilikan manajerial, *Free Cash flow* dan *leverage* berpengaruh terhadap keputusan investasi,?
2. Apakah struktur kepemilikan manajerial, *Free Cash flow* dan *leverage* berpengaruh terhadap kebijakan dividen?
3. Apakah struktur kepemilikan manajerial, *free cash flow* dan *leverage* berpengaruh langsung dan tidak langsung terhadap nilai perusahaan melalui keputusan investasi?
4. Apakah struktur kepemilikan manajerial, *free cash flow* dan *leverage* berpengaruh langsung dan tidak langsung terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan dividen?
5. Apakah keputusan investasi, dan kebijakan dividen berpengaruh terhadap nilai perusahaan?

1.4 Tujuan Penelitian

Tujuan penelitian yang ingin dicapai dalam penelitian ini adalah untuk mensintesis dan menguji secara empirik sebagai berikut:

1. Untuk mensintesis dan menguji secara empirik mekanisme pengaruh struktur kepemilikan manajerial *free cash flow* dan *leverage* terhadap keputusan investasi,
2. Untuk mensintesis dan menguji secara empirik mekanisme pengaruh struktur kepemilikan manajerial, *free cash flow* dan *leverage* terhadap kebijakan dividen,
3. Untuk mensintesis dan menguji secara empirik mekanisme pengaruh langsung dan tidak langsung struktur kepemilikan manajerial, *free cash flow* dan *leverage* terhadap nilai perusahaan melalui keputusan investasi,
4. Untuk mensintesis dan menguji secara empirik mekanisme pengaruh langsung dan tidak langsung struktur kepemilikan saham, *free cash flow* dan *leverage* terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan dividen.
5. Untuk mensintesis dan menguji secara empirik mekanisme pengaruh keputusan investasi, dan kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan.

1.5 Kegunaan Penelitian

Penelitian ini diharapkan dapat memberikan berbagai kontribusi, diantaranya adalah kontribusi teoritis, kontribusi praktik dan kontribusi kebijakan. Berikut ini penjelasan kontribusi ketiganya;

1. Kegunaan Teoritis

Selain itu, penelitian ini juga diharapkan dapat memberikan kontribusi untuk pengembangan keilmuan khususnya teori-teori yang berhubungan dengan bagaimana proses keputusan keuangan itu ditentukan dalam perusahaan. Selain itu penelitian ini juga diharapkan dapat menjadi referensi untuk dilakukannya penelitian yang lebih baik di masa yang akan datang.

2. Kegunaan Praktis

- a. Bagi Investor, Penelitian ini diharapkan dapat menjadi bahan pertimbangan keputusan keuangan bagi perusahaan emiten dan investor yang akan berinvestasi di Bursa Efek Indonesia.
- b. Bagi perusahaan, penelitian ini diharapkan dapat menjadi masukan mengenai pentingnya transparansi dan akuntabilitas di dalam pengungkapan informasi keuangan perusahaan agar tidak melakukan kecurangan laporan keuangan serta mengetahui pentingnya tata kelola perusahaan yang baik.
- c. Bagi pemerintah, penelitian ini diharapkan dapat menjadi bahan pertimbangan bagi pemerintah saat akan mengeluarkan kebijakan yang relevan.

BAB II TINJAUAN PUSTAKA

2.1 Pengembangan Model Teoritis dan Empiris

Penelitian ini menggunakan beberapa teori yang relevan dengan model analisis dan masalah pokok dalam penelitian ini, khususnya teori – teori keuangan dan pasar modal. Penelitian ini mengangkat *Pecking Order Theory* dan *Trade off Theory* yang berkaitan dengan kegiatan pendanaan, *Agency Theory* dan *Signaling Theory* karena adanya pemisahan fungsi antara manajer dengan pemilik dalam pengambilan keputusan pengelolaan keuangan.

2.1.1 Pengertian Manajemen Keuangan

Salah satu fungsi perusahaan yang penting bagi keberhasilan usaha suatu perusahaan dalam pencapaian tujuannya adalah kondisi manajemen keuangan perusahaan tersebut. Oleh karena itu perusahaan harus member perhatian khusus terhadap kemajuan keuangan demi tercapainya tujuan perusahaan. Berikut pendapat yang dikemukakan oleh beberapa ahli mengenai beberapa pengertian dari manajemen keuangan tersebut.

Manajemen keuangan menurut Bambang Riyanto (2001), mengemukakan bahwa: "Manajemen keuangan sebagai keseluruhan aktivitas perusahaan yang bersangkutan dengan usaha mendapatkan dana yang diperlukan dengan biaya yang minimal dan syarat-syarat yang paling menguntungkan beserta usaha untuk menggunakan dana tersebut seefisien mungkin". Menurut Brigham dan Houston (1998) yang di ahli bahasakan oleh Robinson Tarigan mengenai definisi dari manajemen keuangan, mereka mengemukakan bahwa: "Manajemen keuangan dapat diterangkan berdasarkan fungsi dan tanggung jawab dari manajer keuangan. Fungsi utama manajer keuangan adalah merencanakan, mencari dan memanfaatkan dana

dengan berbagai cara untuk memaksimalkan efisiensi (daya guna) dari operasi-operasi perusahaan". Berdasarkan pendapat-pendapat tersebut, maka dapat disimpulkan bahwa manajemen keuangan adalah merupakan aktivitas-aktivitas yang menyangkut perencanaan, pencarian dan pemanfaatan dana perusahaan sebijaksana mungkin demi tercapainya tujuan perusahaan. Manajer keuangan perlu mengambil keputusan-keputusan yang benar dalam penentuan tujuan perusahaan serta dalam usaha pencapaian tujuan tersebut. Keputusan yang diambil haruslah dengan prinsip memaksimalkan nilai perusahaan, yang identik dengan memaksimalkan laba, serta meminimumkan tingkat resiko. Agar keseimbangan tersebut dapat diperoleh, maka perusahaan harus melakukan pengawasan yang ketat terhadap aliran dana. Berdasarkan uraian tersebut menurut pendapat Brigham dan Houston (2001) yang di ahli bahasakan oleh Robinson Tarigan mengenai tujuan manajemen keuangan adalah sebagai berikut:

1. Laba yang maksimal
2. Resiko yang minimal
3. Melakukan pengawasan aliran dana, dimaksudkan agar penggunaan dan pencarian dana dapat diketahui segera
4. Menjaga fleksibilitas perusahaan.

Adapun fungsi atau peranan dari seorang manajer keuangan menurut Syamsudin (2002), yaitu sebagai berikut:

1. Menganalisa dan merencanakan pembelanjaan perusahaan, sehingga dapat digunakan untuk memonitor keadaan keuangan perusahaan, perencanaan kebutuhan-kebutuhan modal pada masa yang akan datang, menilai kemungkinan-kemungkinan modal pada masa yang akan datang, mewnilai kemungkinan peningkatan produktivitas dan penentuan atau jenis-jenis modal yang akan ditarik.

Mengelola penanaman modal dalam aktiva, sehingga dapat menganalisa keadaan pada masa lalu, serta kemungkinan-kemungkinan pada masa yang akan datang yang dihubungkan dengan tujuan jangka panjang perusahaan.

Mengatur struktur finansial dan struktur modal perusahaan. Hal ini dilakukan sehubungan dengan struktur finansial perusahaan yaitu sebagai berikut:

- a. Penentuan alokasi yang terbaik antara hutang lancar dengan modal jangka panjang.
- b. Penentuan jenis hutang lancar dan modal jangka panjang yang paling menguntungkan bagi perusahaan.

Sedangkan dalam hubungannya dengan struktur modal, maka tekanan yang diberikan adalah pada penentuan komposisi modal jangka panjang, yaitu perbandingan antara hutang jangka panjang dengan modal sendiri. Berdasarkan pendapat diatas mengenai fungsi atau peranan seorang manajer keuangan yang sudah diuraikan sebelumnya maka dapat diketahui bahwa peranan seorang manajer keuangan sangat dibutuhkan keberadaannya untuk memonitor keadaan keuangan perusahaan, menemukan masalah-masalah yang dihadapi kemudian mencoba untuk mencari pemecahan masalah tersebut, sehingga tujuan perusahaan secara keseluruhan akan mudah dicapai.

2.1.2 Pasar Modal sebagai Salah Satu Sumber Dana

Pengambilan keputusan tentang di mana dan bagaimana mendapatkan dana berkaitan dengan pemilihan sumber dana. Dana bagi perusahaan adalah amat penting untuk dapat mempertahankan usahanya. Dalam hal ini Weston dan Brigham (1993) mengemukakan bahwa "*Capital is a necessary factors of production*". Setiap perusahaan akan berusaha mempertahankan dana yang cukup untuk memenuhi segala kebutuhan perusahaan. Kondisi ini disebut keseimbangan dana, yaitu suatu kondisi di mana terdapat keseimbangan antara dana yang tersedia dengan jumlah

dana yang diperlukan perusahaan. Dalam kondisi keseimbangan seperti ini perusahaan tidak akan mengalami gangguan-gangguan keuangan. Penyimpangan dari keseimbangan dana dapat menimbulkan terjadinya ketidakseimbangan (*unequilibrium*) antara dana yang tersedia dengan jumlah dana yang dibutuhkan.

Terdapat dua kemungkinan penyimpangan dari kondisi keseimbangan dana, yaitu kekurangan dana atau kelebihan dana. Kekurangan dana akan terjadi apabila jumlah dana yang tersedia dalam perusahaan atau tertanam dalam perusahaan kurang cukup untuk memenuhi seluruh kebutuhannya. Gejala-gejala yang nampak dalam perusahaan jika kondisi ini terjadi adalah antara lain : persediaan kas yang terlalu kecil dibandingkan dengan kewajiban membayarnya, terlalu sedikit persediaan bahan mentah sehingga tidak mampu memproduksi sesuai dengan permintaan atau pesanan dan banyaknya bangunan – bangunan atau peralatan yang tidak terpakai karena kurangnya persediaan alat likuid untuk membelanjai operasinya. Kekurangan dana akan menghambat produksi karena perusahaan tidak mampu membeli bahan mentah. Hambatan dalam memproduksi akan berpengaruh terhadap pemasaran hasil produksinya, pemenuhan pesanan tidak terjadi pada waktunya dan lama kelamaan perusahaan tidak dapat memproduksi lagi. Kemungkinan penyimpangan kedua adalah kelebihan dana. Kelebihan dana ini terjadi apabila jumlah uang yang tersedia dan tertanam dalam perusahaan melebihi jumlah yang diperlukan untuk membelanjai usaha-usahanya. Gejala gejala yang nampak pada perusahaan akibat kelebihan dana antara lain adalah persediaan kas yang terlalu besar, simpanan di bank yang tidak dipergunakan untuk tujuan yang produktif, terlalu banyaknya persediaan bahan mentah, dan adanya investasi yang berlebihan dalam aktiva. Pada suatu sisi kelebihan dana menguntungkan karena kebutuhan perusahaan untuk mempertahankan produksi dapat dipenuhi, tapi pada sisi yang lain, apabila jumlah dana yang terlalu banyak dana tersebut pasti menganggur.

Ditinjau dari segi profitabilitas dana yang menganggur akan menurunkan profitabilitas karena tidak menghasilkan laba. Selain itu dana yang berlebihan menyebabkan semakin besarnya kemungkinan terjadinya pemborosan disebabkan pengeluaran yang tidak terkendali. Dalam menjalankan kegiatan usahanya, pengusaha selalu menginginkan untuk mengembangkan usaha atau memperbesar operasi kegiatannya. Untuk maksud tersebut dibutuhkan tambahan dana yang relatif besar. Misalnya bila kapasitas mesin terpasang yang ada pada perusahaan belum dimanfaatkan secara optimal, maka perluasan usaha dapat dilakukan dengan mengoptimalkan kapasitas mesin tersebut sehingga jumlah hasil produksi dapat meningkat. Akan tetapi apabila kapasitas mesin terpasang sudah optimal, pengembangan usaha dapat dilakukan dengan melakukan perluasan usaha dengan membangun sarana baru. Perluasan usaha memerlukan tambahan dana yang relatif besar dan dana tersebut harus tertanam dalam perusahaan untuk jangka waktu yang lama. Bila dana untuk keperluan perluasan usaha atau pendirian sarana produksi baru tidak dapat sepenuhnya dibelanjai oleh perusahaan sendiri, maka perusahaan memerlukan tambahan dana yang bersumber dari luar perusahaan.

1. Pengertian Pasar Modal

Pasar modal berdasarkan pengertian pasar pada umumnya, yaitu tempat bertemunya penjual dan pembeli yang memperjualbelikan dana, barang dan atau jasa, maka pasar modal mempertemukan penjual modal dan pembeli modal. Pembeli modal adalah baik perorangan maupun lembaga atau institusi/badan yang menginvestasikan dananya melalui pembelian surat-surat berharga dengan tujuan mendapatkan hasil (return), sedangkan penjual surat berharga adalah perusahaan yang memerlukan tambahan modal untuk keperluan usahanya.

Rose et al., (1993:91) membedakan pasar modal dan pasar uang sebagai berikut: *"The term money refers to the market for short-term financial instrument with a*

time to maturity for one year or less. The term capital market refers to the market for long term financial assets having actual maturities of more than one year. Distinctions between short and long are somewhat arbitrary, although one year is the most common dividing point. Both of these markets perform services in the financial systems".

Pakar lain yaitu Chabra (1987:25) mengemukakan perbedaan antara pasar modal dan pasar uang sebagai berikut:

"Money market consists of very short term debt securities that usually are highly marketable. The money market includes short term, marketable, liquid, low risk debt securities. Money market instruments sometimes are called cash equivalents because of their safety of liquidity. Capital markets, in contrast, include longer-term and riskier securities. The capital market is composed of longer term borrowing instrument than those that trade in the money market".

Berdasarkan pendapat dua pakar di atas dapat dikemukakan bahwa pasar uang (*money market*) merupakan pasar uang jangka pendek. Artinya instrument yang ada di dalamnya terdiri atas surat-surat berharga jangka pendek yang mudah diperjualbelikan (*marketable*) dan bersifat sangat likuid. Sebaliknya pasar modal merupakan pasar di mana surat-surat berharga yang berjangka panjang diperdagangkan.

Di dalam pasar modal diperdagangkan instrument jaminan yang jangka waktunya lebih panjang dibandingkan dengan instrument yang terdapat dipasar uang. Selanjutnya Chabra mengemukakan bahwa pasar modal berhubungan erat dengan tabungan dan investasi yang berfungsi sangat vital bagi pertumbuhan ekonomi. Dalam perekonomian yang maju, unit ekonomi yang menabung uangnya akan berbeda dengan unit ekonomi yang memerlukan dana untuk investasi, dan pasar modal menjembatani antara unit yang menabung dan yang mempunyai surplus untuk ditransformasikan ke dalam investasi. Melalui proses tersebut pasar modal

memberikan kontribusi pada stabilitas ekonomi dengan jalan mengalihkan saving menjadi investasi, sehingga memberikan kontribusi terhadap pertumbuhan ekonomi.

Patrick dan Wai dalam Abdulbasir Anwar (1990:12) mendefinisikan pasar modal sebagai berikut:

- a. Pasar modal dalam arti luas adalah sistem keuangan secara keseluruhan dan terorganisir, termasuk bank-bank komersial dan semua perantara di bidang keuangan.
- b. Pasar modal dalam arti menengah adalah semua pasar yang terorganisir dan lembaga-lembaga yang memperdagangkan warkat warkat kredit (biasanya yang berjangka waktu lebih dari satu tahun) termasuk saham, obligasi, pinjaman jangka panjang, hipotik, tabungan dan deposito berjangka.
- c. Pasar modal dalam arti sempit adalah pasar yang terorganisir dan memperdagangkan saham-saham dan obligasi dengan menggunakan jasa pialang dan underwriter.

Selanjutnya pakar lain, yaitu Marzuki Usman (1991 :33) mengemukakan pendapatnya mengenai pasar modal sebagai suatu pasar di mana dana jangka panjang baik hutang maupun modal sendiri diperdagangkan. Dana jangka panjang yang diperdagangkan berupa pinjaman yang biasanya disebut obligasi, dan dana jangka panjang yang merupakan modal sendiri, yang biasanya berbentuk saham. Pada umumnya saham yang diperdagangkan di pasar modal adalah saham biasa dan saham preferen.

Menurut Undang-undang No.15 tahun 1952 yang dimaksud dengan bursa atau pasar modal adalah bursa perdagangan di Indonesia, yang didirikan untuk perdagangan uang dan efek, termasuk semua pelelangan efek. Menurut Keputusan Presiden No. 60 tahun 1988, pasar modal adalah bursa yang merupakan tempat untuk mempertemukan penawar dan peminta dana jangka panjang sebagaimana dimaksud

dalam Undang-undang No. 15 tahun 1952 tentang bursa. Menurut Keputusan Presiden No. 53 tahun 1990, bursa adalah suatu tempat pertemuan termasuk suatu sistem elektronik tanpa tempat pertemuan yang diorganisir dan digunakan untuk menyelenggarakan pertemuan pemasaran, jual beli atau perdagangan efek.

Dari apa yang dikemukakan oleh beberapa Pakar, Undang undang No. 15/52, Kepres No. 60 tahun 1988 dan Kepres No. 53 tahun 1990 tersebut di atas, dapat diambil kesimpulan bahwa pasar modal merupakan tempat yang digunakan untuk terlaksananya penyelenggaraan perdagangan surat-surat berharga.

Dalam pasar modal terdapat 2 kelompok, yaitu perusahaan yang menawarkan saham dan surat berharga lainnya kepada masyarakat dengan persyaratan tertentu, serta adanya investor yang akan membeli surat-surat berharga, yaitu saham dan obligasi sebagai salah satu alternatif dari investasinya.

2. Peranan Pasar Modal

Seperti telah diutarakan di atas, pasar modal merupakan salah satu alternatif penting untuk pengaliran dana yang diperlukan dalam rangka pembangunan ekonomi nasional. Berikut ini akan dikemukakan beberapa pendapat tentang peranan pasar modal sebagai berikut:

Securities Market in Japan (1991: 1) mengemukakan bahwa pasar modal mempunyai peranan sebagai berikut:

"(1). Financing long term for the government and corporate sector, (2). Providing the investing public with a market place for investing their financial assets, (3) contributing to an efficient management of the economy".

Dari kutipan di atas dapat diartikan bahwa peranan pasar modal meliputi pembelanjaan jangka panjang untuk sektor pemerintah dan sektor perusahaan, penyediaan tempat (pasar) bagi masyarakat investor untuk menginvestasikan aktiva finansial mereka dan memberikan kontribusi pada manajemen perekonomian yang

efisien. Leffler (1963, 460) mengemukakan beberapa peranan pasar modal sebagai berikut :

"(1) Creation of continuous market, (2) fair price determination, (3) aid in financing industries, (4) provide accurate and continuous report on sales and quotation, (5) the release of information on the listed company. (6) protect securities owners ".

Dari kutipan tersebut di atas, dapat diartikan bahwa pasar modal mempunyai peranan dalam penyelenggaraan transaksi pasar modal yang kontinyu, pembentukan harga yang wajar, membantu industr. dalam pembelanjannya, menyediakan laporan penjualan dan kuota secara teliti dan kontinyu, menyiarkan banyak informasi pada perusahaan yang terdaftar dipasar modal, melindungi surat-surat berharga pemilik.

Pernyataan Leffler didukung oleh Marsuki Usman (1991) yang mengemukakan bahwa pasar modal berfungsi sebagai (1) sarana mobilisasi dana-dana masyarakat, sebagai sumber pembelanjaan pada dunia pada khususnya dan pembangunan nasional pada umumnya (2) sarana pemerataan hasil-hasil pembangunan bagi seluruh rakyat Indonesia.

Dari beberapa pendapat tersebut di atas, dapat disimpulkan bahwa sumbangan dan peranan pasar modal terhadap perekonomian sangat luas seperti dinyatakan oleh Abdulbasith Anwar (1990 :16), bahwa pasar modal mempunyai peranan yang besar, (1) mobilisasi dana yang dibutuhkan untuk membelanjai perkembangan ekonomi, (2) industri dapat dikembangkan tanpa menunggu pinjaman dana dari bank dan pemerintah, (3) untuk memotivasi perkembangan pengusaha, (4) meningkatkan pendapatan pemerintah dari adanya pajak yang diterima. Dari beberapa pernyataan tentang peranan pasar modal, dapat disimpulkan bahwa pasar modal sebagai sarana untuk mempertemukan penawar dan pencari dana jangka panjang pada dasarnya mempunyai fungsi yang luas dan mempunyai berbagai manfaat seperti yang diutarakan oleh Islahuzamman.

Menurut Islahuzamman (1991 :76) pasar modal mempunyai peranan yang sangat bermanfaat bagi tiga sektor yang ada dalam masyarakat, yaitu sektor pembangunan, sektor dunia usaha, dan sektor investasi. Bagi sektor pembangunan, melalui pasar modal dapat dihimpun dana yang besar yang dapat digunakan untuk pembangunan. Bagi sektor dunia usaha, dapat diperoleh dana secara go-public. Dan bagi sektor investasi pasar modal merupakan sarana untuk menanamkan modal dengan membeli saham perusahaan yang *go public*.

3. Perusahaan yang Listing di Pasar Modal (*Go-Public*)

Sumantoro (1990:64) mengemukakan pendapatnya tentang pengertian *go-public*, yaitu sebagai proses memasyarakatkan perusahaan melalui partisipasi atau penyertaan masyarakat dalam usahanya, baik dalam penilaian maupun dalam penetapan kebijaksanaan pengelolaan perusahaannya. Menurut apa yang dikemukakan oleh pakar tersebut di atas, *go public* berarti perusahaan menawarkan kepada masyarakat untuk berpartisipasi dalam usaha dengan memiliki saham-saham perusahaan. Sebagai pemilik saham perusahaan, masyarakat berhak ikut menentukan kebijaksanaan pengelolaan perusahaan melalui Rapat Umum Pemegang Saham. Sebaliknya bagi perusahaan juga terbuka kesempatan untuk memperoleh dana dari luar guna membelanjai usahanya, karena dengan berkembangnya usaha, perusahaan perlu mendapatkan dana segar dengan resiko yang kecil.

4. Keunggulan Perusahaan yang Go-Publik

Berikut ini akan dikemukakan beberapa keunggulan dan kelemahan *go-public* menurut beberapa pakar. Menurut Weston dan Brigham (1993) terdapat beberapa keunggulan dalam melakukan *go-public*, yaitu: "(1) *facilitates stockholder diversification*, (2) *increases liquidity*, (3) *makes it easier to raise new corporate cash*, (4) *establishes a value for the firm*".

Dari kutipan di atas dapat diartikan bahwa dengan go-public, perusahaan mempunyai beberapa keunggulan sebagai berikut:

- a. Kemungkinan mengadakan diversifikasi. Dengan berkembangnya perusahaan, pendirinya menyadari akan kenyataan bahwa sebagian kekayaannya terikat dalam perusahaan. Dengan go-public maka para pendiri perusahaan dapat mendiversifikasikan kekayaannya. Dengan demikian dapat memperkecil risiko portopolio mereka.
- b. Meningkatkan likuiditas. Saham perseroan terbatas yang tidak *go public* bersifat sangat tidak cair. Tidak ada pasar yang terbuka bagi saham demikian. Bila salah seorang pemilik saham bermaksud menjual saham miliknya, sulit untuk mencari calon pembelinya, dan walaupun ada sulit untuk mencari titik temu mengenai harganya. Masalah ini tidak terjadi pada perusahaan yang *go-public*.
- c. Kemudahan menghimpun dana tambahan. Perusahaan perseorangan yang memerlukan tambahan dana tergantung kemampuan keuangan pemiliknya untuk: menambah modal yang dibutuhkan atau mencari beberapa investor kaya yang mau menginvestasikan uangnya dalam perusahaan itu. Orang luar umumnya enggan menginvestasikan uang dalam perusahaan perseorangan karena jika mereka tidak menguasai kendali perusahaan (saham di atas 50%) maka ada kemungkinan orang dalam mempermaikan dengan cara menahan Dividen atau cara-cara lainnya. Hal-hal seperti ini menyebabkan kesulitan bagi perusahaan tertutup untuk: menghimpun modal. Karena salah satu persyaratan *go-public* adalah keterbukaan perusahaan maka masalah-masalah di atas jadi sangat ringan di mana investor boleh mengetahui latar belakang lengkap dari perusahaan dan atas dasar itu lebih bersedia menanamkan dananya.

5. Membentuk nilai perusahaan.

Dalam perusahaan yang go-public, maka masalah di atas tidak ada lagi karena nilai pasarannya bisa diketahui secara pasti setiap saat. Begitu pula jika setiap perusahaan bermaksud memberikan hak pilihan pembelian saham kepada pejabat-pejabat terasnya, perlu diketahui berapa nilai pemberian itu.

Sebelum perusahaan go-public masyarakat sulit mengetahui kinerja keuangan sebaliknya dengan go-public perusahaan dapat diketahui kinerja keuangannya. Dengan terbukanya kinerja keuangan tersebut masyarakat dapat mengetahui bagaimana perkembangan perusahaan, karena kinerja keuangan mencerminkan kemampuan perusahaan dalam segala aspek manajemen antara lain keputusan serta kebijaksanaan yang telah diambilnya.

6. Kelemahan Perusahaan yang Go-Public

Weston dan Brigham (1993) mengemukakan bahwa terdapat beberapa kelemahan perusahaan go-public, yaitu:

- a. *Disclosure. Management may not like the idea of reporting operating data, because such data will then be available to competitors. Similarly the owners of the Company may not want people to know their net worth. Because publicly owned companies must disclose the number of shares owned by officers Directors and mature stockholders, it is easy enough for anyone to multiply shares held by price per share to estimate the net worth of an insider.*
- b. *Self-dealings. The owners-managers of closely held companies have many opportunities for various types of questionable but legal self dealing, including with the business (such as leasing arrangements), excelledents, retirement programs and not-truly-necessary fringe benefits. Such self dealing are much harder to arrange if a company is publicly owned-they must be disclosed, and the managers are also subject to stockholder suits.*

Menurut apa yang dinyatakan Weston dan Brigham di atas perusahaan yang go-public mempunyai kelemahan karena dengan adanya prinsip pengungkapan (*disclosure*), yaitu melaporkan data operasional dan data keuangan yang jelas, tanpa ditutup-tutupi, dapat dimanfaatkan oleh para pesaing. Kelemahan yang lain ialah kebiasaan lama (sebelum *go-public*) pemilik perusahaan memanfaatkan fasilitas perusahaan dengan bebas seperti fasilitas gaji yang tinggi, memasukkan anggota keluarga sebagai karyawan. Hal ini tidak dapat dilakukan bila perusahaan telah *go-public*.

7. Pengelolaan dan peraturan-peraturan di pasar modal

Proses *go-public* melibatkan masyarakat luas, khususnya masyarakat pemodal atau investor. Para investor yang telah mempercayakan dananya untuk digunakan perusahaan tentunya mengharapkan suatu hasil di masa yang akan datang. Pemerintah melalui lembaga pengelola pasar modal mengusahakan agar pemanfaatan dana masyarakat dapat disalurkan ke perusahaan yang *go public* secara aman. Karena itu perlu diterbitkan persyaratan bagi perusahaan yang *go-public* dan pengaturan perdagangan sekuritas pada bursa.

Sehubungan dengan peraturan perdagangan di pasar modal ini Weston dan Brigham (1993:718) mengemukakan sebagai berikut:

"Sales of new securities as well as operations in this secondary markets, are regulated by the Securities and Exchange Commission (SEC) "

Yang dimaksud dengan *secondary market* adalah suatu transaksi yang berlangsung pada setiap hari bursa, bertempat di bursa efek maupun di bursa paralel terhadap saham-saham yang terdaftar di bursa efek. Proses transaksi ini berlangsung di antara para broker baik atas nama pendiri maupun atas nama orang lain. Dalam melaksanakan transaksi broker memperoleh imbalan tertentu. Yang

mengatur perdagangan sekuritas di pasar modal Amerika Serikat adalah lembaga yang disebut *Securities Exchange Commission (SEC)*.

Di Indonesia lembaga tersebut dinamakan Badan Pengawas Pasar Modal (BAPEPAM), yang mempunyai tugas sebagai berikut: mengikuti perkembangan dan mengatur pasar modal, sehingga efek dapat ditawarkan dan diperdagangkan secara teratur, wajar, dan efisien serta melindungi kepentingan pemodal dan masyarakat umum. Di negara lain seperti Thailand dan Jepang disebut SEC yang pada dasarnya mempunyai fungsi yang hampir sama seperti Bapepam di Indonesia, yaitu: (1) melindungi investor dari penipuan dengan memberikan kepada mereka informasi, (2) mengendalikan volume kredit yang digunakan untuk membiayai spekulasi di bidang sekuritas, (3) menyediakan pasar yang tertib di bidang perdagangan sekuritas.

Menurut Rowley (1985:246), pengaturan tentang perdagangan saham di pasar modal Indonesia, Thailand dan Jepang, secara umum berhubungan dengan berbagai aspek dan operasi pasar modal, termasuk penawaran umum saham pada pasar perdana, pengaturan mengenai usaha di bidang surat-surat berharga perusahaan (*securities business*), pengambilalihan saham suatu perusahaan dan praktek-praktek yang tidak jujur (*unfair*) tentang pengambilalihan saham, serta tentang aktifitas dari organisasi organisasi yang berhubungan dengan usaha surat-surat berharga

2.1.3 Kajian Tentang teori keagenan (*Agency Theory*)

Sejak Adam Smith pada tahun 1776 meletakkan dasar tentang konsep organisasi yang efisien dengan mengenalkan teori *division of labour* yang mengharuskan dilakukannya spesialisasi fungsi agar organisasi perusahaan dapat mencapai tujuan secara lebih efisien, telah memberikan perkembangan pada teori organisasi dan korporasi modern Marshal di tahun 1920 dan Berle dan Means pada

tahun 1932. Teori ini menyatakan bahwa dalam suatu organisasi harus terdapat pemisahan yang tegas antara aktivitas pengendalian dengan aktivitas operasional, dalam hal ini harus terdapat pemisahan antara *Board of Directors* sebagai representasi dari pemegang saham yang melakukan fungsi pengendalian atas operasional perusahaan dan *Board of Management-CEO* sebagai pihak yang menjalankan operasional perusahaan.

Adam Smith berpendapat bahwa dengan memaksimalkan kepentingan diri sendiri maka setiap orang akan memberikan manfaat kepada masyarakat. Individu memaksimalkan laba dan kepentingan pribadinya secara otomatis akan membuat alokasi sumber daya sebaik mungkin. Dalam perjalanan perkembangan dan transformasi etika kapitalis ini memunculkan paradigma *agency theory*, bagaimana individu atau kelompok yang terlibat dalam pengelolaan suatu organisasi berperilaku dalam mencapai sasaran (pemaksimalan nilai) bersinggungan dengan kepentingan yang memunculkan konflik organisasi (Kast and Rosenzweigh, 2002).

Perkembangan selanjutnya, *agency theory* menyatakan bahwa perusahaan yang memisahkan fungsi pengelolaan dengan fungsi kepemilikan akan rentan terhadap konflik keagenan (Jensen dan Meckling, 1976). Adanya pemisahan peran antara pemegang saham sebagai prinsipal dan manajer sebagai agen, maka manajer pada akhirnya akan memiliki hak pengendalian yang signifikan dalam hal bagaimana mereka mengalokasikan dana investor (Jensen dan Meckling, 1976; Eisenhardt, 1989; dan Shleifer dan Vishny, 1997). Asumsi dasar dalam *agency theory* adalah bahwa manajer akan bertindak secara oportunistik dengan mengambil keuntungan untuk kepentingan pribadi sebelum memenuhi kepentingan para pemegang saham.

Perspektif hubungan keagenan merupakan dasar yang digunakan untuk memahami *Corporate governance*. Jensen dan Meckling (1976) menggambarkan hubungan agensi sebagai suatu kontrak di bawah satu atau lebih prinsipal yang

melibatkan agen untuk melaksanakan beberapa layanan bagi mereka dengan melakukan pendelegasian wewenang pengambilan keputusan kepada agen. Prinsipal maupun agen adalah dua orang atau lebih yang bekerja sama demi pengelolaan perusahaan, dimana keduanya memiliki motivasi sendiri untuk menjalankan tugasnya masing-masing. Pihak prinsipal atau pemilik atau pemegang saham memberikan instruksi kepada agen untuk mengelola perusahaan sesuai apa yang dikehendaki untuk mencapai kejayaan perusahaan. Sementara di lain pihak, seringkali manajemen sebagai agen akan melakukan tindakan-tindakan yang tidak sesuai dengan instruksi yang diperintahkan oleh prinsipal. Agen akan lebih mementingkan untuk pencapaian hasil yang lebih baik dari pada selalu taat pada perintah prinsipal.

Fenomena pemisahan kepemilikan dan pengendalian dalam korporasi mengimplikasikan adanya spesialisasi dan pengalihan hak-hak milik dari dan/atau kepada masing-masing individual. Hubungan antara *shareholder* dengan manajer sebagai contoh, ialah bercirikan adanya pendelegasian hak-hak pengambilan keputusan oleh *shareholder* (sebagai *principal*) ke manajer (sebagai *agent*). Manajer kemudian melaksanakan tugas-tugas manajerial yang dibebankan agar memperoleh kompensasi.

Bahkan meskipun *shareholder* mengalihkan sebahagian dari hak-hak miliknya ke manajer, mereka tetap memiliki status sebagai pemilik dari sumberdaya yang disediakan kepada manajer dan karena itu mengharapkan manajer untuk memaksimalkan laba. Dua pertanyaan utama muncul dalam konteks ini yaitu apakah manajer akan bertindak atas kepentingan *shareholder*? Bagaimana seharusnya laba yang dihasilkan manajer dibagikan antara kedua belah pihak? Disinilah peran AT dengan memberikan saran-saran mengenai bagaimana menangani permasalahan ini.

AT sendiri menurut Eisenhardt (1989) serta Jensen (1983) didasarkan atas tiga premis berikut:

1. Konflik kepentingan. Principal dan agent adalah diasumsikan untuk memiliki konflik kepentingan dikarenakan di satu sisi, principal berkeinginan memaksimalkan laba dan oleh karena itu mensyaratkan agar agent bekerja keras untuk mencapai hal tersebut. Namun dilain pihak, agent berkeinginan untuk meminimalkan pekerjaannya dan karena itu mengurangi disutilitasnya. Dengan mengasumsikan bahwa perilaku individual ditentukan oleh kepentingan pribadi (self-interest), maka agent akan diragukan bertindak menurut kepentingan principal. Oleh karena itu jika dibandingkan dengan PRA, maka AT memperluas premis self-interest serta maksimisasi utilitas dari individual dengan membawanya ke ruang lingkup hubungan principal-agent. Premis yang terdapat pada RA dan AT sebenarnya identik, namun perbedaannya adalah AT berfokus pada dalam konteks individu yang lebih dari satu (multi-person context). Akibatnya, terdapat peluang munculnya perilaku oportunistik selama keuntungan dari perilaku seperti itu lebih besar daripada kelemahannya atau biaya. Dalam rangka untuk memecahkan masalah konflik kepentingan, maka principal dapat sebagai contoh, menawarkan kontrak kepada agent yang dapat mengkompromikan kepentingan kedua belah pihak serta mempengaruhi usaha kerja dari agent
2. Asimetri informasi. Asimetri informasi merujuk kepada fakta bahwa agent memiliki lebih banyak informasi mengenai ruang lingkup pekerjaan dilakukannya serta faktor-faktor eksternal yang mempengaruhi hasil pekerjaannya dibandingkan principal sendiri. Dengan demikian, principal akan sulit untuk melakukan monitoring terhadap tindakan-tindakan agent dan hanya akan mampu mengamati hasilnya belaka. Principal juga tidak menerima informasi apapun mengenai kinerja agent kecuali apabila terbebani oleh biaya informasi yang tinggi. Dalam kasus biaya informasi yang tinggi, maka situasi menjadi lebih mendukung agent karena ia dapat memberikan informasi yang palsu ke principal (cheating). Oleh karena itu, agent

dapat mengeksploitasi keadaan defisit informasi dari principal demi kepentingannya sendiri. Akibatnya, asimetri informasi membuka peluang terjadinya perilaku yang tidak seharusnya (*discretionary behavior*).

3. Preferensi risiko yang berbeda. AT juga memperkirakan adanya preferensi risiko yang berbeda antara principal dan agent. Dalam rangka untuk mengurangi peluang munculnya perilaku oportunistik dari agent, maka principal dapat menawarkan kompensasi berbasis hasil yang tergantung kepada hasil kerjanya (yang dinamakan kompensasi yang bersifat variabel) kepada agent dalam rangka memotivasi mereka untuk memilih bekerja pada tingkat yang lebih tinggi untuk memaksimalkan laba. Namun demikian, laba tidak hanya tergantung kepada usaha kerja dari agent tetapi juga kepada faktor-faktor eksternal yang tidak dapat dipengaruhi oleh agent (Levinthal). Dengan dikompensasi berdasarkan atas hasil usahanya, maka agent dipandang ikut-sertakan dalam risiko yang ditanggung principal. Namun dengan berasumsi bahwa agent ialah bersifat risk-averse, sedangkan principal ialah risk-neutral, agent akan memilih kompensasi tetap dibandingkan kompensasi bersifat variabel sehingga principal akan tetap menanggung seluruh risiko. Namun demikian, kompensasi tetap yang dipilih oleh agent akan mengarah ke usaha kerja yang sangat rendah. Di sisi lain, jika agent memilih menanggung semua risiko, maka principal akan membayarkan kepadanya premi risiko tambahan. Masalah utamanya menurut Grossman & Hart (1983) melalui analisisnya mengenai skema insentif yang optimal dengan mempertimbangkan preferensi risiko dari agent dan principal ialah *trade-off* antara alokasi risiko yang optimal. Sebagai tambahan menurut Williamson (1990), masalah lainnya ialah motivasi dari agent untuk bertindak atas dasar kepentingan principal.

4. *Trade-off* inilah yang mengarah ke apa yang dinamakan sebagai *agency cost* dalam bentuk kerugian residual atau disutilitas yang diamban principal akibat dari skema

motivasi optimal yang dipilihnya untuk diberikan ke agent yang sebenarnya merupakan alternatif solusi terbaik yang kedua (*second-best solution*) dibandingkan dengan situasi di mana principal dapat dengan sempurna mengamati usaha kerja agent (yang merupakan *first-best solution*). Terkait dengan kerugian residual atau disutilitas ini maka literatur mengenai AT terutama Jensen & Meckling (1976) telah mendiferensiasikan antara biaya monitoring serta *bonding costs* dari kerugian residual. Di mana apabila biaya monitoring terkait dengan usaha principal untuk mengurangi perilaku oportunistik oleh agent, maka *bonding costs* yang ditanggung oleh agent muncul dalam hubungannya dengan keinginan principal untuk mengikat (*bonding*) perilaku dari agent dalam rangka memberikan jaminan finansial kepada principal apabila agent tidak memenuhi kontrak yang telah disepakati dengan principal. *Bonding costs* baik dalam bentuk moneter atau non-moneter dalam banyak kasus bersifat positif karena agent tidak akan mampu untuk menjamin keputusan yang optimal demi mencapai keinginan principal dengan tanpa biaya (*zero cost*). Hal ini mengimplikasikan meskipun principal akan selalu berusaha memaksimalkan labanya, namun principal juga harus menawarkan suatu kontrak yang dapat menjamin utilitasnya serta akan memberikannya keuntungan apabila principal menerima kontrak alternatif kepada agent. Ringkasnya dalam rangka untuk menciptakan hubungan principal-agent yang optimal, maka penting untuk merancang kontrak yang mampu untuk menyelaraskan alokasi risiko dengan pengaruh insentif. Dari uraian sebelumnya, nampak bahwa perilaku oportunistik oleh agent ialah masalah utama yang dibahas dalam AT. Masalah ini terutama relevan apabila konflik kepentingan dikaitkan dengan asimetri informasi, dimana asimetri informasi di sini harus dipahami bukanlah merupakan masalah apabila informasi tidak memiliki biaya. Namun fakta menunjukkan bahwa setiap informasi memerlukan biaya tertentu, sehingga asimetri informasi serta ditambah pula oleh

bounded rationality dari setiap individual mengarah kepada ketidaklengkapan kontrak seperti yang dinyatakan oleh Hart & Holmström (1987) setelah membahas teori-teori dari kontrak karena agent biasanya tidak mau untuk memberikan informasi yang dimilikinya, selain daripada kedua belah pihak tidak mampu untuk mengetahui factor- faktor eksternal yang dapat mempengaruhi hasilnya.

2.1.4 Contracting Theory

Teori kontrak (*contracting theory*) yang dipelopori oleh Ross (1973), Mirrlees (1974, 1976) dan Holmstrom (1979) menegaskan bahwa perusahaan adalah merupakan suatu kumpulan kontrak, yaitu kontrak antara manajemen dengan pemilik perusahaan, kontrak antara manajemen dengan karyawan, pemasok, dan kreditur. Dalam literatur, kelompok seperti manajer disebut sebagai *agent* dan kelompok seperti pemegang saham disebut *principal*. Suatu permasalahan timbul disebabkan agen bertindak dalam kepentingan terbaik bagi dirinya, dan tidak dalam kepentingan terbaik dari para pemegang saham (Sung, 2001). Jensen dan Meckling, 1976 menegaskan bahwa adanya pemisahan antara fungsi kepemilikan dan fungsi pengelolaan dalam hubungan keagenan sering menimbulkan *agency problems*. Pemilik lebih tertarik untuk memaksimumkan *return* dan harga sekuritas dari investasinya, sedangkan manajer mempunyai kebutuhan psikologis dan ekonomi yang luas, termasuk memaksimumkan kompensasinya.

Jensen dan Meckling (1976) mendefinisikan hubungan keagenan sebagai sebuah kontrak, yang mana satu atau lebih *principal* menyewa orang lain (*agent*) untuk melakukan beberapa jasa bagi kepentingan mereka dengan mendelegasikan beberapa kewenangan untuk membuat keputusan. Konflik kepentingan akan muncul dari pendelegasian tugas yang diberikan kepada *agent*, yaitu *agent* tidak dalam kepentingan untuk memaksimumkan kesejahteraan pemilik, tetapi mempunyai kecenderungan untuk mengejar kepentingan sendiri dengan mengorbankan

kepentingan pemilik. Hubungan kontraktual ini biasanya dilakukan dengan menggunakan angka-angka akuntansi yang dinyatakan dalam laporan keuangan sebagai dasarnya. Scott (2000) menegaskan bahwa pendesainan kontrak yang tepat untuk menselaraskan kepentingan agen dan prinsipal bilamana terjadi konflik kepentingan, adalah menjadi esensi dari teori keagenan.

Teori keagenan dibangun berdasarkan tiga asumsi (Eisenhardt, 1989), yaitu: asumsi sifat manusia (*human assumptions*), asumsi keorganisasian (*organizational assumptions*), dan asumsi informasi (*information assumptions*). Asumsi sifat manusia dikelompokkan menjadi tiga, yaitu: (1) *self-interest*, yaitu sifat manusia untuk mengutamakan kepentingan diri sendiri, (2) *bounded-rationality*, yaitu sifat manusia yang memiliki keterbatasan rasionalitas, dan (3) *risk aversion*, yaitu sifat manusia yang lebih memilih mengelak dari risiko. Asumsi keorganisasian dikelompokkan menjadi tiga, yaitu: (1) konflik sebagian tujuan antar partisipan, (2) efisiensi sebagai suatu kriteria efektivitas, dan (3) asimetri informasi antara pemilik dan agen. Asumsi informasi merupakan asumsi yang menyatakan bahwa informasi merupakan suatu komoditas yang dapat dibeli. Teori keagenan lebih menekankan pada penentuan pengaturan kontrak yang efisien dalam hubungan pemilik dengan agen. Kontrak yang efisien adalah kontrak yang jelas untuk masing-masing pihak yang berisi tentang hak dan kewajiban, sehingga dapat meminimumkan konflik keagenan.

Ross (1973) menegaskan bahwa permasalahan *principal-agent* muncul ketika terdapat *asymmetric information* dari *agent* terhadap *principal*. Informasi tidak simetris ini dapat terjadi berupa kegiatan maupun informasi. Masalah yang berkaitan dengan kegiatan dinamakan *hidden action*, sedangkan masalah yang berkaitan dengan informasi disebut *hidden information*. *Hidden action* akan memunculkan *moral hazard* dan *hidden information* akan memunculkan *adverse selection*. Sejalan dengan itu, Sung (2001) menyatakan bahwa terdapat banyak sumber yang potensial untuk

terjadinya permasalahan *corporate moral hazard*, diantaranya adalah: (1) para manajer mungkin menginvestasikan keuntungan perusahaan dalam proyek-proyek dengan nilai yang rendah untuk memperluas kerajaan mereka; (2) para manajer mungkin membayar mereka sendiri terlalu mahal dan menerima penghasilan tambahan yang sangat tinggi, mahal dan menghambur-hamburkan; (3) para manajer mungkin menjalankan secara terus-menerus dalam suatu cara untuk mengejar tujuan tujuan pribadinya daripada memaksimalkan nilai perusahaan; (4) para manajer mungkin menolak usaha-usaha untuk meningkatkan kekuatan operasi-operasi yang menguntungkan, terutama penolakan terhadap pengambilalihan yang mengancam jabatan-jabatan mereka.

Dengan demikian, terdapat dua kondisi utama untuk suatu permasalahan moral hazard muncul diantara principal dan agent. Kedua permasalahan utama tersebut adalah: (1) konflik dari kepentingan, dan (2) ketidakmampuan untuk menuliskan kontrak-kontrak yang dapat dilaksanakan yang meliputi seluruh elemen penting dari berbagai transaksi (Sung, 2001). Jensen dan Meckling (1976) menawarkan dua cara yang dapat dilakukan oleh para pemilik modal untuk mengurangi risiko yang diakibatkan oleh tindakan manajer yang merugikan (*moral hazard problem*). Kedua cara tersebut adalah: pemilik modal melakukan pengawasan (*monitoring*) dan manajer sendiri melakukan pembatasan atas tindakan-tindakannya (*bonding*).

Selanjutnya, Sung (2001) menambahkan *explicit incentive contracts* sebagai cara ketiga untuk mencegah munculnya permasalahan moral hazard, selain *monitoring dan bonding*. Sung (2001) berpendapat bahwa seringkali kegiatan monitoring adalah terlalu mahal, dan sangat tidak mungkin untuk memonitor segala tindakan para manajer secara individual dalam berbagai aktivitasnya. Tetapi, adalah masih dimungkinkan untuk mengukur hasil (*outcome*) dari tindakan-tindakan dan usaha-usaha manajerial, walaupun hubungan sempurna diantara tindakan-tindakan yang tidak dapat diamati

dan hasil-hasil yang dapat diketahui adalah jarang terjadi. Principal mungkin dapat menggunakan *outcome* untuk menyediakan agen berbagai insentif agar bekerja untuk kepentingan-kepentingan principal melalui hasil-hasil yang baik dan menguntungkan. Sebagai contoh, dalam praktek, *explicit incentive contracts* adalah dibentuk berdasarkan pemberian bonus yang tergantung atas variasi-variasi kuantitatif dari kinerja akuntansi, seperti *earnings per share (EPS)*, *return on equity (ROE)*, *return on asset (ROA)*, *economic value added (EVA)*, dan kinerja akuntansi lainnya.

2.1.5 Teori Stakeholders

Teori ini pada awalnya muncul karena adanya perkembangan kesadaran dan pemahaman bahwa perusahaan memiliki *stakeholder*, yaitu pihak-pihak yang berkepentingan dengan perusahaan. Ide bahwa perusahaan memiliki *stakeholder* ini kemudian menjadi hal yang banyak dibicarakan dalam literature literatur manajemen baik akademis maupun profesional. Studi yang pertama kali mengemukakan mengenai *stakeholder* adalah *Strategic Management: A Stakeholder Approach* oleh Freeman (1984). Sejak itu banyak sekali studi yang membahas mengenai *konsep stakeholder*. Konsep tanggung jawab sosial perusahaan telah mulai dikenal sejak awal 1970, yang secara umum dikenal dengan *stakeholder theory* artinya sebagai kumpulan kebijakan dan praktik yang berhubungan dengan *stakeholder*, nilai-nilai, pemenuhan ketentuan hukum, penghargaan masyarakat dan lingkungan, serta komitmen dunia usaha untuk berkontribusi dalam pembangunan secara berkelanjutan. *Stakeholder theory* dimulai dengan asumsi bahwa nilai secara eksplisit dan tak dipungkiri merupakan bagian dari kegiatan usaha (Freeman dkk., 2004). Teori *stakeholder* mengatakan bahwa perusahaan bukanlah entitas yang hanya beroperasi untuk kepentingannya sendiri, namun harus memberikan manfaat bagi *stakeholder* (pemegang saham, kreditor, konsumen, supplier, pemerintah, masyarakat, analis dan pihak lain).

Dengan demikian, keberadaan suatu perusahaan sangat dipengaruhi oleh dukungan yang diberikan oleh *stakeholder* kepada perusahaan tersebut (Ghozali & Chariri, 2007). Degan (2004) menyatakan bahwa *stakeholder theory* adalah "Teori yang menyatakan bahwa semua *stakeholder* mempunyai hak memperoleh informasi mengenai aktivitas perusahaan yang dapat memengaruhi pengambilan keputusan mereka. Para *stakeholder* juga dapat memilih untuk tidak menggunakan informasi tersebut dan tidak dapat memainkan peran secara langsung dalam suatu perusahaan." Budimanta, Prasetijo, & Rudito (2008) menyatakan bahwa terdapat dua bentuk dalam pendekatan *stakeholder* yaitu *old-corporate relation* dan *new-corporate relation*. *Old-corporate relation* menekankan pada bentuk pelaksanaan aktivitas perusahaan secara terpisah, yang menunjukkan bahwa tidak terdapat kesatuan di antara fungsi dalam sebuah perusahaan ketika melakukan pekerjaannya. Hubungan perusahaan dengan pihak di luar perusahaan juga bersifat jangka pendek dan hanya sebatas hubungan transaksional saja tanpa ada kerjasama untuk menciptakan kebermanfaatn bersama. Pendekatan *old-corporate relation* ini dapat menimbulkan konflik karena perusahaan memisahkan diri dengan para *stakeholder* baik yang berasal dari dalam perusahaan dan dari luar perusahaan. Sedangkan, pendekatan *new-corporate relation* menekankan kolaborasi antara perusahaan dengan seluruh *stakeholder* sehingga perusahaan bukan hanya menempatkan dirinya sebagai bagian yang bekerja secara sendiri dalam sistem sosial masyarakat.

Hubungan perusahaan dengan *stakeholder* di dalam perusahaan dibangun berdasarkan konsep kebermanfaatannya yang membangun kerjasama dalam menciptakan kesinambungan usaha perusahaan, sedangkan hubungan dengan *stakeholder* di luar perusahaan didasarkan pada hubungan yang bersifat fungsional yang bertumpu pada kemitraan. Perusahaan selain menghimpun kekayaan juga berusaha bersama-sama membangun kualitas kehidupan dengan *stakeholder* di luar

perusahaan. Tungal (2008) menyatakan bahwa teori stakeholder dapat dilihat dalam tiga pendekatan:

1. Deskriptif Pendekatan deskriptif pada intinya menyatakan bahwa, *stakeholder* secara sederhana merupakan deskripsi yang realitas mengenai bagaimana sebuah perusahaan beroperasi. Teori *stakeholder* dalam pendekatan deskriptif, bertujuan untuk memahami bagaimana manajer menangani kepentingan stakeholder dengan tetap menjalankan kepentingan perusahaan. Manajer dituntut untuk mengalokasikan energi mereka terhadap seluruh pemangku kepentingan, tidak hanya terhadap pemilik perusahaan saja.
2. Instrumental, Teori *stakeholder* dalam pendekatan instrumental menyatakan bahwa, salah satu strategi pihak manajemen perusahaan untuk menghasilkani kinerja perusahaan yang lebih baik adalah dengan memperhatikan para pemangku kepentingan. Hal ini didukung oleh bukti empiris yang diungkapkan oleh Lawrence & Weber (2008), yang menunjukkan bahwa setidaknya lebih dari 450 perusahaan yang menyatakan komitmennya terhadap pemangku kepentingan dalam laporan tahunnya memiliki kinerja keuangan yang lebih baik dibandingkan dengan perusahaan yang tidak memiliki komitmen. Pendekatan instrumental bertujuan untuk mempelajari konsekuensi yang ditanggung perusahaan, dengan melihat dari pengelolaan hubungan stakeholder dan berbagai tujuan tata kelola perusahaan yang telah dicapai.
3. Normatif teori *stakeholder* dalam pendekatan normatif menyatakan bahwa setiap orang atau kelompok yang telah memberikan kontribusi terhadap nilai suatu perusahaan memiliki hak moral untuk menerima imbalan (*rewards*) dari perusahaan, dan hal ini menjadi suatu kewajiban bagi manajemen untuk memenuhi apa yang menjadi hak para pemangku kepentingan. Pendekatan

normatif juga bertujuan untuk mengidentifikasi pedoman moral atau filosofis terkait dengan aktivitas ataupun manajemen perusahaan.

Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa *stakeholder theory* merupakan suatu teori yang mempertimbangkan kepentingan kelompok *stakeholder* yang dapat memengaruhi strategi perusahaan. Pertimbangan tersebut memunyai kekuatan karena *stakeholder* adalah bagian perusahaan yang memiliki pengaruh dalam pemakaian sumber ekonomi yang digunakan dalam aktivitas perusahaan. Strategi *stakeholder* bukan hanya kinerja dalam finansial namun juga kinerja sosial yang diterapkan oleh perusahaan. *Corporate Sosial Responsibility* merupakan strategi perusahaan untuk memuaskan keinginan para *stakeholder*, makin baik pengungkapan *Corporate Sosial Responsibility* yang dilakukan perusahaan maka *stakeholder* akan makin terpuaskan dan akan memberikan dukungan penuh kepada perusahaan atas segala aktivitasnya yang bertujuan menaikkan kinerja dan mencapai laba.

Stakeholder theory mengatakan bahwa perusahaan bukanlah entitas yang hanya beroperasi untuk kepentingannya sendiri namun harus memberikan manfaat bagi *stakeholder*-nya (pemegang saham, kreditur, konsumen, supplier, pemerintah, masyarakat, analis, dan pihak lain). Dengan demikian, keberadaan suatu perusahaan sangat dipengaruhi oleh dukungan yang diberikan oleh *stakeholder* kepada perusahaan tersebut (Ghozali & Chariri, 2007).

Gray, dkk., (1995) dalam Ghozali & Chariri (2007) menyatakan bahwa kelangsungan hidup perusahaan tergantung pada dukungan *stakeholders* dan dukungan tersebut harus dicari, sehingga aktivitas perusahaan adalah untuk mencari dukungan tersebut. Teori *Stakeholder* Freeman (1984) dalam Roberts (1992) mendefinisikan *stakeholder* seperti sebuah kelompok atau individual yang dapat memberi dampak atau terkena dampak oleh hasil tujuan perusahaan. *Stakeholders* adalah para pemangku kepentingan, yaitu pihak atau kelompok yang berkepentingan,

baik langsung maupun tidak langsung, terhadap eksistensi atau aktivitas perusahaan, dan karenanya kelompok tersebut memengaruhi dan/atau dipengaruhi oleh perusahaan. *Stakeholder* termasuk di dalamnya yaitu *stockholders, creditors, employees, customers, suppliers, public interest groups, dan governmental bodies* (Roberts, 1992).

Stakeholder pada dasarnya dapat mengendalikan atau memiliki kemampuan untuk memengaruhi pemakaian sumber-sumber ekonomi yang digunakan perusahaan. Oleh karena itu, *power stakeholder* ditentukan oleh besar kecilnya *power* yang dimiliki *stakeholder* atas sumber tersebut. *Power* tersebut dapat berupa kemampuan untuk membatasi pemakaian sumber ekonomi yang terbatas (modal dan tenaga kerja), akses terhadap media yang berpengaruh, kemampuan untuk mengatur perusahaan, atau kemampuan untuk memengaruhi konsumsi atas barang dan jasa yang dihasilkan perusahaan (Ghozali & Chariri, 2007).

Roberts (1992) memaparkan bahwa perkembangan konsep *stakeholder* dibagi menjadi tiga yaitu model perencanaan perusahaan, kebijakan bisnis dan *corporate social responsibility*. Pengungkapan tanggung jawab sosial dan lingkungan merupakan bagian dari komunikasi antara perusahaan dengan *stakeholder*-nya. Oleh karena itu, ketika *stakeholder* mengendalikan sumber ekonomi yang penting bagi perusahaan, maka perusahaan akan bereaksi dengan cara yang memuaskan keinginan *stakeholder* (Ghozali & Chariri, 2007).

Teori *stakeholder* secara eksplisit mempertimbangkan akan dampak kebijakan pengungkapan perusahaan ketika ada perbedaan kelompok *stakeholder* dalam sebuah perusahaan. Pengungkapan informasi oleh perusahaan dijadikan alat manajemen untuk mengelola kebutuhan informasi yang dibutuhkan oleh berbagai kelompok (*stakeholders*). Oleh karena itu, manajemen mengungkapkan informasi tanggung jawab sosial dan lingkungan ini dalam rangka mengelola *stakeholder* agar perusahaan

mendapatkan dukungan dari mereka. Dukungan tersebut dapat berpengaruh terhadap kelangsungan hidup perusahaan (Gray, dkk., 1995).

Teori *stakeholder* menyatakan bahwa perusahaan memiliki pihak-pihak yang memiliki kepentingan terhadap perusahaan. Pihak-pihak ini dapat meliputi investor dan pihak-pihak non investor seperti pelanggan, karyawan, pemasok, masyarakat sekitar, dan pemerintah (Robbins dan Coulter, 2007). Menurut teori ini, perusahaan memiliki kontrak dengan *stakeholder*-nya. Dengan demikian, *stakeholder* memegang peranan penting dalam menentukan kesuksesan perusahaan. Salah satu faktor penting dalam teori *stakeholder* adalah adanya perbedaan antara *explicit dan implicit claim*. *Explicit claim* direfleksikan oleh garansi produk, kontrak harga, dan kontrak upah. Sedangkan *implicit claim* dapat menjadi terlalu ambigu untuk dituangkan ke dalam bentuk tertentu. Beberapa contoh dari *implicit claim* adalah kemampuan perusahaan untuk menyediakan layanan, mempekerjakan karyawan tanpa kontrak, dan melanjutkan sumber pasokan tanpa negosiasi baru. *Explicit dan implicit claim* dapat mempengaruhi tingkat pendapatan perusahaan. Akan tetapi *implicit claim* memiliki risiko yang lebih tinggi bagi perusahaan apabila tidak dipenuhi dibandingkan *explicit claim*

Pengertian teori *stakeholder* menurut Freeman dan Reed (Ulum, 2009) adalah sekelompok orang atau individu yang diidentifikasi dapat mempengaruhi kegiatan perusahaan ataupun dapat dipengaruhi oleh kegiatan perusahaan. De Wit dan Meyer (Duran dan Radojicic, 2004, p14) berpendapat bahwa para pemegang saham, para pekerja, para supplier, bank, para customer, pemerintah, dan komunitas memegang peranan penting dalam organisasi (berperan sebagai *stakeholder*), untuk itu korporasi harus memperhitungkan semua kepentingan dan nilai-nilai dari para *stakeholdernya*. Manajer diharapkan dapat melakukan aktivitas-aktivitas yang dianggap penting oleh *stakeholder* mereka, dan melaporkan aktivitas-aktivitas tersebut. Artinya perusahaan perlu menerapkan tanggung jawabnya terhadap para *stakeholdernya* dan juga

menerapkan *good corporate governance* (Freeman et.al, 2010, p195). Teori ini juga menyatakan perusahaan akan memilih secara sukarela dalam pengungkapan informasi kinerja lingkungan, sosial, dan intelektual mereka, melebihi dan diatas permintaan wajibnya, untuk memenuhi ekspektasi sesungguhnya atau yang diakui oleh *stakeholder*.

Tujuan utamanya adalah membantu manajer korporasi untuk mengerti lingkungan *stakeholder* mereka dan melakukan pengelolaan dengan lebih efektif diantara keberadaan hubungan-hubungan dilingkungan perusahaan mereka serta menolong manajer korporasi dalam meningkatkan nilai dari dampak aktivitas-aktivitas mereka dan meminimalkan kerugian bagi *stakeholder*-nya. Lebih lanjut lagi menurut Helena dan Therése, (2005, p8) masyarakat merupakan *stakeholder* terpenting bagi perusahaan dan media memegang peranan penting dalam mengkomunikasikan aktivitas-aktivitas perusahaan kepada para *stakeholder*.

Media juga memiliki kekuatan untuk membeberkan informasi perusahaan, apabila perusahaan melakukan tindakan yang tidak pantas, maka media akan membeberkan keburukan perusahaan tersebut. Sehingga perusahaan perlu menerapkan prinsip *good corporate governance* dan *corporate social responsibility* untuk menjaga reputasi dihadapan *stakeholder*-nya.

2.1.6 Nilai Perusahaan

Secara normatif tujuan dari pengelolaan keuangan perusahaan adalah untuk meningkatkan nilai perusahaan, yang tercermin dari harga pasar sahamnya (Fama, 1978; Wright dan Ferris, 1997; Walker 2000; dan Qureshi, 2006). Meningkatkan nilai perusahaan berarti memaksimalkan kekayaan atau kesejahteraan para pemegang saham (Martin, et al., 1994). Tujuan perusahaan itu dapat dicapai melalui pelaksanaan fungsi-fungsi manajemen keuangan dengan hati-hati dan tepat, mengingat setiap keputusan keuangan yang diambil akan mempengaruhi keputusan keuangan yang lain

yang berdampak terhadap nilai perusahaan (Jensen dan Smith, 1994; Fama dan French, 1998). Pengelolaan keuangan perusahaan menyangkut penyelesaian atas keputusan penting yang diambil perusahaan, antara lain keputusan investasi, pendanaan, dan kebijakan dividen. Suatu kombinasi yang optimal atas ketiga keputusan itu akan memaksimalkan nilai perusahaan, dengan demikian keputusan keputusan tersebut adalah saling berkaitan satu dengan lainnya (Mbodja dan Mukhrejee, 1994; dan Qureshi, 2006).

Teori organisasi dan korporasi modern dari Marshal (1820, dalam Berle dan Means, 1933) telah banyak diterapkan dalam perusahaan-perusahaan besar dan modern sampai saat ini. Teori ini menyatakan bahwa dalam suatu organisasi harus terdapat pemisahan yang tegas antara aktivitas pengendalian dengan aktivitas operasional, dalam hal ini harus terdapat pemisahan antara *Board of Directors* sebagai representasi dari pemegang saham yang melakukan fungsi pengendalian atas operasional perusahaan dan *Board of Management*–CEO sebagai pihak yang menjalankan operasional perusahaan. Perkembangan selanjutnya, teori keagenan (*agency theory*) menyatakan bahwa perusahaan yang memisahkan fungsi pengelolaan dengan fungsi kepemilikan akan rentan terhadap konflik keagenan (Jensen dan Meckling, 1976). Hal ini disebabkan dengan adanya pemisahan peran antara pemegang saham sebagai prinsipal dan manajer sebagai agen, maka manajer pada akhirnya akan memiliki hak pengendalian yang signifikan dalam hal bagaimana mereka mengalokasikan dana investor (Jensen dan Meckling, 1976; Eisenhardt, 1989; dan Shleifer dan Vishny, 1997). Asumsi dasar dalam *agency theory* adalah bahwa manajer akan bertindak secara oportunistik dengan mengambil keuntungan untuk kepentingan pribadi sebelum memenuhi kepentingan para pemegang saham.

Perilaku oportunistik manajerial dalam kaitannya dengan pencapaian nilai perusahaan, dapat digambarkan melalui fungsi-fungsi pengelolaan keuangan

perusahaan, yaitu fungsi investasi, fungsi pendanaan, dan fungsi dalam menjalankan kebijakan dividen. Jensen (1986) berpendapat bahwa manajer pada perusahaan publik memiliki insentif untuk melakukan ekspansi melebihi ukuran optimal, meskipun ekspansi tersebut dilakukan pada proyek yang memiliki *net present value* (NPV) negatif. Kondisi *overinvestment* ini dilakukan dengan menggunakan dana internal yang dihasilkan oleh perusahaan dalam bentuk *free cash flow*. Masalah *free cash flow* merujuk pada aktivitas manajer yang lebih menyukai melakukan investasi (meskipun dengan NPV negatif) dari pada membaginya dalam bentuk dividen. 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, Bethel dan Julia (1993). Hasil penelitian Grand Jammine dan Thomas sebagaimana dikutip oleh Bethel dan Julia (1993), menunjukkan bahwa manajer dari perusahaan publik cenderung untuk memperluas dan melakukan diversifikasi perusahaan, walaupun hal itu tidak meningkatkan nilai perusahaan.

Managerial opportunism hypothesis sebagaimana diungkapkan oleh Jensen (1986), menyatakan bahwa para manajer mempunyai kecenderungan untuk menahan cash, menyediakan mereka untuk mengkonsumsi lebih banyak penghasilan tambahan, menggunakan dalam membangun kerajaan, dan menginvestasikan dalam proyek-proyek dan pendapatan yang mungkin meningkatkan gengsi pribadi mereka tetapi tidak bermanfaat bagi para pemegang saham (Jiraporn dan Ning, 2006). Disamping itu manajer juga mempunyai kecenderungan untuk menggunakan hutang yang tinggi bukan atas dasar maksimisasi nilai perusahaan, melainkan untuk kepentingan oportunistik mereka. Hal ini akan mengakibatkan beban bunga pinjaman dan risiko kebangkrutan perusahaan meningkat, karena *agency cost of debt* semakin tinggi. Meningkatnya biaya keagenan tersebut pada akhirnya akan berpengaruh pada

penurunan nilai perusahaan. Dengan demikian perilaku *oportunistik manajerial* tidak menciptakan atau meningkatkan nilai perusahaan, tetapi sebaliknya akan merusak atau menurunkan nilai perusahaan.

Teori keagenan menyatakan bahwa *agency problem* dapat diatasi dengan melakukan beberapa mekanisme kontrol salah satunya adalah dengan meningkatkan *dividend payout ratio*, yang akan mengakibatkan tidak tersedia cukup banyak *free cash flow* dan manajemen terpaksa mencari pendanaan dari luar untuk membiayai investasinya (Crutchley dan Hansen, 1989). Rozeff (1982) mengemukakan bahwa pembayaran dividen adalah salah satu cara untuk mengurangi *agency cost of equity* karena konflik antara manajemen dengan pemegang saham akan berkurang. Pembayaran dividen menunjukkan bahwa manajemen mengelola perusahaan dengan baik dan dapat menjadi signal yang positif bagi para pemegang saham untuk reinvestasi dalam perusahaan. Rozeff (1982) dan Easterbrook (1984) menjelaskan bahwa pembayaran dividen akan mengurangi sumber-sumber dana yang dikendalikan oleh manajer, sehingga mengurangi kekuasaan manajer dan membuat pembayaran dividen mirip dengan *monitoring capital market* yang terjadi jika perusahaan memperoleh modal baru dari pihak eksternal, sehingga mengurangi biaya keagenan.

Pembayaran dividen dipahami dapat mengurangi permasalahan keagenan, namun penelitian yang membahas hubungan langsung antara dividen dan nilai perusahaan sampai saat ini hasilnya masih ambigu (Jensen dan Smith, 1984). Miller dan Modigliani (1961) mengemukakan bahwa dengan asumsi pasar sempurna, perilaku rasional dan kepastian yang sempurna, menemukan hubungan bahwa nilai perusahaan dan kebijakan dividen adalah tidak relevan. Hasil-hasil penelitian Black dan Scholes (1974), Miller dan Scholes (1978), dan Jose dan Stevens (1989) mendukung argumentasi *dividend irrelevant theory* ini. Bagaimanapun, dalam praktek-praktek di pasar secara nyata, ditemukan bahwa kebijakan dividen nampaknya

hubungan antara berbagai partisipan dalam perusahaan yang menentukan arah dan kinerja perusahaan.

Survei yang dilakukan oleh Mc Kinsey dan Co (2002) menunjukkan bahwa *corporate governance* telah menjadi perhatian utama investor, khususnya pada pasar pasar yang sedang berkembang. Investor akan cenderung menghindari perusahaan perusahaan yang memiliki penerapan *corporate governance* yang buruk. Penerapan struktur kepemilikan dapat dicerminkan dalam nilai perusahaan yang dilihat dari harga saham perusahaan yang bersangkutan. Menurut Black et al. (2002), alternatif penjelasan atas hubungan antara praktek struktur kepemilikan dengan nilai perusahaan menurut penelitian tersebut adalah *signaling dan endogeneity*. Dalam *signaling*, praktek *corporate governance* menyebabkan peningkatan nilai perusahaan karena penerapan *corporate governance* yang baik akan memberikan sinyal positif. Sedangkan *endogeneity* adalah perusahaan yang nilai pasar tinggi (dengan alasan apapun) cenderung menerapkan *corporate governance* lebih baik.

Penelitian dari Black et al. (2002) di atas didukung antara lain oleh Chhaochharia dan Grinstein (2006). Silveira dan Barros (2007); Dharmapala dan Khanna (2008); Garay dan González (2008); Sedangkan penelitian lainnya yang dilakukan oleh: Tang (2007); Javed dan Iqbal (2007); Bøhren dan Ødegaard (2004); Utama dan Cynthia (2005) menunjukkan hasil yang tidak konsisten. Javed dan Iqbal (2007) menunjukkan bahwa kecukupan tingkat *governance* perusahaan tidak dapat menggantikan kondisi yang sesungguhnya dari perusahaan. Rendahnya tingkat produksi dan praktek-praktek manajemen yang buruk tidak dapat ditutupi dengan pengungkapan yang jelas dan standar-standar transparansi. Bøhren dan Ødegaard (2004) menyarankan bahwa mekanisme *corporate governance* adalah independen dan memungkinkan untuk dianalisis secara satu demi satu atau secara keseluruhan, temuan-temuan tergantung

kepada proksi dari kinerja yang digunakan dan tergantung pula kepada pemilihan dari instrumen dalam persamaan-persamaan simultan.

2.1.7 Struktur Kepemilikan Saham

Teori manajemen keuangan telah banyak membuktikan bahwa kepemilikan saham akan berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Hal ini sekaligus mematahkan paradigma lama yang mengatakan sebaliknya. Bukti teoritis maupun empiris secara awal telah ditunjukkan oleh Berle dan Means (1933) dalam Navissi dan Naiker (2006); dan Jensen dan Meckling (1976), yang menemukan bukti bahwa nilai perusahaan merupakan fungsi dari distribusi dengan proporsi tertentu atas kepemilikan oleh *insiders* dan *outsiders*. Hasil penelitian ini selanjutnya juga didukung oleh Romano (1996) dalam Navissi dan Naiker (2006); dan Cyert et al. (1998) dalam Navissi dan Naiker (2006), yang menemukan bukti bahwa kepemilikan tunggal dan dominan (*blockholder*) memiliki pengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Dalam hal ini Holderness dan Sheehan (1988) secara spesifik menemukan pengaruh positif signifikan *blockholder* terhadap return saham di pasar saham. Disamping return saham, beberapa penelitian mencoba menggunakan proxy berdasarkan penghitungan akuntansi (*accounting based value*) sebagai ukuran nilai perusahaan. Crystal (1991) dalam Navissi dan Naiker (2006); Jensen (1993) dan Byrne (1996) menemukan bahwa semakin tinggi kepemilikan *insiders* maka semakin tinggi nilai perusahaan, yang ditunjukkan dengan semakin tingginya nilai *Tobin's q*. Bukti empiris tersebut juga didukung oleh McConnell dan Servaes (1990).

Teori keagenan (*agency theory*) oleh Jensen dan Meckling (1976) memunculkan argumentasi terhadap adanya konflik antara pemilik yaitu pemegang saham dengan manajer. Konflik tersebut muncul sebagai akibat perbedaan kepentingan diantara kedua belah pihak. Kepemilikan managerial atau kepemilikan insider kemudian dipandang sebagai mekanisme kontrol yang tepat untuk mengurangi konflik tersebut.

Dalam hal ini kepemilikan insider dipandang dapat menyamakan kepentingan antara pemilik dan manajer, sehingga semakin tinggi kepemilikan insider akan semakin tinggi pula nilai perusahaan. Namun demikian Demsetz (1983); dan Fama dan Jensen (1983) menemukan adanya titik balik (*turning point*) dalam tahap atau stage tertentu, yang menunjukkan bahwa hubungan tersebut tidak selalu linier-positif. Dalam kepemilikan insider yang relatif rendah efektifitas kontrol dan kemampuan menyamakan kepentingan antara pemilik dan manajer akan berdampak signifikan terhadap nilai perusahaan. Namun demikian pada kepemilikan insider yang tinggi dan cenderung mengarah pada kepemilikan *blockholder mekanisme* tersebut akan berkurang efektifitasnya. Kondisi ini memunculkan hipotesis Entrenchment, yang menyatakan kepemilikan insider yang tinggi akan berdampak pada munculnya kecenderungan manajer untuk bertindak demi kepentingannya sendiri. Hal ini terjadi disebabkan hak voting dan bargaining power yang semakin tinggi yang dimiliki oleh insider dalam penentuan kebijakan sehingga mengakibatkan pemilik tidak mampu menjalankan mekanisme kontrol dengan baik. Kondisi ini berdampak pada penurunan nilai perusahaan karena terjadi ketidaksamaan kepentingan antara manajer dan pemilik yaitu pemegang saham minoritas.

Shleifer dan Vishny (1986) dan Allen, Bernardo, dan Welch (2000) berpendapat bahwa investor-investor institusional yang besar itu adalah lebih mau dan mampu memonitor manajemen perusahaan dibanding dengan investor-investor institusional yang lebih kecil dan kepemilikan-kepemilikan yang tersebar. Agrawal dan Mandelker (1990) menyatakan bahwa investor institusional memiliki peran penting sebagai pengawas eksternal di pasar saham. Mereka mengemukakan pula bahwa para investor institusional memberikan jasa pengawasan yang berarti serta bertindak sebagai pembatas bagi perilaku oportunistik dari manajerial perusahaan.

Dalam hal kepemilikan manajerial, Shleifer dan Vishny (1986) menyatakan bahwa kepemilikan saham yang besar dari segi nilai ekonomisnya memiliki insentif untuk memonitor. Secara teoritis ketika kepemilikan manajemen rendah, maka insentif terhadap kemungkinan terjadinya perilaku oportunistik manajer akan manajemen (Jansen dan Meckling, 1976). Sehingga permasalahan keagenan diasumsikan akan hilang apabila seorang manajer adalah juga sekaligus sebagai seorang pemilik. Jensen dan Meckling (1976), Mao (2003), Pawlina dan Renneboog (2005), dan Chen et al. (2006) mengungkapkan bahwa untuk mengurangi *agency problem*, pihak pemegang saham dapat membatasi kegiatan agen melalui pemberian insentif yang tepat, seperti peningkatan kepemilikan saham perusahaan oleh manajemen. Hal ini dapat diartikulasikan bahwa bahwa kepemilikan manajer atas saham perusahaan adalah untuk mengatasi konflik keagenan di dalam perusahaan, karena dengan melakukan pendanaan eksternal untuk meningkatkan proporsi kepemilikan manajer atas saham perusahaan dapat memberikan insentif bagi manajer (*equity holders' risk-shifting incentive*).

Jansen dan Meckling (1976), menyatakan bahwa biaya keagenan dapat dikurangi dengan cara meningkatkan kepemilikan saham oleh pihak internal (*insider ownership*) dalam perusahaan. Kepemilikan saham oleh pihak internal, akan memaksa para manajer untuk menanggung risiko dari kekayaan yang mereka miliki sebagai konsekwensi bila melakukan kesalahan dalam mengelola perusahaan. Dengan demikian, para manajer akan semakin hati-hati dalam menempatkan dana untuk melakukan investasi, semakin hati-hati pula dalam menggunakan sumber dana untuk membiayai proyek investasi tersebut, dan berusaha meminimumkan biaya keagenan yang pada gilirannya akan meningkatkan nilai perusahaan. Beberapa peneliti yang telah membahas hubungan antara struktur kepemilikan perusahaan dengan penciptaan meningkat. Kepemilikan saham oleh pihak manajemen perusahaan

dipandang dapat menyelaraskan potensi perbedaan kepentingan antara pemegang saham luar dengan nilai nilai dan atau kinerja perusahaan adalah (Jensen dan Meckling, 1976; Cho, 1998; Iturriaga dan Sanz, 1998; Cole dan Mehran, 1998; Eisenberg et al., 1998; Banhart dan Rosenstien, 1998; Fuers dan Kang, 2000).

Struktur kepemilikan dapat dijelaskan dari dua sudut pandang (Iturriaga dan Sanz, 1998) yaitu pendekatan keagenan (*agency approach*) dan pendekatan ketidakseimbangan informasi (*asymmetric information approach*). Pendekatan keagenan menganggap struktur kepemilikan sebagai sebuah instrument untuk mengurangi konflik kepentingan diantara berbagai pemegang klaim. Pendekatan *asymmetric information* memandang mekanisme struktur kepemilikan sebagai suatu cara untuk mengurangi ketidakseimbangan informasi antara *insiders* dan *outsiders* melalui pengungkapan informasi di dalam pasar modal (Leland dan Pyle, 1997).

2.1.8 Free Cash Flow Hipotesis

Free cash flow hypothesis merupakan pengembangan yang bersifat teoritis dan yang kaya dalam pemodelan dividend sebagai suatu *signals* yang berasal dari informasi pribadi *managerial* atau *entrepreneurial*. *Free cash flow hypothesis* juga memberikan peningkatan kepada penelitian empiris untuk faktor penentu yang kuat dari teori pemberian isyarat. Khususnya, literatur empiris yang mencoba untuk menguji paradigma pemberian isyarat yang diragukan menentang suatu dasar pemikiran alternatif untuk dividen yang dikembangkan oleh Jensen (1986), yang didasarkan pada kerangka agen-pemilik. Menurut kerangka ini, dividen digunakan oleh para pemegang saham sebagai suatu alat untuk mengurangi *overinvestment* yang dilakukan oleh para manajer. Para manajer mengendalikan perusahaan; oleh karena itu, mereka akan menginvestasikan *cash* dalam proyek-proyek dengan *net present values* yang negatif, tetapi yang dapat meningkatkan kegunaan pribadi para manajer. Pembayaran dividen akan mengurangi *free cash flow* dan dengan demikian akan mengurangi ruang lingkup

para manajer untuk melakukan *overinvestment*. Easterbrook (1984) dan Jensen (1986) adalah dua orang pakar yang paling banyak bekerja untuk menguji model ini.

Easterbrook (1984) merumuskan hipotesis bahwa dividen digunakan untuk mengambil *free cash flow* dari penguasaan para manajer dan dibayarkannya kepada para pemegang saham. Hal ini memastikan bahwa para manajer itu harus mendekati pasar modal untuk memenuhi pembiayaan yang diperlukan untuk proyek-proyek yang baru. Kebutuhan untuk mendekati pasar modal memaksa suatu sikap disiplin atas para manajer, dengan demikian akan mengurangi biaya pemantauan para manajer. Tambahan pula, Easterbrook (1984) mengajukan hipotesis bahwa dengan sangat mendesaknya untuk mendekati pasar modal juga bertindak sebagai suatu serangan balasan terhadap manajer yang mempunyai sifat menghindari risiko.

Jensen (1986), menetapkan bahwa di dalam perusahaan-perusahaan dengan arus kas yang besar, para manajer akan memiliki suatu tendensi untuk menanam modal dalam proyek-proyek yang mempunyai *rate of return* rendah. Menurut Jensen, hutang dapat mencegah keadaan ini dengan mengambil *free cash flow* yang ada ditangan para manajer. Jensen menetapkan bahwa pengambilalihan dan *mergers* berlangsung ketika salah satu memperoleh atau mempunyai suatu jumlah yang besar dari *free cash flow* atau yang diperoleh mempunyai suatu *free cash flow* yang besar yang belum dibayarkan dalam bentuk dividen kas kepada para pemegang saham. Meskipun Jensen tidak berhubungan (*deal*) dengan isu dari dividend, peneliti-peneliti empiris dari kebijakan dividen sering kali menggunakan artikel Jensen untuk memotivasi pengujian-pengujian *free cash flow hypothesis* dari kebijakan dividen.

Selanjutnya Jensen (1986) menjelaskan bahwa keberadaan *cash flow* yang terlalu banyak bisa mengakibatkan kekeliruan perilaku para manajer dan munculnya keputusan-keputusan yang salah, dalam arti tidak sepenuhnya mencerminkan kepentingan para pemilik saham. Dalam kalimat lain, para manajer akan tergoda untuk

mempertahankan *cash flow* bebas itu dan akan "memainkannya". Mereka cenderung tidak akan mengalokasikannya secepat mungkin, katakanlah untuk menambah pembayaran dividen tunai.

Sementara itu, Myers dan Majluf (1984) mengembangkan kerangka pemikiran untuk mengetahui hubungan antara pembiayaan dan investasi dalam kondisi perusahaan memiliki informasi yang lebih baik daripada investor. Berdasarkan pada pemikiran bahwa penerbitan saham baru merupakan opsi dengan biaya termahal, maka perusahaan dengan *free cash flow* yang ada padanya dapat membangun *financial slack* dengan membatasi dividen yang dibayarkan untuk memanfaatkan kesempatan investasi yang ada. Kas tersebut dapat disimpan dalam bentuk *marketable securities*. *Financial slack* tersebut dapat dipergunakan untuk mengambil kesempatan investasi pada proyek yang memberikan NPV positif. Hal ini akan berdampak juga pada peningkatan harga saham. Lang, Stulz dan Walkling (1991) melakukan pengujian terhadap teori *free cash flow* yang dikemukakan oleh Jensen. Hasil penelitian menunjukkan dukungan terhadap teori *free cash flow* yang dikemukakan Jensen (1986) dimana perusahaan dengan *free cash flow* yang besar cenderung untuk memperbesar perusahaan dengan mengambil proyek dengan NPV negatif, sehingga hal ini akan mengurangi kekayaan bagi pemegang saham. Sementara itu, McCabe dan Yook (1997) melakukan penelitian untuk menguji relevansi dari teori *free cash flow* yang dikemukakan oleh Jensen (1986) dan teori Myers dan Majluf (1984). Penelitian ini mendukung teori *free cash flow* dari Jensen dan tidak mendapatkan bukti yang mendukung teori Myers dan Majluf.

2.1.9 Perilaku Oportunistik Manajerial dalam Perspektif Teori Keagenan.

Perusahaan yang memisahkan fungsi pengelolaan dengan fungsi kepemilikan akan rentan terhadap konflik keagenan. Penyebab timbulnya konflik keagenan karena para pengambil keputusan atau manajer tidak perlu menanggung risiko sebagai akibat

adanya kesalahan dalam pengambilan keputusan bisnis atau tidak dapat meningkatkan nilai perusahaan. Risiko tersebut sepenuhnya ditanggung oleh para pemilik. Karena tidak menanggung risiko dan tidak mendapat tekanan dari pihak lain dalam mengamankan investasi para pemegang saham, maka pihak manajemen cenderung untuk menyetujui pengeluaran atau pos-pos biaya yang bersifat konsumtif dan tidak produktif (Jensen dan Meckling, 1976).

Eisenhardt (1989) menyatakan bahwa teori keagenan menggunakan tiga asumsi sifat manusia yaitu: (1) manusia pada umumnya mementingkan diri sendiri (*self interest*); (2) manusia memiliki daya pikir terbatas mengenai persepsi masa mendatang (*bounded rationality*); dan (3) manusia selalu menghindari risiko (*risk averse*). Berdasarkan pada asumsi sifat dasar manusia tersebut manajer sebagai manusia akan bertindak *opportunistic*, yaitu akan mengutamakan kepentingan bagi pribadinya. Sejalan dengan itu, Gitman (1994) mengemukakan bahwa kontrol dari perusahaan modern seringkali berada di tangan manajer profesional yang bukan pemilik, ada pemisahan antara pemilik dengan pengelola. Umumnya manajer keuangan akan setuju dengan sasaran maksimisasi kesejahteraan pemilik. Tetapi kenyataan dalam praktek, bagaimanapun manajer juga berkepentingan dengan kesejahteraannya, keamanan kerjanya, gaya hidupnya dan kesenangan-kesenangan lainnya seperti menjadi anggota golf club, kendaraan mewah, kantor yang mewah dan nyaman dan lain-lain. Kepentingan tersebut membuat manajer tidak ingin mengambil risiko yang lebih besar, karena hal itu akan mengganggu posisinya dan merusak kesejahteraan pribadinya. Akibat konflik antara kedua kepentingan tersebut, keuntungan dapat menjadi tidak maksimum dan berpotensi merugikan kesejahteraan para pemilik perusahaan.

Penyebab lain konflik keagenan antara manajer dan pemegang saham adalah karena keputusan pendanaan. Pemegang saham hanya peduli terhadap risiko

sistematis (*systematic risk*) dari saham perusahaan, karena mereka melakukan investasi pada portofolio yang terdiversifikasi dengan baik. Namun manajer sebaliknya, mereka lebih berhubungan dengan risiko perusahaan secara keseluruhan. Dengan demikian, menurut teori keagenan para manajer cenderung bertindak untuk mengejar kepentingan mereka sendiri, bukan berdasarkan maksimalisasi nilai dalam pengambilan keputusan pendanaan (Jensen dan Meckling, 1976). Bathala, Moon dan Rao (1994) menyatakan bahwa dalam model keagenan yang dikemukakan oleh Jensen dan Meckling (1976), perusahaan merupakan suatu subyek terhadap meningkatnya konflik. Hal ini disebabkan karena adanya penyebaran pengambilan keputusan dan risiko yang ditanggung oleh perusahaan. Dalam konteks ini para manajer mempunyai kecenderungan untuk menggunakan kelebihan keuntungan untuk konsumsi dan perilaku oportunistik yang lain, karena mereka menerima manfaat yang penuh dari kegiatan tersebut tetapi kurang mau untuk menanggung risiko dari biaya yang dikeluarkannya. Jensen dan Meckling (1976) menyatakan hal tersebut sebagai *agency cost of equity*. Disamping itu manajer juga mempunyai kecenderungan untuk menggunakan hutang yang tinggi bukan atas dasar maksimisasi nilai perusahaan, melainkan untuk kepentingan oportunistik mereka. Hal ini akan mengakibatkan beban bunga pinjaman dan risiko kebangkrutan perusahaan meningkat, karena *agency cost of debt* semakin tinggi.

Meningkatnya biaya keagenan tersebut pada akhirnya akan berpengaruh pada penurunan nilai perusahaan. *Agency theory* sebagaimana dikutip Amihud dan Lev (1981) mengungkapkan bahwa, manajer sebagai agen dari pemegang saham tidak selalu bertindak atas nama kepentingan pemegang saham karena tujuan keduanya berbeda. Disatu 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, Bethel dan Julia (1993). Hasil penelitian Grand Jammie dan Thomas sebagaimana dikutip oleh Bethel dan Julia (1993), menunjukkan bahwa manajer dari perusahaan publik cenderung untuk memperluas dan melakukan diversifikasi perusahaan, walaupun hal itu tidak meningkatkan nilai perusahaan. Biasanya usaha diversifikasi itu dilakukan melalui pembelian *real asset* yang tidak sesuai dengan usaha utama dari perusahaan. Sicherman dan Pettway (1987) membuktikan bahwa, potensi inefisiensi dihasilkan dari diversifikasi *real asset* bukan dari konsentrasi *real asset*.

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 kesejahteranya 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 bagai 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, dimonitor. Bila hal ini terjadi tentunya tidak akan konsisten dengan tujuan memaksimalkan nilai perusahaan (Mann dan Neil, 1991).

Selanjutnya Mann dan Neil (1991) mengungkapkan bahwa apabila tindakan manajer sesuai dengan harapan investor, maka tidak terjadi masalah keagenan. Hal ini

akan diwujudkan dengan tindakan manajer yang akan mendistribusikan seluruh *free cash flow* yang ada ditangannya kepada *shareholders*. Berarti bahwa bila manajer memiliki kesamaan kepentingan dengan pemegang saham, maka manajer cenderung untuk mengurangi kas yang ada di tangannya 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 hanya memiliki nilai bagi manajer, tetapi dengan mengesampingkan produktivitasnya, dalam (Ross dan Randolph, 1988).

Berkaitan dengan teori tentang ukuran perusahaan, Marris (1964), Amihud dan Lev (1981), Jensen dan Murpy (1990) 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 risiko kebangkrutan dari pada kinerja perusahaan, dalam (Bethel dan Julia, 1993). Akibatnya menurut Marris (1964) dan Amihud dan Lev (1981) manajer termotivasi untuk menanamkan modalnya pada aspek pertumbuhan dan penurunan risiko melalui diversifikasi walaupun tindakan tersebut tidak meningkatkan kesejahteraan pemegang saham, (Bethel dan Julia, 1993). Pada kebanyakan perseroan besar, konflik keagenan yang potensial ini sangat penting, karena manajer perusahaan besar umumnya hanya memiliki saham dalam presentase yang kecil.

Dalam situasi ini, maksimisasi kekayaan pemegang saham akan mengambil tempat dibagian belakang jika muncul konflik dengan tujuan manajer. Tujuan utama para manajer adalah memaksimalkan besarnya perusahaan, karena dengan menciptakan perusahaan yang tumbuh cepat dan besar, manajer (i) meningkatkan keamanan akan pekerjaan mereka, karena kecil kemungkinan perusahaan akan diambil alih secara paksa, (ii) meningkatkan jabatan, status, dan gaji mereka, serta (iii) meningkatkan kesempatan bagi manajer tingkat bawah dan menengah. Lebih jauh, karena manajer perusahaan besar hanya memiliki saham dalam presentase yang kecil, maka mereka hanya memikirkan gaji serta kebutuhan akan barang mewah, dan menyumbangkan dana perusahaan untuk nama baik mereka, tetapi atas beban pemegang saham lainnya (Brigham dan Houston, 2001).

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 dan Julia (1993) menemukan bukti bahwa pendapatan perusahaan jatuh akibat dari perluasan diversifikasi, dan menunjukkan dari waktu ke waktu para manajer mengorbankan kinerja untuk pertumbuhan dan diversifikasi. 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*). Konflik keagenan dapat ditelusuri dari beberapa kondisi, seperti; penggunaan *free cash flow* pada aktivitas yang tidak menguntungkan (Jensen, 1986). Penggunaan *free cash flow* akan meningkatkan kekuasaan manajer dengan melakukan *over investment* dan mengkonsumsi keuntungan yang berlebihan (*consumption of excessive perquisites*) (Bhatala et al., 1994). Perbedaan keputusan investasi antara investor dan manajer dimana para investor lebih memilih proyek dengan risiko tinggi dan laba yang tinggi

tetapi manajemen lebih memilih proyek berisiko rendah untuk melindungi posisi pekerjaan mereka (Crutchley dan Hansen, 1989).

Managerial opportunism hypothesis sebagaimana diungkapkan oleh Jensen (1986), menyatakan bahwa para manajer mempunyai kecenderungan menahan cash dalam perusahaan, menyediakan kepada mereka untuk mengkonsumsi lebih banyak penghasilan tambahan, menggunakan dalam membangun kerajaan, dan menginvestasikan dalam proyek-proyek dan pendapatan yang mungkin meningkatkan gengsi pribadi mereka tetapi tidak bermanfaat lagi para pemegang saham. Perusahaan dengan hak-hak pemegang saham yang lebih lemah adalah menjadi sasaran bagi manajerial untuk lebih bersifat oportunistik sebab para manajer beroperasi pada pertimbangan mereka sendiri dengan sedikit monitoring dari pemegang saham, dalam (Jiraporn dan Ning, 2006). Jensen (1986) berargumen bahwa manajer pada perusahaan publik memiliki insentif untuk melakukan ekspansi perusahaan melebihi ukuran optimal, meskipun ekspansi tersebut dilakukan pada proyek yang memiliki *net present value* (NPV) negatif. Kondisi *overinvestment* ini dilakukan dengan menggunakan dana internal yang dihasilkan oleh perusahaan dalam bentuk *free cash flow*.

Masalah *free cash flow* merujuk pada aktivitas manajer yang lebih menyukai melakukan investasi (meskipun dengan NPV negatif) dari pada membaginya dalam bentuk dividen. Jensen menyatakan bahwa kecenderungan tindakan manajer untuk menggunakan *free cash flow* dalam aktivitas *overinvestment* didasarkan pada pemikiran sebagai berikut (Kalacur, 1994): 1) *cash retention* memberikan manajer suatu kewenangan bahwa manajer akan rugi bila perusahaan sering kali melakukan penerbitan saham kepada pasar dalam rangka membiayai investasinya; 2) meningkatnya ukuran perusahaan akan mendorong prestise dan gaji bagi manajer; dan 3) kecenderungan perusahaan untuk memberikan reward kepada manajer level

menengah dalam bentuk promosi jabatan daripada bonus uang, sehingga akan terjadi bias pada pertumbuhan perusahaan. Secara alami, semakin banyak free cash flow yang dimiliki dan sementara itu kesempatan bertumbuhnya relatif kecil, hal ini akan mendorong peningkatan masalah *free cash flow* (Michaely dan Robert, 2006).

Argumentasi teori keagenan yang berkaitan dengan restrukturisasi keuangan mengungkapkan bahwa, restrukturisasi keuangan perusahaan dapat meningkatkan nilai perusahaan dengan cara mengambil kas (*free cash flow*) dari tangan manajer dan membayarkannya kepada para pemegang saham sebagai dividen. Tindakan ini dapat mengurangi kemampuan manajer untuk melakukan ekspansi dan diversifikasi perusahaan secara berlebihan di masa yang akan datang dan memaksa para manajer untuk lebih meningkatkan efisiensi operasi, bahkan kalau memungkinkan dengan menjual unit bisnis yang tidak menguntungkan (Jensen, 1991; dalam Bethel dan Julia, 1993). Selanjutnya diungkapkan bahwa, jumlah kas (*free cash flow*) yang ada di tangan manajer dapat dikurangi dengan cara menerbitkan hutang baru yang hasilnya untuk dibayarkan kepada pemegang saham dalam bentuk deviden khusus atau pembelian kembali saham yang beredar. Tindakan terakhir ini dapat mengurangi aliran kas perusahaan di masa yang akan datang dengan meningkatkan pembayaran bunga tetap (Grossman dan Hart, 1986; Stulz 1990 dalam Bethel dan Julia, 1993).

2.1.10 Keputusan Investasi menurut teori tradisional

Perusahaan melakukan investasi pada dasarnya untuk pemeliharaan asset yang telah ada (*Asset in place*) dan investasi pada asset yang baru (*new investment*). Dalam melakukan investasi tentunya dibutuhkan pendanaan, semakin besar pendanaan yang tersedia (arus kas yang tersedia) maka diharapkan semakin banyak peluang-peluang investasi baru yang dapat direalisasikan. Dengan demikian kita harapkan terhadapat hubungan positif antara arus kas terhadap tingkat investasi. Dengan menggunakan EBITDA (*earning before interest and taxes, plus depreciation*

and amortization diskala dengan total capital) sebagai proksi atas investasi. Beberapa peneliti sebelumnya, misalnya Malmindier dan Tate (2005a;b) menemukan pengaruh positif arus kas pada investasi.

Ada dua interpretasi untuk hubungan positif ini menurut teori tradisional pertama, hubungan tersebut merupakan hubungan manipertasi masalah keagenan, dimana manajer diperusahaan yang kaya aliran kas bebas terlibat dalam pemborosan (Jensen, 1986, Stulz, 1990), kas bebas bias menjadi insentif bagi manajer untuk memperbesar kerajaan bisnis perusahaan. Manajer mempunyai inisiatif untuk berinvestasi secara berlebihan (*overinvestment*) dikarenakan adanya manfaat moneter atau non moneter yang diasosiasikan dengan ukuran perusahaan. Kedua hubungan positif ini merefleksikan ketidaksempurnaan pasar modal dimana pendanaan eksternal yang mahal membuat potensi bagi aliran kas internal untuk memperluas set peluang investasi yang mungkin didanai (Fazzari et al., 1988b; Hubbard, 1998; Myers dan Majluf, 1984).

Mungkin kepentingan manajer tidak selalu secara sempurna sejajar dengan kepentingan pemegang saham karena mungkin saja fungsi utilitas manajer tersebut merupakan fungsi dari ukuran perusahaan misalnya. Tujuan perusahaan yang dibuat oleh manajemen mungkin saja berupa *growth*, *market share* dan bukan *value*. Jika demikian khususnya maka hipotesis aliran kas bebas memprediksikan bahwa proyek investasi akan diambil selama ada *financial slack* yang positif dalam perusahaan tersebut. Sebagai konsekuensinya jika ada akas berlebihan tidak hanya investasi-investasi yang ber NPV positif, tetapi yang ber NPV negative pun mungkin juga diambil oleh manajer, maka terjadilah fenomena *overinvestment*.

Dalam pandangan keagenan para manajer yang berinvestasi berlebihan (*overinvest*) untuk meraih *private benefit* seperti membangun kerajaan yang besar. Karena pasar modal eksternal membatasi manajer yang akan melakukan investasi

yang menguntungkan dirinya, maka arus kas yang berlebih dalam perusahaan dapat menjadi godaan dan memudahkan manajer berinvestasi secara berlebihan dan meningkatkan distorsi investasi. Hipotesis *free cash flow* ini menunjukkan bahwa hubungan positif antara arus kas dan investasi pada dasarnya merupakan gejala masalah *overinvestment*. Perusahaan cenderung berinvestasi berlebihan bukan karena eksternal capital terlalu mahal tetapi karena internal capital yang terlalu murah. Manajer terkadang lebih memilih investasi yang ber NPV negative daripada harus membagikan *free cash flow* kepada investor (Jensen, 1986).

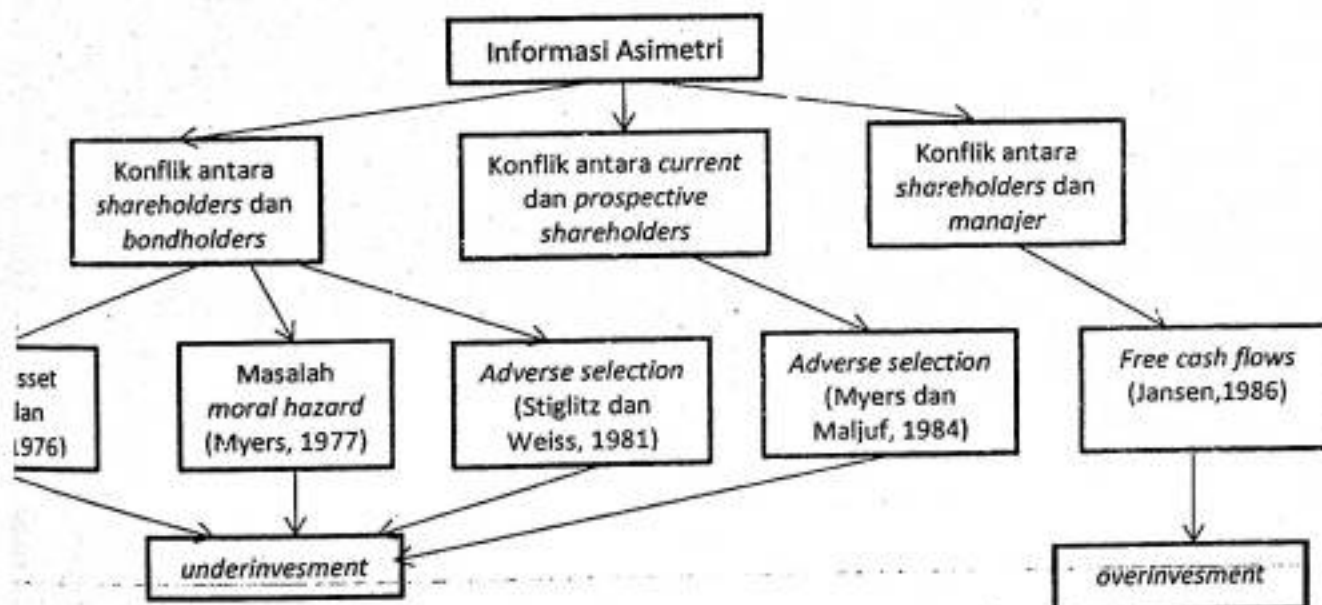
Myers dan Majluf (1984) menunjukkan bahwa biaya pendanaan eksternal adalah lebih mahal dari pada biaya pendanaan internal karena adanya masalah informasi asimetri. Hipotesis asimetri informasi mengatakan bahwa hubungan positif antara arus kas dengan investasi merupakan tipikal gejala *underinvestment*. Perusahaan cenderung melewatkan proyek-proyek ber NPV positif karena *cost* dari *eksternal capital* terlalu mahal jika dibandingkan dengan *cost* dari internal capital.

Dari sudut pandang teori *pecking order* (Myers dan Majluf, 1984) manajer seringkali bertindak *underinvestment* karena dengan asumsi ada asimetri informasi antar internal (manajer) dengan pasar, dimana pasar kurang begitu punya pengetahuan tentang kualitas perusahaan maupun proyeknya, pasar sulit membedakan mana perusahaan baik dan mana perusahaan buruk sehingga pasar meminta *risk premium* yang terlalu tinggi untuk risiko ini. Informasi asimetri bisa saja mengarah pada penolakan peluang-peluang investasi yang bagus karena pendanaan eksternal terlalu mahal bagi manajemen perusahaan. Sebagai akibatnya sebagian peluang proyek investasi yang bagus menjadi tidak begitu profitable untuk menutupi biaya pendanaan eksternal yang begitu mahal, dan peluang investasi bagus itu akhirnya dilewatkan begitu saja oleh manajemen. Konsekuensinya beberapa proyek

ber NPV positif hanya akan diambil jika pendanaan internal tersedia secara memadai atau perusahaan tidak terkendala pendanaan.

Dalam pasar modal yang tak sempurna keputusan investasi dan keputusan pendanaan adalah tidak independen. Ketidaksempurnaan pasar misalnya akibat asimetri informasi dan *agency cost* dapat mengarah pada distorsi keputusan investasi baik melalui proses *underinvestment* ataupun melalui proses *overinvestment* sehingga tidak semua proyek ber NPV negative tidak akan ditolak. Gambar 1 menampilkan skema pemetaan bagaimana masalah asimetri informasi ataupun konflik keagenan bisa bermuara pada masalah *underinvestment* dan *overinvestment* dari beberapa literature terdahulu.

Gambar 2.3 pemetaan masalah asimetri informasi dan konflik keagenan yang bermuara pada *underinvestment* dan *overinvestment*



Sumber :disarikan dari beberapa artikel yang ada di dalam gambar.

Dari gambar 2.1, pertama asimetri informasi dan konflik antara pemegang saham dengan *bondholders* dapat membawa masalah *underinvestment* melalui mekanisme substitusi asset. dikarenakan para pemegang saham mempunyai kewajiban sebatas modal, mereka terdorong untuk berinvestasi dalam proyek-proyek investasi yang lebih berisiko. Hal ini dikarenakan proyek yang lebih berisiko itu diharapkan memberikan keuntungan yang lebih besar yang akan dinikmati oleh pemegang saham, namun jika merugi maka kerugian akan ditanggung bersama dengan *bondholders* (Jensen dan Meckling, 1976). Kasus seperti ini dikenal dengan masalah substitusi asset. Ketika asimetri informasi setelah kontrak ada dan karena ketidakmungkinan membuat kontrak dapat membatasi masalah maka asimetri informasi dapat mempengaruhi cost bagi pemegang saham, karena tentu saja *bondholders* akan mensyaratkan diskon yang lebih tinggi atas kemungkinan adanya masalah substitusi asset. Karenanya melalui berbagai cara (misalnya meminta suku bunga yang tinggi, *credit rationing* ataupun beragam persyaratan mengikat kegiatan investasi ataupun pendanaan). *Bondholders* mungkin dapat membatasi kapasitas pemegang saham untuk mengembnagkan proyek-proyek investasinya yang lebih berisiko. Dengan demikian masalah substitusi asset antara pemegang saham dengan *bondholders* menjadi salah satu proses yang dapat bermuara pada *underinvestment*.

Kedua asimetri informasi dan konflik antara *shareholders* dan *bondholders* juga dapat menimbulkan masalah *underinvestment* melalui mekanisme keberadaan *moral hazard*, dikarenakan adanya prioritas klaim *bondholders* ketika terjadi kebangkrutan, *shareholders* mungkin saja kemudian merasa mereka berada dalam situasi dimana *bondholders* mengambil bagian untuk dirinya sendiri dari nilai perusahaan yang diciptakan. Karenanya *shareholders* akan mempunyai inisiatif untuk tidak mengambil atau melepaskan proyek-proyek yang ber NPV positif ketika NPV itu adalah lebih rendah dari jumlah kuantitas utang yang diterbitkan (Myers, 1977).

Bondholders akan mencoba mencegah kebijakan investasi suboptimal agar tidak diterapkan, dengan menggunakan beberapa mekanisme *debt coveement*, mengurangi periode pinjaman dan melakukan control dan pengawasan yang ketat. Namun semua prosedur tersebut hanya sedikit mampu mencegah masalah moral hazard dan lebih jauh biayanya sepenuhnya menjadi beban *shareholders*.

Ketiga, asimetri informasi dan konflik antara *shareholders* dan *bondholders* juga dapat menghasilkan masalah *underinvestment* melalui mekanisme keberadaan *adverse-selections*. Masalah ini muncul dari tingginya premi yang diisyaratkan oleh *bondholders* karena mereka tidak mempunyai informasi yang cukup untuk membedakan kualitas dari berbagai proyek investasi yang dimiliki perusahaan (Stiglitz dan Weiss, 1981), karenanya jika pengeluaran investasi dari proyek ber NPV positif yang dimiliki perusahaan melebihi dana internal yang tersedia, maka perusahaan mungkin melewatkan proyek-proyek investasi tersebut daripada harus menerbitkan *risk debt* untuk mendanainya.

Keempat, asimetri informasi dan konflik antara *current shareholders* dengan *prospective shareholders* juga dapat menghasilkan masalah *underinvestment* melalui mekanisme keberadaan *adverse-selection*. Myers dan Majuf, (1984), membuktikan bahwa perusahaan akan melewatkan proyek-proyek ber NPV positif dikarenakan asimetri informasi yang ada sebelum kontrak (*pre-contract asymmetric information*) tentang proyek-proyek investasi dan *assets in place* yang dimiliki perusahaan. Oleh karena asimetri informasi *perpective shareholder* tak sadar akan nilai perusahaan dan menaikkan harga pada saat mereka memberikan dananya. Dengan harga ini *current shareholder* akan merasa dirugikan jika proyek-proyek investasi dilaksanakan daripada jika proyek-proyek investasi diabaikan.

Terakhir, asimetri informasi dan konflik antara *shareholders* dan manajer dan menghasilkan masalah *overinvestment* melalui mekanisme *free-cash flow*. Ketika

ketidaksimetrisan informasi ada dan mengasumsikan bahwa mekanisme yang digunakan untuk mensejajarkan kepentingan pemegang saham dengan manajer mungkin tidak sepenuhnya efisien. Maka manajer bisa saja menggunakan *free-cash flow* untuk mengambil proyek-proyek yang ber NPV negative demi kepentingan terbaiknya (Jensen, 1986). *Free-cash flow* merupakan kas berlebih (atau uang menganggur dari dana yang dibutuhkan) untuk membiayai proyek-proyek yang bernilai, karena itu manajer dapat menghamburkannya kas menganggur daripada harus membagikannya kepada pemegang saham. Kas menganggur bisa menjadi insentif manajer untuk memperbesar kekuatan bisnis perusahaan. Manajer mempunyai inisiatif untuk berinvestasi secara berlebihan dikarenakan adanya manfaat moneter ataupun nonmoneter yang diasosiasikan dengan ukuran perusahaan (Jensen, 1986 dan Stulz, 1990).

2.1.11 Kajian Teori Struktur Modal

Argumen dimana struktur keuangan baik utang maupun ekuitas dapat meningkatkan nilai perusahaan dimulai dengan karya Modigliani dan Miller (1958). Mereka mengusulkan bahwa nilai perusahaan tidak akan terpengaruh oleh bentuk pembiayaan apakah menggunakan hutang, ekuitas atau kombinasi keduanya dalam kondisi pasar yang sempurna. Argumen ini berbeda dengan argumen dari sejumlah literature (Myers, 1984; Rajan dan Zingales, 1995; Kajanathan dan Nimalthasan, 2013) menyatakan bahwa tidak ada kondisi pasar yang sempurna karena adanya distorsi pasar seperti biaya transaksi, efek *coinsurance*, dan biaya perpajakan. Modigliani dan Miller (1963) juga mengubah pendapat mereka karena adanya biaya perpajakan yang dikenakan kepada perusahaan yang dapat mempengaruhi kinerja perusahaan.

Sejumlah penelitian telah dilakukan secara luas di bidang ini, di berbagai negara maju dan negara berkembang (Masulis, 1983; San dan Heng, 2011; Salim dan Yadav, 2012), menyatakan bahwa manajer harus memahami posisi struktur keuangan di perusahaan untuk meningkatkan kinerja perusahaan. (Abor, 2005) menyatakan Struktur modal merupakan elemen penting dalam menentukan keberhasilan perusahaan dengan menggunakan kombinasi pembiayaan hutang dan pembiayaan ekuitas. Keputusan yang salah dalam mengoptimalkan struktur keuangan akan menyebabkan tekanan finansial bagi perusahaan dan menyebabkan kebangkrutan (Eriotis, 2007). Alasannya karena penggunaan hutang akan menciptakan risiko finansial bagi perusahaan. Oleh karena itu, pemilihan struktur modal yang mencerminkan sumber daya keuangan merupakan faktor yang sangat penting dalam menentukan kinerja perusahaan. Perusahaan dapat meningkatkan modal melalui penerbitan ekuitas dalam waktu ekonomi yang baik namun enggan menerbitkan saham yang terlalu rendah untuk menghindari depresi harga saham. Sementara itu, perusahaan melinat fleksibilitas keuangan dalam mengelola organisasinya, yang membuat mereka memilih pembiayaan hutang. Namun, hal itu tergantung pada tingkat suku bunga dan juga nilai pasar ekuitas sebagai faktor penentu utama terlepas dari situasi ekonomi (Bancel dan Mittoo, 2002).

Masulis (1983) dan Kjellman dan Hansen (1995) berbagi pandangan di mana mereka mengusulkan agar perusahaan menggunakan lebih banyak hutang dalam struktur modal mereka untuk memperbaiki kinerja. Perusahaan yang menguntungkan akan memiliki kemampuan untuk melayani kewajiban hutangnya dengan menggunakan pendapatan bisnis mereka yang dapat menghalangi mereka dari kegagalan pembayaran dan akibatnya kebangkrutan. Su dan Vo (2010) memberikan gagasan serupa bahwa kinerja akan meningkat jika perusahaan menekankan pada strategi keuangan karena memiliki dampak signifikan terhadap kinerja.

Di sisi lain, Kochhar (1996) dan Korajc dan Levy (2003) mengemukakan bahwa perusahaan dengan aset terbatas harus menggunakan pembiayaan ekuitas dan menurunkan hutang dalam membiayai bisnis mereka. Namun, Korajczyk dan Levy (2003) menyatakan bahwa perusahaan dengan ukuran besar dan aset berwujud yang signifikan harus menggunakan lebih banyak hutang karena jenis perusahaan iri memiliki fundamental finansial yang kuat. Oleh karena itu, perusahaan akan memiliki sumber keuangan yang memadai untuk memenuhi kewajiban hutang. Sebaliknya, perusahaan dengan aset terbatas seperti perusahaan teknologi tidak memiliki fleksibilitas seperti itu, karena perubahan teknologi yang cepat menciptakan siklus hidup produk yang singkat. Oleh karena itu, lebih banyak hutang di perusahaan semacam itu akan membahayakan kelangsungan usaha perusahaan karena industri padat modal tanpa jaminan keberhasilan produk.

Teori struktur modal oleh Myers dan Majluf (1984) menyatakan bahwa perusahaan akan lebih suka mempergunakan pembiayaan internal untuk membiayai investasi dibanding dengan menggunakan pembiayaan eksternal. Weston dan Copeland (1992) memberikan definisi struktur modal sebagai pembiayaan permanen yang terdiri dari hutang jangka panjang, saham preferen, dan modal pemegang saham.. Menurut Lawrence, Gitman (2000), definisi struktur modal adalah sebagai berikut: "*Capital Structure is the mix of long term debt and equity maintained by the firm*". Struktur modal perusahaan menggambarkan perbandingan antara hutang jangka panjang dan modal sendiri yang digunakan oleh perusahaan. Ada dua macam tipe modal menurut Lawrence, Gitman (2000) yaitu modal hutang (*debt capital*) dan modal sendiri (*equity capital*). Tetapi dalam kaitannya dengan struktur modal, jenis modal hutang yang diperhitungkan hanya hutang jangka panjang.

Menurut Arifin (2005), bahwa struktur modal merupakan kombinasi hutang dan ekuitas dalam struktur keuangan jangka panjang perusahaan. Struktur modal lebih

menggambarkan target komposisi hutang dan ekuitas dalam jangka panjang pada suatu perusahaan. Salah satu tugas manajer keuangan, adalah memenuhi kebutuhan dana. Dalam melakukan tugas tersebut manajer keuangan dihadapkan adanya suatu variasi dalam pembelanjaan, dalam arti kadang-kadang perusahaan lebih baik menggunakan dana yang bersumber dari hutang (*debt*), dan kadang-kadang perusahaan lebih baik kalau menggunakan dana yang bersumber dari modal sendiri (*Equity*).

Dalam *trade-off theory* yang diungkapkan oleh Myers (2001), menyatakan bahwa "Perusahaan akan berhutang sampai pada tingkat hutang tertentu, dimana penghematan pajak (*tax shields*) dari tambahan hutang sama dengan biaya kesulitan keuangan (*financial distress*)" (p.81). Biaya kesulitan keuangan (*Financial distress*) adalah biaya kebangkrutan (*bankruptcy costs*) atau reorganization, dan biaya keagenan (*agency costs*) yang meningkat akibat dari turunnya kredibilitas suatu perusahaan. *Trade-off theory* dalam menentukan struktur modal yang optimal memasukkan beberapa faktor antara lain pajak, biaya keagenan (*agency costs*) dan biaya kesulitan keuangan (*financial distress*) tetapi tetap mempertahankan asumsi efisiensi pasar dan *symmetric information* sebagai imbalan dan manfaat penggunaan hutang. Tingkat hutang yang optimal tercapai ketika penghematan pajak (*tax shields*) mencapai jumlah yang maksimal terhadap biaya kesulitan keuangan (*costs of financial distress*). *Trade-off theory* mempunyai implikasi bahwa manajer akan berpikir dalam kerangka *trade-off* antara 'penghematan pajak dari biaya kesulitan keuangan' dalam penentuan struktur modal. Perusahaan-perusahaan dengan tingkat profitabilitas yang tinggi tentu akan berusaha mengurangi pajaknya dengan cara meningkatkan rasio hutangnya, sehingga tambahan hutang tersebut akan mengurangi pajak.

Dalam kenyataannya jarang manajer keuangan yang berpikir demikian. Donaldson (1961) melakukan pengamatan terhadap perilaku pembiayaan perusahaan

di Amerika Serikat. Penelitian tersebut menunjukkan bahwa perusahaan-perusahaan dengan tingkat profitabilitas yang tinggi cenderung rasio hutangnya rendah. Dengan demikian biaya modal sendiri menjadi tinggi dan nilai perusahaan cenderung menurun. Karena itu bila ada *asymmetric information*, Donalson menyarankan perusahaan untuk menggunakan dana dengan urutan laba ditahan, hutang dan penjualan saham baru. Modigliani dan Miller (1961) berpendapat bahwa bila ada pajak penghasilan perusahaan maka penggunaan hutang akan meningkatkan nilai perusahaan karena biaya bunga hutang adalah biaya yang mengurangi pembayaran pajak (*tax deductible expense*). Namun pendapat Modigliani dan Miller (1961) tersebut belum mempertimbangkan *financial distress* dan *agency cost*. Model *trade off* tersebut menjelaskan bahwa perusahaan yang membayar pajak tinggi sebaiknya lebih banyak menggunakan hutang dibandingkan dengan perusahaan yang membayar pajak rendah. Karena penggunaan hutang yang terlalu tinggi akan menghadapi bahaya kebangkrutan dan biaya agensi yang tinggi. Dengan demikian peningkatan hutang akan meningkatkan nilai perusahaan, namun pada titik tertentu akan menurunkan nilai perusahaan.

Menurut Myers (1984), *pecking order theory* menyatakan bahwa "Perusahaan dengan tingkat profitabilitas yang tinggi justru tingkat hutangnya rendah, dikarenakan perusahaan yang profitabilitasnya tinggi memiliki sumber dana internal yang berlimpah." Dalam *pecking order theory* ini tidak terdapat struktur modal yang optimal. Secara spesifik perusahaan mempunyai urutan preferensi (hierarki) dalam penggunaan dana.

Menurut *pecking order theory* dikutip oleh Smart, Megginson, dan Gitman (2004), terdapat skenario urutan (hierarki) dalam memilih sumber pendanaan, yaitu :

(1) Perusahaan lebih memilih untuk menggunakan sumber dana dari dalam atau pendanaan internal daripada pendanaan eksternal. Dana internal tersebut diperoleh

dari laba ditahan yang dihasilkan dari kegiatan operasional perusahaan. (2) Jika pendanaan eksternal diperlukan, maka perusahaan akan memilih pertama kali mulai dari sekuritas yang paling aman, yaitu hutang yang paling rendah risikonya, turun ke hutang yang lebih berisiko, sekuritas hybrid seperti obligasi konversi, saham preferen, dan yang terakhir saham biasa. (3) Terdapat kebijakan deviden yang konstan, yaitu perusahaan akan menetapkan jumlah pembayaran deviden yang konstan, tidak terpengaruh seberapa besarnya perusahaan tersebut untung atau rugi. (4) Untuk mengantisipasi kekurangan persediaan kas karena adanya kebijakan deviden yang konstan dan fluktuasi dari tingkat keuntungan, serta kesempatan investasi, maka perusahaan akan mengambil portofolio investasi yang lancar tersedia.

Pecking order theory tidak mengindikasikan target struktur modal. *Pecking order theory* menjelaskan urutan pendanaan. Manajer keuangan tidak memperhitungkan tingkat hutang yang optimal. Kebutuhan dana ditentukan oleh kebutuhan investasi. *Pecking order theory* ini dapat menjelaskan mengapa perusahaan yang mempunyai tingkat keuntungan yang tinggi justru mempunyai tingkat hutang yang kecil. Dalam kenyataannya, terdapat perusahaan-perusahaan yang dalam menggunakan dana untuk kebutuhan investasinya tidak sesuai seperti skenario urutan (hierarki) yang disebutkan dalam *pecking order theory*. Penelitian yang dilakukan oleh Singh dan Hamid (1992) dan Singh (1995) menyatakan bahwa "Perusahaan-perusahaan di negara berkembang lebih memilih untuk menerbitkan ekuitas daripada berhutang dalam membiayai perusahaannya." Hal ini berlawanan dengan *pecking order theory* yang menyatakan bahwa perusahaan akan memilih untuk menerbitkan hutang terlebih dahulu daripada menerbitkan saham pada saat membutuhkan pendanaan eksternal.

Dalam Teori keagenan menyatakan bahwa, struktur modal disusun untuk mengurangi konflik antar berbagai kelompok kepentingan. Konflik antara pemegang saham dengan manager adalah konsep *free-cash flow*. Ada kecenderungan manager

Ingin menahan sumber daya sehingga mempunyai control atas sumber daya tersebut. Hutang bisa dianggap sebagai cara untuk mengurangi konflik leagenan *free cash flow*. Jika perusahaan menggunakan hutang, maka manager akan dipaksa untuk mengeluarkan kas dari perusahaan untuk membayar bunga.

2.1.12 *Signaling Theory*

Isyarat atau signal menurut Brigham dan Houston (2006) adalah suatu tindakan yang diambil manajemen perusahaan yang memberi petunjuk bagi investor tentang bagaimana manajemen memandang prospek perusahaan. Dalam Brigham dan Houston (2006), perusahaan dengan prospek yang menguntungkan akan mencoba menghindari penjualan saham dan mengusahakan setiap modal baru yang diperlukan dengan cara-cara lain, termasuk penggunaan hutang yang melebihi target struktur modal yang normal. Perusahaan dengan prospek yang kurang menguntungkan akan cenderung untuk menjual sahamnya. Pengumuman emisi saham oleh suatu perusahaan umumnya merupakan suatu isyarat (*signal*) bahwa manajemen memandang prospek perusahaan tersebut suram. Apabila suatu perusahaan menawarkan penjualan saham baru, lebih sering dari biasanya, maka harga sahamnya akan menurun, karena menerbitkan saham baru berarti memberikan isyarat negatif yang kemudian dapat menekan harga saham sekalipun prospek perusahaan cerah.

Teori *sinyal* mengemukakan bahwa tindakan yang diambil oleh suatu perusahaan memberikan petunjuk kepada investor tentang bagaimana manajemen menilai suatu prospek perusahaan tersebut. Teori *sinyal* diasumsikan pada dua unsur yaitu informasi *simetris* dan informasi *asimetris*. Informasi simetris adalah situasi dimana investor dan manajer memiliki informasi yang identik tentang prospek perusahaan, sedangkan informasi asimetris adalah kondisi dimana manajer memiliki informasi yang lebih baik dibandingkan oleh investor (Brigham dan Huston, 2011). Manajer menyampaikan *sinyal* pada investor dilakukan melalui penyampaian informasi

yang dapat tersampaikan melalui pengaturan struktur modal perusahaan dapat dilakukan melalui penerbitan saham baru atau memperoleh dana melalui hutang (Horne dan Wachowicz, 2012). Namun, penjualan saham baru akan menimbulkan dua asumsi dari pasar. penjualan saham baru bahwa perusahaan memiliki kesulitan keuangan dan struktur modalnya tidak baik.

Kenaikan hutang mengandung probabilitas yang lebih tinggi atas kebangkrutan, meningkatnya risiko kebangkrutan akan mendorong investor menekan manajer untuk bekerja lebih efisien agar tidak terjadi suatu kebangkrutan. Kondisi inilah yang menjadikan investor membuat kesimpulan bahwa kondisi perusahaan memang jauh lebih baik dibandingkan dengan apa yang tercermin oleh harga sahamnya. Kenaikan *leverage* merupakan sinyal positif (Horne dan Wachowicz, 2012).

2.1.13 Teori *Deviden Residual*

Teori dividen residual menyatakan bahwa ketika perusahaan akan memutuskan berapa banyak uang kas yang harus dibagikan kepada pemegang saham, ada dua hal yang harus tetap diingat, yaitu: (1) tujuan utamanya adalah untuk memaksimalkan nilai pemegang saham, dan (2) arus kas yang dihasilkan perusahaan merupakan milik pemegang saham (Brigham dan Houston, 2006). Manajemen harus menahan diri dengan upaya menahan laba kecuali jika laba itu dapat diinvestasikan kembali guna menghasilkan pengembalian yang lebih tinggi yang juga ikut dirasakan oleh pemegang saham daripada yang diperoleh pemegang saham jika mereka menginvestasikan uang itu dalam investasi yang berisiko sama. Dengan demikian, ekuitas internal, laba ditahan, lebih rendah biaya modalnya daripada ekuitas eksternal (saham biasa). Kondisi ini mendorong perusahaan untuk menahan laba karena menambah dasar ekuitas internal dan dengan demikian mengurangi kemungkinan bahwa perusahaan harus menambah ekuitas eksternal di masa mendatang untuk mendanai investasinya.

Adanya biaya penerbitan saham baru menonjolkan perbedaan antara modal internal dan eksternal. Tanpa biaya penerbitan, perusahaan tidak akan bersusah payah menentukan berapa besarnya dividen dan berapa besarnya laba ditahan, demikian pula berapa besarnya pendanaan eksternal. Dengan adanya biaya penerbitan itu, perusahaan jelas akan mengutamakan pendanaan internal. Konsekuensinya, perusahaan akan melakukan pembayaran dividen setelah dana-dana kebutuhan investasi terpenuhi; dengan kata lain, hanya jika ada "pendapatan tersisa" atau pendapatan residual maka dividen akan dibayarkan. Inilah inti dari teori dividen residual atau *residual dividend theory*.

Lebih ditegaskan lagi, bahwa apabila fakta biaya-biaya penerbitan sekuritas diperhitungkan, maka kebijakan dividen perusahaan memiliki karakteristik sebagai berikut: (1) mempertahankan rasio hutang optimum dalam pendanaan investasi mendatang; (2) menerima suatu investasi hanya jika NPV (*Net Present Value*) nya positif; (3) mendahulukan pendanaan internal, kalau ternyata tidak mencukupi, barulah perusahaan akan menerbitkan saham tambahan; dan (4) apabila setelah kebutuhan dana investasi terpenuhi masih ada sisa, maka perusahaan akan membayar dividen. Sedangkan apabila tidak ada dana yang tersisa, maka dividen tidak dibayarkan.

Dengan demikian, konsekuensi dari apa yang telah diuraikan di atas adalah bahwa, rasio pembayaran dividen yang optimal merupakan fungsi dari empat faktor, yaitu: (1) pilihan investor atas dividen lawan keuntungan modal, (2) peluang investasi perusahaan, (3) struktur modal yang ditargetkan, dan (4) ketersediaan dan biaya dari modal eksternal. Ketiga elemen terakhir digabungkan ke dalam model dividen residual (*residual dividend model*). Menurut teori ini, kebijakan dividen memiliki pengaruh yang pasif, jadi tidak bisa mempengaruhi secara langsung harga saham umum di bursa (Brigham dan Houston, 2006).

Teori dividen residual di atas mempunyai kesesuaian dengan *pecking order theory* yang menegaskan bahwa pendanaan didasarkan pada suatu preferensi sumber dana dengan urutan pendanaan yang memiliki risiko terkecil (Myers dan Majluf, 1984). Selanjutnya, Brealey et al. (1995) menjelaskan bahwa perusahaan akan memilih sumber dana berdasarkan preferensi biaya yang harus dikeluarkan atas sumber dana tersebut. Dalam hal ini, perusahaan mempunyai pilihan untuk memenuhi modalnya lebih dulu dari sumber internal, kemudian memenuhi kekurangannya dari sumber eksternal. Berdasarkan *pecking order theory*, maka: (1) perusahaan akan memilih sumber pendanaan internal, karena dana tersebut akan diperoleh tanpa mengakibatkan sinyal negatif yang bisa menurunkan harga saham. (2) apabila dibutuhkan sumber pendanaan eksternal, perusahaan pertama-tama akan menerbitkan pinjaman (debt), sedangkan penerbitan ekuitas akan dilakukan sebagai langkah terakhir. Hal ini karena penerbitan pinjaman lebih kecil kemungkinannya dipandang sebagai sinyal buruk oleh para investor.

2.1.14 Information, or Signaling, Content Hypotesis

Dalam pasar yang sempurna dimana informasi sangat mudah diperoleh, nilai perusahaan sepenuhnya ditentukan oleh keputusan investasi dan pendanaannya. Dengan demikian menurut *dividend irrelevant theory*, kebijakan dividen tidak memberikan pengaruh apapun terhadap harga saham (Miller dan Modigliani, 1961). Tetapi pada kenyataannya fakta-fakta empiris membuktikan bahwa perubahan mendadak secara besar-besaran atas pembayaran dividen bisa menimbulkan dampak yang signifikan terhadap harga saham. Bagaimana mungkin dapat disimpulkan bahwa kebijakan dividen tidak mempunyai arti sama sekali, sementara begitu banyak

peristiwa dan contoh yang mengungkapkan bahwasannya perubahan dividen (khususnya penurunan dividen) mengakibatkan kemerosotan dari harga saham.

Para pengamat berpendapat bahwa pihak manajemen sering memiliki informasi berharga dari perusahaan yang tidak diperoleh para investor. Ketimpangan akses informasi inilah yang disebut sebagai *asimetris informasi*, dan yang sering menurunkan harga saham. Salah satu pedoman yang sering dipakai para investor untuk "menyadap" informasi itu adalah fluktuasi dividen. Kenaikkan dividen sering ditafsirkan sebagai bukti peningkatan laba perusahaan, dan sebaliknya. Masuk akal atau tidak, indikator dividen itu dipakai oleh para investor, karena informasi mereka memang terbatas.

Literatur-literatur keuangan telah menawarkan berbagai penjelasan untuk menjawab mengapa perusahaan membayar dividen. Salah satu penjelasan mengapa perusahaan membayar dividen itu adalah teori pemberian isyarat dividen (*dividend signaling theory*) sebagai suatu penjelasan yang mendominasi dan telah menghasilkan suatu jumlah yang besar atas pekerjaan empiris di lapangan dalam bidang *dividends*. Menurut model pemberian isyarat dividen (*dividend signaling model*), para manajer mengetahui lebih banyak tentang perusahaan yang sebenarnya dibanding pemodal-pemodalnya, dan dividen digunakan untuk menyampaikan informasi yang tidak dikenal oleh pasar (Li dan Zhao, 2007).

Ross (1977) mengungkapkan bahwa terdapat tiga syarat yang perlu diperhatikan dalam mengoptimalkan kebijakan dividen sebagai suatu pemberi isyarat, yaitu : 1) manajemen harus selalu memiliki insentif yang sesuai untuk mengirimkan signal yang jujur, meskipun beritanya buruk; 2) signal dari perusahaan yang sukses tidak mudah diikuti oleh pesaingnya yaitu perusahaan yang tidak atau kurang sukses; 3) signal itu harus memiliki hubungan yang cukup berarti dengan kejadian yang diamati (misalnya

pembagian dividen yang tinggi pada masa sekarang akan dihubungkan dengan arus kas yang tinggi pula dimasa mendatang).

Lebih ditegaskan lagi oleh Bhattacharya (1979), dan Miller dan Rock (1985) yang mengemukakan bahwa perusahaan membayar dividen untuk menginformasikan isyarat (signal) yang baik kepada pasar modal. Dividen dapat digunakan sebagai suatu isyarat (signal) yang terpercaya karena hal itu sulit bagi perusahaan yang berkualitas rendah untuk meniru strategi yang sama. Satu peningkatan (pengurangan) dalam dividen, dirasa sebagai suatu isyarat positif (negatif) mengenai perusahaan. Sejak saat itu telah banyak studi empiris yang dilakukan untuk menguji validitas dari hipotesis pemberian isyarat ini.

Suatu implikasi yang dapat diuji dari model-model pemberian isyarat adalah bahwa perubahan dividen dan perubahan *earnings* bergerak ke arah yang sama. Walaupun demikian, penting untuk dicatat bahwa hubungan antara perubahan dividen dan perubahan pendapatan masa depan (*future earnings*) adalah suatu yang penting, tetapi tidak cukup, untuk mengkondisikan dividen sebagai pemberian isyarat (Allen dan Michaely, 2000). Sebenarnya, Grullon, Michaely, dan Thaler (2005), berpendapat bahwa dividen adalah lebih digunakan untuk signal maturity dan suatu pengurangan dalam risiko dibandingkan dengan suatu peningkatan dalam pendapatan masa depan (*future earnings*). Lebih lanjut, menurut survei yang telah dilakukan Brav, Graham, Harvey, dan Michaely (2005) para eksekutif sungguh percaya bahwa dividen menyampaikan informasi, meski mereka tidak bisa mengajak berpikir apa yang sebenarnya isi informasi yang tepat. Maka, setelah tiga dekade melakukan pengujian terhadap model pemberian isyarat, hasilnya adalah tetap tidak ada konsensus seperti apakah pemberian isyarat itu berperanan dalam kebijakan-kebijakan dividen perusahaan.

Nissim dan Ziv (2001) melaporkan bukti yang mengarah kepada pembenaran teori pemberian isyarat, tetapi Benartzi, Michaely, dan Thaler (1997), Grullon, Michaely, dan Swaminathan (2002), dan Grullon, Michaely, Benartzi, dan Thaler (2005) menemukan tanpa bukti yang memadai. Dengan demikian, hasil-hasil yang bersifat empiris adalah tidak meyakinkan atas pertimbangan apakah pemberian isyarat memainkan satu peran yang penting di dalam kebijakan dividen perusahaan.

2.1.15 Model-Model Eksplanasi Deviden

Terkait dengan hubungan antara kebijakan dividen dengan harga saham dan Profitabilitas perusahaan, maka dikenal tiga teori yang memberikan penjelasan yang berbeda bahkan saling bertentangan, ketiga teori yang dimaksud adalah: 1) *dividend irrelevance theory* dari Miller dan Modigliani (1961); 2) *bird in the hand theory* dari Gordon dan Litner (1963); dan 3) *tax preference theory* dari Farrar dan Slewyn (1967).

2.1.15.1 Dividend Irrelevance Theory dari Miller dan Modigliani (1961)

menjelaskan bahwa kebijakan dividen adalah tidak relevan, karena tidak mempengaruhi sama sekali nilai perusahaan atau biaya modalnya. perusahaan tergantung pada kebijakan investasi, bukan pada berapa laba yang dibagi untuk dividen dan laba yang tidak dibagi. Pendapat ini bertolak dari dua pemikiran. Pertama, diasumsikan bahwa keputusan-keputusan investasi dan penggunaan hutang sudah dibuat dan tidak mempengaruhi besar kecilnya dividen yang dibayarkan. Kedua, pasar modal yang sempurna diasumsikan ada; itu berarti (1) investor dapat menjual dan membeli saham tanpa membayar biaya transaksi, karena dalam pasar modal yang sempurna informasi tersebar luas sehingga investor bisa melakukan segala sesuatunya sendiri; (2) setiap perusahaan bisa menerbitkan saham tanpa macam-macam biaya; (3) tidak ada pajak pendapatan perorangan maupun perusahaan; (4) informasi lengkap mengenai setiap

perusahaan selalu tersedia, sehingga investor tidak perlu melihat pengumuman khusus mengenai pembayaran dividen sebagai indikator penting dari kondisi perusahaan; serta (5) antara pihak manajemen dan para pemilik saham tidak ada konflik atau tidak ada masalah keagenan.

2.1.15.2 Gordon dan Lintner (1963) dengan *bird in the-hand theory*, berpendapat bahwa dividen lebih baik dari pada *capital gain*, karena dividen yang dibagi kurang berisiko lagi oleh karenanya perusahaan semestinya membentuk rasio pembayaran dividen yang tinggi dengan menawarkan *dividend yield* yang tinggi agar supaya dapat memaksimalkan harga sahamnya. Keyakinan bahwa kebijakan dividen perusahaan itu tidak penting secara implisit mengasumsikan bahwa seorang investor menggunakan *required rate of return* yang sama, baik pendapatan itu berupa dividen maupun *capital gain*. Namun pendapatan dividen memiliki sifat yang lebih pasti (*predictable*) daripada *capital gain*. Pihak manajemen bisa mengontrol dividen, tetapi tidak bisa mendikte harga sahamnya di bursa. Ini berarti kadar risiko *capital gain* lebih besar. Oleh sebab itu, *rate of return* yang digunakan ketika mendiskon *capital gain* harus lebih tinggi dari yang digunakan terhadap pendapatan dividen.

2.1.15.3 Tax Preference Theory dari Farrar dan Slewyn (1967) dan Brennan (1970) menjelaskan bahwa investor lebih menyukai *retained earnings* daripada dividen, karena pertimbangan pajak yang dikenakan kepada *capital gain* lebih rendah. Teori ini menyarankan agar perusahaan membayarkan dividen yang rendah jika ingin memaksimalkan harga sahamnya. Dengan kata lain, Farrar dan Slewyn (1967) dan Brennan (1970) menerangkan bahwa kebijakan yang terbaik adalah tidak membayar dividen sama sekali, pemegang saham lebih baik menjual saham mereka beberapa lembar pada suatu saat dan membayar pajak keuntungan modal yang lebih rendah. Pendapat ini terutama didasarkan pada perbedaan perlakuan

pajak terhadap pendapatan dividen dan *capital gain*. Suatu kenyataan bahwa semua investor harus membayar pajak pendapatan, dengan demikian bagi investor, tujuan yang harus dicapai adalah maksimalisasi tingkat hasil investasi setelah dipotong pajak tanpa harus menanggung risiko yang terlalu besar. Tujuan ini direalisasikan melalui upaya meminimalkan tingkat pajak efektif atas pendapatan mereka, dan sedapat mungkin menunda pembayaran pajak tersebut. Meski keuntungan pajak yang terkandung dalam *capital gain* kini tidak ada lagi, ia masih memiliki keuntungan tambahan dibandingkan dengan pendapatan dividennya. Pajak untuk pendapatan dividen harus langsung dibayarkan pada saat dividen itu diterima, tetapi pajak atas apresiasi harga saham (*capital gain*) tertunda sampai saham benar-benar terjual.

2.1.16 Dividen sebagai Pengurang Konflik Keagenan

Teori keagenan menyatakan bahwa *agency problem* dapat diatasi dengan melakukan beberapa mekanisme kontrol yaitu, sebagai berikut: Pertama, meningkatkan *insider ownership* (Crutchley dan Hansen, 1989; Jensen, Solberg dan Zorn 1992). Jensen dan Mackling (1976), Mao (2003), Pawlina dan Renneboog (2005), dan Chen et al. (2006) mengungkapkan bahwa untuk mengurangi *agency problem* dapat dilakukan dengan membatasi kegiatan *agent* melalui pemberian insentif yang tepat, seperti peningkatan kepemilikan saham perusahaan oleh manajemen. Kepemilikan ini akan mensejajarkan kepentingan manajemen dengan pemegang saham (Jensen dan Meckling, 1976). Kedua, peningkatan pendanaan dengan hutang bisa digunakan untuk mengurangi atau mengontrol konflik keagenan. Jensen (1986) berpendapat bahwa dengan hutang maka perusahaan mempunyai kewajiban untuk mengembalikan pinjaman dan membayar beban bunga secara periodik. Kondisi ini menyebabkan manajer bekerja keras untuk meningkatkan laba sehingga dapat memenuhi kewajiban dari penggunaan hutang tersebut. Ketiga, meningkatkan

monitoring melalui *institutional ownership*. Shleifer dan Vishny (1986), menyatakan bahwa kepemilikan institusional sangat berperan dalam melakukan *monitoring* terhadap perilaku manajer khususnya dalam meningkatkan nilai *takeover* dan dapat memaksa manajemen untuk lebih berhati-hati dalam mengambil keputusan yang bersifat oportunistik. Keempat, meningkatkan *dividend payout ratio*, yang akan mengakibatkan tidak tersedia cukup banyak *free cash flow* dan manajemen terpaksa mencari pendanaan dari luar untuk membiayai investasinya (Crutchley dan Hansen, 1983).

Pandangan yang populer lainnya mengenai relevansi dividen, yang dilanjutkan oleh Jensen dan Meckling (1976) kemudian diperluas oleh Rōzēff (1982) dan Easterbrook (1984) dalam Baker dan Powell (1999) adalah teori keagenan. Teori keagenan mengatakan bahwa mekanisme dividen menyediakan insentif bagi manajer untuk menurunkan biaya yang berkaitan dengan hubungan *principal-agent*. Membayar dividen yang lebih besar menurunkan arus kas internal yang berkaitan dengan kebijakan manajemen dan memaksa perusahaan untuk mencari lebih banyak pendanaan eksternal. Jadi, pembayaran dividen dapat digunakan sebagai alat monitor dan mempertanggung jawabkan kinerja manajemen.

Beberapa studi empiris mendukung penjelasan keagenan untuk dividen. Baker dan Powell (1999) menemukan dukungan terhadap peranan dividen untuk memecahkan kembali biaya keagenan di perusahaan yang dikendalikan oleh manajer secara minoritas. Analisis ini menunjukkan hubungan negatif antara pembayaran dividen dan *persentase insiders*. Dengan persentase pihak luar yang lebih rendah yang ada, lebih sedikit kebutuhan untuk membayar dividen dalam menurunkan biaya keagenan. Crutchley dan Hansen (1989) dan Moh'd, Perry dan Rimbey (1995) dalam Baker dan Powell (1999) menyimpulkan bahwa manajer membuat kesenjangan kebijakan keuangan seperti membayar dividen untuk mengawasi biaya keagenan.

Baker dan Powell (1999) mengemukakan bahwa pembayaran dividen adalah salah satu cara untuk mengurangi *agency cost of equity* karena konflik antara manajemen dan pemegang saham akan berkurang. Dengan pembayaran dividen menunjukkan bahwa manajemen mengelola perusahaan dengan baik dan dapat menjadi signal yang positif bagi para pemegang saham untuk reinvestasi dalam perusahaan. Easterbrook (1984) menjelaskan bahwa pembayaran dividen akan mengurangi sumber-sumber dana yang dikendalikan oleh manajer, sehingga mengurangi kekuasaan manajer dan membuat pembayaran dividen mirip dengan *monitoring capital market* yang terjadi jika perusahaan memperoleh modal baru dari pihak eksternal, sehingga mengurangi biaya keagenan. Pembayaran dividen menunjukkan transfer kekayaan dari *debtholders* ke *shareholders*. Jensen (1986) menyatakan bahwa manajer dan pemegang saham selalu berbeda kepentingan yang dikenal dengan konflik keagenan. Lebih lanjut, Jensen menyatakan bahwa salah satu masalah antara manajer dan pemegang saham yaitu pemegang saham lebih menyukai pembayaran dividen daripada diinvestasikan lagi sementara sebaliknya bagi manajer.

Packing order theory menyatakan bahwa perusahaan lebih menyukai menggunakan dana yang bersumber dari internal perusahaan (Myers, 1984). Dengan adanya dana dari internal membuat perusahaan tidak memiliki beban untuk membayar dividen pada akhir periode. Menurut Myers dan Majluf (1984) bahwa penurunan pembayaran dividen akan menyebabkan perusahaan memiliki sumber dana internal untuk investasi. Namun demikian, ketika manajemen dilibatkan dalam bentuk kepemilikan insider, maka kepentingan pemegang saham lebih sesuai dengan kepentingan manajer. Kesesuaian kepentingan ini terjadi karena manajer juga akan memperoleh kembali atas kepemilikannya dalam bentuk dividen sehingga konflik dalam perusahaan dapat dikurangi.

Pembayaran dividen juga merupakan bagian dari monitoring perusahaan (Crutchley et al., 1999). Artinya ketika terjadi peningkatan pembayaran dividen, maka hal ini menunjukkan bahwa perusahaan dikelola dengan baik oleh manajer. Tetapi sebaliknya ketika pembayaran dividen tidak mengalami peningkatan maka hal ini akan menjadi signal yang menunjukkan bahwa manajer tidak mengelola perusahaan dengan baik.

Gomes (1996), Fluck (1998), Myers dan Majluf (1984) mengakui bahwa kebijakan-kebijakan dividen menunjukkan permasalahan keagenan antara orang dalam perusahaan dan para pemegang saham. Grossman dan Hart (1982) menunjukkan bahwa *dividend payouts* mengurangi konflik-konflik keagenan dengan mengurangi jumlah dari *free cash flow* yang tersedia untuk para manajer, yang mana sering digunakan untuk aktivitas yang tidak dalam minat terbaik dari pemegang saham. Sejalan dengan itu, Jensen (1986) berpendapat bahwa suatu perusahaan dengan *free cash flows* yang substansial cenderung untuk mengadopsi proyek-proyek investasi dengan nilai sekarang netto yang negatif. Jika para manajer meningkatkan jumlah dari dividen, maka mengurangi jumlah dari *free cash flows*, dengan demikian mengurangi masalah *free cash flow*.

Dengan demikian, *dividend payouts* mungkin membantu mengendalikan permasalahan keagenan dengan cara menghilangkan kelebihan uang tunai (*free cash flow*) yang ada ditangan para manajer, karena apabila tidak dikurangi atau dihilangkan bisa mengakibatkan diinvestasikannya pada proyek-proyek yang tidak menguntungkan. Lebih lanjut, Easterbrook (1984) berpendapat bahwa pembayaran dividen akan membantu mengurangi konflik-konflik keagenan dengan mengkondisikan perusahaan untuk lebih sering dipantau oleh pasar modal, karena meningkatkan pembayaran dividen maka kemungkinan diterbitkannya saham biasa yang baru harus menjadi lebih sering. Kondisi ini, pada gilirannya akan mengarahkan pada suatu

penyelidikan atas manajemen oleh investor institusional khususnya perbankan, komisi sekuritas dan para pemasok modal. Pentingnya pemantauan oleh institusi perbankan sebagai investor sudah dikenal pada literatur-literatur keuangan, dan mekanisme pengawasan ini menyebabkan manajer bertindak sesuai dengan kepentingan pemegang saham melalui pengurangan biaya-biaya keagenan (Smith, 1992).

2.2 Mapping Penelitian

Beberapa peneliti yang menjadi dasar pijakan penelitian ini berasal dari berbagai focus penelitian baik mengenai, *keputusan investasi*, keputusan pembiayaan dan kebijakan dividen, Struktur Kepemilikan, maupun yang berkaitan dengan profitabilitas perusahaan.

Tabel 2.3 Mapping Penelitian Terkait

No	Penulis	Judul	Metode	Temuan	Keterkaitan dengan Penelitian
1	Chandrakumar mangalam and Govindasamy (2010)	<i>Profitability And Leverage: Evidence From Nigerian Firms</i>	Data dianalisis dengan menggunakan <i>chi-square</i> , <i>Least Squares Ordinary (OLS)</i> , tetap dan kerangka efek acak	Leverage berpengaruh positif dan signifikan terhadap Profitabilitas Perusahaan	Meneliti pengaruh Tingkat Leverage terhadap Profitabilitas
2	Pablo deAndrés Alonso, Felix J.Lopez, Iturriaga and Juan A.Rodriguez Sanz(2005)	Financial decisions and growth opportunities		Adanya keterkaitan antar struktur kepemilikan, terhadap nilai perusahaan	Struktur kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan
3	Paramu (2006)			Secara simultan, dividen payout ratio, profitabilitas	Variabel dividen payout ratio, struktur modal, struktur kepemilikan manajerial

				kepemilikan internal dan eksternal berpengaruh secara signifikan terhadap struktur modal.	
4	Brailsford et. al. (2002)	'On the Relation between Ownership Structure and Capital Structure'	analisis <i>white's statistic</i> dan regresi berganda	Struktur kepemilikan dan struktur Modal berpengaruh positif dan signifikan.	Meneliti pengaruh struktur kepemilikan terhadap struktur modal
5	Ruan, Wenjuan; Tian, Gary; and Ma, Shiguang, (2011)	'Managerial Ownership, Capital Structure and Firm Value: Evidence from China's Civilian-run Firms	Ordinary Least Squares (OLS) regression,	Struktur kepemilikan dan Struktur modal berhubungan negative	Meneliti pengaruh Struktur kepemilikan struktur modal dan nilai perusahaan
6	Nopphon Tangjitprom (2015)	Over-investment and Free Cash Flow: Evidence from Thailand	Ordinary Least Squares (OLS) regression	Free Cash Flow dan Overinvestment berpengaruh negative	Meneliti pengaruh free cash flow terhadap overinvestment
7	David J. Denis, Diane K. Denis, and Atulya (1994)	The Information Content of Dividend Changes: Cash Flow Signaling, Overinvestment, and Dividend Clienteles	Ordinary Least Squares (OLS) regression	Pengaruh free cash flow terhadap Overinvestment	
11	Baker, M., dan J. Wurgler (2004)	A Catering Theory of Dividends	Ordinary Least Squares (OLS) regression	Kebijakan Divident berpengaruh positif terhadap Profitabilitas Perusahaan	Meneliti tanggapan para investor atas kebijakan Divident perusahaan
12	Shlomo Benartzi, Roni Michaely, and Richard Thaler (1997)	Do Changes in Dividends Signal the Future or the Past	Ordinary Least Squares (OLS) regression	Pembayaran divident berpengaruh terhadap profitabilitas perusahaan	Perubahan pembayaran divident menghasilkan reaksi negative terhadap nilai saham

13	Yakov Amihud and Kefei Li (2000)	<i>The Declining Information Content of Dividend Announcements and the Effects of Institutional Holdings</i>	OLS	Kepemilikan manajerial berpengaruh signifikan terhadap profitabilitas perusahaan	Bahwa kepemilikan manajerial menyebabkan berkurangnya informasi perusahaan kepada para investor sehingga menimbulkan reaksi negative terhadap kinerja perusahaan.
14	Armen Hovakimian, Tim Opler, and Sheridan Titman (2001)	<i>The Debt-Equity Choice</i>	<i>Time series of cross-sectional</i>	Leverage berpengaruh positif terhadap profitabilitas perusahaan	Perubahan struktur modal pada perusahaan yang berukuran besar cenderung menggunakan Leverage untuk ekspansi perusahaan.
15	Basudeb Guha-Khasnobis and Sau mitra N. Bhaduri Source	<i>Determinants of Capital Structure in India (1990-1998): A Dynamic Panel Data Approach</i>	<i>Time series of cross-sectional</i>	Leverage berpengaruh positif dan signifikan terhadap struktur modal.	Kecepatan penyesuaian struktur modal ditinjau dari segi ukuran, umur dan afiliasi perusahaan berkaitan erat dengan Leverage.
16	Stewart C. Myers (2001)	<i>Capital Structure</i>	<i>Ordinary Least Squares (OLS) regression</i>	Struktur Modal berpengaruh positif terhadap profitabilitas perusahaan	Untuk mengurangi adanya tidakan Overinvesment, perusahaan menekan free cash flow dan menambah utang
18	Eugene F. Fama and Kenneth R. French (2002)	<i>Testing Trade-Off and Pecking Order Predictions About Dividends and Debt</i>	<i>Regression</i>	Leverage berpengaruh terhadap profitabilitas perusahaan	Penggunaan target Leverage dalam kajian <i>trade off theory</i> dan <i>Pecking Order teori</i>

18	Alan V. S. Douglas (2010)	<i>Capital Structure, Compensation and Incentives</i>	<i>Regression</i>	<i>Free cash flow berpengaruh terhadap struktur modal</i>	Hubungan arus kas bebas, leverage, convensasi, insentif dan proitabilitas
20	Vikas Mehrotra (2003)	<i>The Design of Financial Policies in Corporate Spin-offs.</i>	<i>Ordinary Least Squares (OLS) regression</i>	Leverage berhubungan negative terhadap profitabilitas dalam kajian <i>Pecking Order Theory</i>	Keputusan manajer dalam sudut pandang ukuran perusahaan menyatakan pentingnya struktur pembiayaan dalam perusahaan
21	Khushbakht Tayyaba (2013)	<i>"Leverage" – An Analysis and Its Impact On Profitability With Reference To Selected Oil And Gas Companies</i>	<i>Descriptive Statistics, Correlation Coefficients and Regression</i>	Leverage (DFL) berhubungan positif dengan profitabilitas (ROA)	Leverage (DOL dan DFL) terhadap Profitabilitas (ROI, ROA dan ROE)
22	Wa.ig, George Yungchih. 2010.	<i>The Impacts of Free Cash Flows and Agency Costs on Firm Performance.</i>			
23	Yuan, J. and Jiang, Y., (2008)	<i>Accounting Informaton Quality, Free Cash Flow and Overinvestment: A Chinece Study the Business</i>			
24	Sandiar. (2012). Electronic	<i>Growth Opportunity Dalam Memoderasi Pengaruh Leverage Dan Debt Maturity Terhadap Keputusan Investasi.</i>			
25	Ruan, Wenjuan; Tian, Gary; and Ma, Shiguang, (2011)	<i>Managerial Ownership, Capital Structure and Firm Value: Evidence from China's Civilian-run Firms.</i>			

26	Pawlina, Grzegorz dan Luc Renneboog. (2005).	<i>Is Investment-Cash Flow Sensitivity Caused by Agency Costs or Asymmetric Information? Evidence from the UK. European Financial Management</i>			
27	Murekefu, Timothy Mahalang'ang'a and Ochuodho Peter Ouma. 2012.	The Relationship Between Dividend Payout and Firm Performance : A Study of Listed Companies in Kenya. <i>European</i>			

BAB III KERANGKA KONSEPTUAL DAN HIPOTESIS

3.1 Kerangka Konseptual

Adaya pemisahan fungsi kepemilikan dengan pengelola dimungkinkan terjadi konflik kepentingan antara pihak internal dan pihak eksternal perusahaan. kepentingan manajemen yang tidak sejalan dengan pemegang saham atau pengguna eksternal lainnya dapat menimbulkan masalah keagenan (*agency theory*). Kondisi ini dikenal sebagai informasi asimetri. Asimetri antara manajemen (*agent*) dengan pemilik (*Principa*) dapat memberikan kesempatan kepada manajemen untuk cenderung berperilaku oportunistik (Jensen, 1976). kecenderungan perilaku oportunistik bagi manajerial muncul sebagai akibat dari adanya masalah keagenan yang terjadi karena adanya ketidakselarasan kepentingan antara pemegang saham (*Principa*) dan manajemen perusahaan (*agent*).

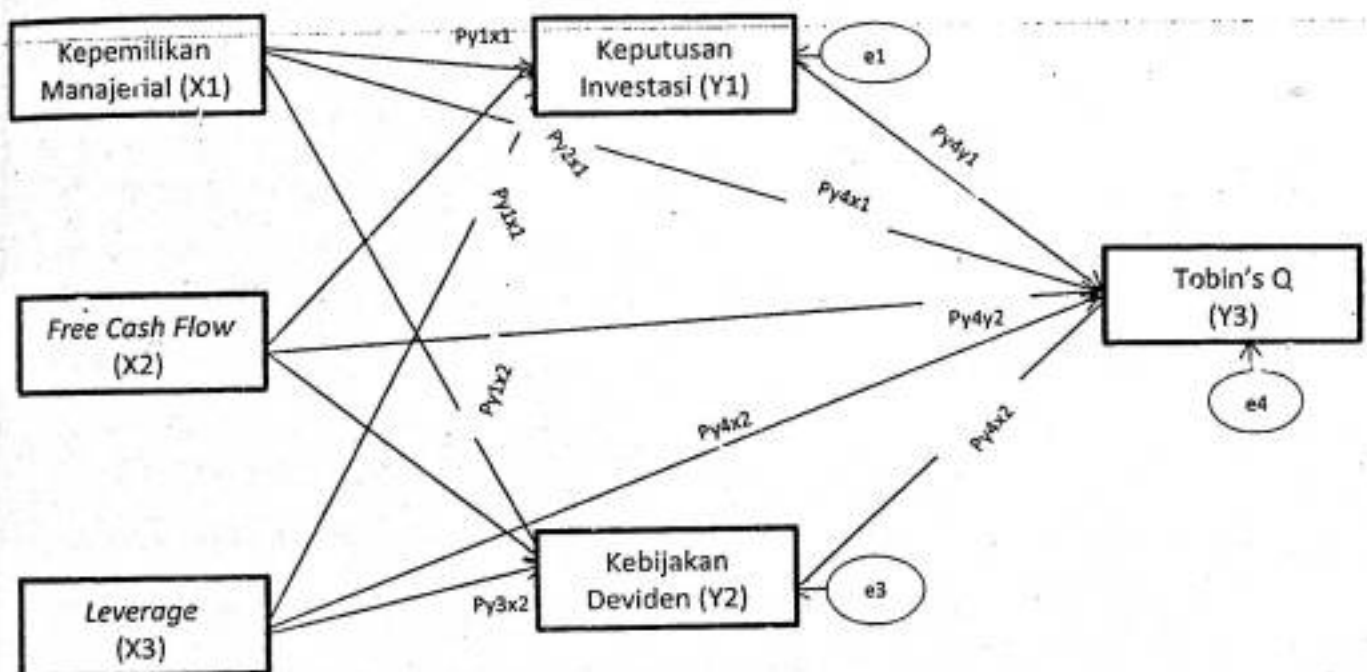
Dengan ketidakselarasan tersebut sehingga keputusan keuangan dalam hal ini, keputusan investasi, keputusan pembiayaan, dan kebijakan dividen diputuskan oleh para manajer perusahaan yang cenderung berperilaku oportunistik, mereka bekerja bukan untuk meningkatkan nilai perusahaan yang berarti mensejahterakan para pemilik perusahaan, tetapi para manajer sebagai agen dari pemegang saham cenderung mengambil tindakan yang hanya memaksimalkan kepentingannya sendiri bila saja tidak ada insentif lain atau tidak dimonitor.

Struktur kepemilikan yang merupakan konsep yang didasarkan pada teori keagenan, diharapkan bisa berfungsi sebagai alat untuk memberikan keyakinan kepada para investor bahwa mereka akan menerima *return* atas dana yang telah diinvestasikan. Oleh karena itu, mekanisme struktur kepemilikan saham

diharapkan dapat mencegah atau meminimumkan perilaku oportunistik dari para manajer.

Berdasarkan beberapa kasus yang telah terjadi, maka dapat dilihat adanya gap antara investor, pemegang saham, dan pemilik dengan kinerja perusahaan, sehingga perlu dikembangkan sebuah model sebagai berikut:

Gambar 2.1
Usulan model teoritik dasar



Sumber: Model Penelitian

Keterangan:

X1 = Struktur Kepemilikan

X2 = Free Cash Flow

X3 = Leverage

Y1 = Keputusan Investasi

Y2 = Kebijakan Dividen

Y3 = Nilai Perusahaan

Kerangka konseptual bertujuan untuk menjelaskan kedudukan variabel-variabel sebagai variabel eksogen, variabel intervening, dan variabel endogen. Hipotesis yang akan disusun nantinya, berasal dari preposisi yang didasarkan pada studi teoritik dan studi empirik. Selain itu akan diketahui pula variabel mana yang terkandung dalam masing-masing hipotesis dan hubungan pengaruh antar variabel tersebut. Pada Gambar 1 di atas, menggambarkan bahwa struktur kepemilikan (X1) *free cash flow* (X2) dan *leverage* (X3) berpengaruh langsung terhadap keputusan investasi (Y1), kebijakan dividen (Y2), dan Nilai Perusahaan (Y3). Sesuai dengan kerangka konseptual pada Gambar 1 diatas, maka persamaan fungsional adalah:

$$Y1 = f(X1, X2, X3) \quad (1)$$

$$Y2 = f(X1, X2, X3) \quad (2)$$

$$Y3 = f(X1, X2, X3, Y1, Y2) \quad (3)$$

Persamaan tersebut di atas adalah fungsi disfungsi (sistem persamaan simultan), maka model yang dikembangkan adalah:

1. Pengaruh Struktur kepemilikan (X1), *free cash flow* (X2) dan *leverage* (X3) terhadap Keputusan investasi (Y1):

$$Y_1 = \alpha_0 + \alpha_1 X_1 + \alpha_2 X_2 + \alpha_3 X_3 + \epsilon_1 \quad (4)$$

Dimana α_0 , α_1 , α_2 , adalah parameter yang akan ditaksir, sedangkan ϵ_1 adalah error term nilai perusahaan.

2. Pengaruh struktur kepemilikan (X1), *Free cash flow* (X2), *leverage* (X3) dan keputusan investasi (Y1) terhadap Kebijakan Dividen (Y2)

$$Y_2 = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \epsilon_2 \quad (5)$$

Dimana β_0 , β_1 , β_2 , dan β_3 adalah parameter yang akan ditaksir, sedangkan ϵ_2 adalah error term kebijakan dividen. Persamaan (5) dapat disederhanakan menjadi:

$$Y_2 = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \epsilon_2$$

$$Y_2 = \theta_0 + \theta_1 X_2 + \theta_2 X_3 + \mu_2 \quad (5a)$$

3. Pengaruh struktur kepemilikan (X_1), *free cash flow* (X_2), *leverage* (X_3), keputusan investasi (Y_1) dan Kebijakan Dividen (Y_2) terhadap Nilai perusahaan (Y_3)

$$Y_3 = \delta_0 + \delta_1 X_1 + \delta_2 X_2 + \delta_3 X_3 + \delta_4 Y_1 + \delta_5 Y_2 + \epsilon_3 \quad (6)$$

Dimana δ_0 , δ_1 , δ_2 , δ_3 dan δ_4 adalah parameter yang akan ditaksir, sedangkan ϵ_3 adalah error term nilai perusahaan. Persamaan (6) dapat disederhanakan menjadi:

$$Y_3 = \delta_0 + \delta_1 X_1 + \delta_2 X_2 + \delta_3 X_3 + \delta_4 Y_1 + \delta_5 Y_2 + \epsilon_3$$

$$Y_3 = \delta_0 + \alpha_0 \delta_4 + \beta_0 \delta_5 + (\delta_1 + \alpha_1 \delta_4) X_1 + (\delta_2 + \alpha_2 \delta_4 + \beta_1 \delta_5) X_2 + (\delta_3 + \alpha_3 \delta_4 + \beta_2 \delta_5) X_3 + \epsilon_1 \delta_4 + \epsilon_2 \delta_5 + \epsilon_3$$

$$Y_3 = \varphi_0 + \varphi_1 X_1 + \varphi_2 X_2 + \varphi_3 X_3 + \mu_3 \quad (6a)$$

Sedemikian rupa sehingga diperoleh :

a. Konstanta:

$$\alpha_0 \quad \quad \quad = \text{konstanta untuk } Y_1$$

$$\theta_0 = (\beta_0) \quad \quad \quad = \text{konstanta untuk } Y_2$$

$$\varphi_0 = (\delta_0 + \alpha_0 \delta_4 + \beta_0 \delta_5) = \text{konstanta untuk } Y_3$$

b. Pengaruh langsung (*direct effect*):

$$\alpha_1 = \text{Besarnya pengaruh langsung } X_1 \text{ terhadap } Y_1$$

$$\alpha_2 = \text{Besarnya pengaruh langsung } X_2 \text{ terhadap } Y_1$$

$$\alpha_3 = \text{Besarnya pengaruh langsung } X_3 \text{ terhadap } Y_1$$

β_1 = Besarnya pengaruh langsung X_2 terhadap Y_2

β_2 = Besarnya pengaruh langsung X_3 terhadap Y_2

δ_1 = Besarnya pengaruh langsung X_4 terhadap Y_3

δ_2 = Besarnya pengaruh langsung X_5 terhadap Y_3

δ_3 = Besarnya pengaruh langsung X_6 terhadap Y_3

δ_4 = Besarnya pengaruh langsung Y_1 terhadap Y_3

δ_5 = Besarnya pengaruh langsung Y_2 terhadap Y_3

c. Pengaruh tidak langsung (indirect effect):

$\alpha_1\delta_4$ = Besarnya pengaruh tak langsung X_1 terhadap Y_3 melalui Y_1

$\alpha_2\delta_4$ = Besarnya pengaruh tak langsung X_2 terhadap Y_3 melalui Y_1

$\alpha_3\delta_4$ = Besarnya pengaruh tak langsung X_3 terhadap Y_3 melalui Y_1

$\beta_1\delta_5$ = Besarnya pengaruh tak langsung X_1 terhadap Y_3 melalui Y_2

$\beta_2\delta_5$ = Besarnya pengaruh tak langsung X_2 terhadap Y_3 melalui Y_2

$\beta_3\delta_5$ = Besarnya pengaruh tak langsung X_3 terhadap Y_3 melalui Y_2

d. Pengaruh Total (total effect):

α_1 = pengaruh total X_1 terhadap Y_1

α_2 = pengaruh total X_2 terhadap Y_1

α_3 = pengaruh total X_3 terhadap Y_1

β_1 = pengaruh total X_1 terhadap Y_2

β_2 = pengaruh total X_2 terhadap Y_2

β_3 = pengaruh total X_3 terhadap Y_2

$\phi_1 = (\delta_1 + \alpha_1\delta_4)$ = pengaruh total X_1 terhadap Y_3

$\phi_2 = (\delta_2 + \alpha_2\delta_4 + \beta_1\delta_5)$ = pengaruh total X_2 terhadap Y_3

$\phi_3 = (\delta_3 + \alpha_3\delta_4 + \beta_2\delta_5)$ = pengaruh total X_3 terhadap Y_3

e. Error term:

Kepemilikan institusional diperkirakan berpengaruh positif terhadap keputusan investasi. Semakin tinggi kepemilikan institusional maka semakin besar pula pengawasan yang diberikan kepada pihak manajerial maka pihak institusional menginginkan adanya dividen yang besar pula sehingga semakin besar dividen yang diberikan kepada pihak institusional maka semakin besar pula investasi yang akan ditanamkan. Semakin tinggi kepemilikan institusional dalam perusahaan maka semakin meningkat pengawasan pihak eksternal terhadap perusahaan dan hal tersebut mengakibatkan menurunnya minat pihak manajerial untuk memperbesar kepemilikannya (Susanto, 2009). Hasil penelitian Machmud dan Djakman (2008) menunjukkan bahwa variabel kepemilikan institusional memiliki arah hubungan yang negatif dengan keputusan investasi. Hal ini disebabkan karena tidak semua pemilik saham institusional menginginkan investasi yang tinggi, karena mereka juga menginginkan kesejahteraan melalui pembayaran dividen. Sedangkan investasi akan mengurangi dividen yang akan mereka terima. Walaupun perannya di dalam perusahaan sebagai *controlling*, tetapi tidak menutup kemungkinan para pemilik institusional ini akan mementingkan kepentingan institusinya dibandingkan dengan kepentingan perusahaan.

Dengan demikian berdasarkan argumen di atas maka hipotesis yang diajukan penulis adalah:

H1a: Struktur kepemilikan berpengaruh positif terhadap Keputusan Investasi.

3.2.2 Struktur Kepemilikan Manajerial Terhadap Kebijakan Dividen

Kepemilikan manajerial adalah tingkat kepemilikan saham pihak manajemen yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan, sedangkan dividen merupakan sebagian dari laba perusahaan yang dapat dibagikan kepada pemegang saham. Dalam kepemilikan manajerial manajer juga mendapat

kesempatan untuk terlibat pada kepemilikan saham demi tujuan menyetarakan kepemilikannya dengan pemegang saham. Semakin besar keterlibatan manajer dalam *management ownership* menyebabkan kinerja perusahaan menjadi lebih baik karena manajer lebih merasa memiliki perusahaan. Kinerja perusahaan yang baik akan berdampak pada dividen yang akan diterima pemegang saham, karena dividen didasarkan pada laba bersih tahun berjalan dan laba bersih tersebut adalah ukuran kinerja perusahaan. Dengan demikian, peneliti dapat mengatakan bahwa kepemilikan manajerial memiliki keterkaitan dengan *dividend payout ratio*. Manajer yang memiliki saham perusahaan akan turut menikmati dividen (Christiawan dan Tarigan, 2007). Oleh karena itu dapat disimpulkan bahwa semakin tinggi tingkat kepemilikan manajer dalam suatu perusahaan, maka semakin besar pula DPR yang dibagikan.

Dengan demikian berdasarkan telaah pustaka yang telah diuraikan di atas maka hipotesis yang diajukan penulis adalah:

H1b= Struktur Kepemilikan saham berpengaruh positif terhadap kebijakan deviden.

3.2.3 Hubungan Struktur Kepemilikan Manajerial terhadap Nilai Perusahaan

Untuk mengurangi biaya keagenan dapat dilakukan dengan peningkatan *insiders ownership*. *Agency problem* bisa dikurangi bila manajer mempunyai kepemilikan saham dalam perusahaan (Jensen and Meckling (1976). Hal ini perlu sebab akan terjadi penyebaran pengambilan keputusan dan risiko. Para manajer umumnya mempunyai kecenderungan untuk menggunakan kelebihan keuntungan untuk konsumsi dan perilaku oportunistik. Para manajer juga mempunyai kecenderungan untuk menggunakan hutang yang tinggi bukan untuk memaksimalkan nilai perusahaan, melainkan untuk kepentingan oportunistik

manajer. Hal ini akan meningkatkan beban bunga hutang karena risiko kebangkrutan perusahaan yang meningkat, sehingga *agency cost of debt* semakin tinggi. *Agency cost of debt* yang tinggi pada gilirannya akan berpengaruh pada penurunann nilai perusahaan. Dengan adanya kepemilikan saham oleh pihak insiders, maka insiders akan ikut memperoleh manfaat langsung atas keputusan-keputusan yang diambilnya, namun juga akan menanggung risiko secara langsung bila keputusan itu salah. Dengan demikian kepemilikan saham oleh insider merupakan insentif untuk meningkatkan kinerja perusahaan.

Iturriaga dan Sanz (1998) yang menyatakan bahwa hubungan struktur kepemilikan manajerial dan nilai perusahaan merupakan hubungan nonmonotonik. Hubungan non-monotonik timbul karena adanya insentif yang dimiliki manajer dan mereka berusaha untuk melakukan pensejajaran kepentingan dengan outsider ownership dengan cara meningkatkan kepemilikan saham mereka jika nilai perusahaan meningkat. Jensen dan Meckling (1976). Jensen dan Meckling (1976) menyatakan salah satu cara untuk mengurangi *agency cost* adalah dengan meningkatkan kepemilikan saham oleh manajemen. Proporsi kepemilikan saham yang dikontrol oleh manajer dapat mempengaruhi kebijakan perusahaan. Kepemilikan manajerial akan mensejajarkan kepentingan manajemen dan pemegang saham (*outsider ownership*), sehingga akan memperoleh manfaat langsung dari keputusan yang diambil serta menanggung kerugian sebagai konsekuensi dari pengambilan keputusan yang salah. Pernyataan tersebut menyatakan bahwa semakin besar proporsi kepemilikan manajemen pada perusahaan, maka manajemen cenderung lebih giat untuk kepentingan pemegang saham yang notabene adalah dirinya sendiri. Dalam kerangka ini, peningkatan *insiders ownership* akan mengurangi konflik keagenan. Pengurangan ini potensial

bagi *misalokasi resources* yang sia-sia dan pada gilirannya meningkatkan nilai perusahaan.

Sementara itu Leland dan Pyle (1977) berpendapat bahwa insider berkeinginan untuk menginvestasikan modalnya kedalam proyek mereka yang berkualitas, dan hal ini dapat mengindikasikan bahwa ekuitas yang dipegang oleh insider dapat bertindak sebagai signal nilai perusahaan. Vermaelen (1981) membuktikan bahwa dalam penilaian terhadap pembelian kembali saham yang telah dijual, para investor meniadang proporsi pemegang saham insider sebagai informasi penting.

Penelitian-penelitian tentang pengaruh kepemilikan institusional terhadap harga saham atau nilai perusahaan telah banyak dilakukan, namun hasil penelitian tersebut masih saling bertentangan. Pound (1998) mengemukakan tiga alternative hipotesis terhadap hubungan antara tingkat kepemilikan institusional dan nilai perusahaan. Hipotesis pertama adalah *the efficient monitoring hypothesis*. Hipotesis ini mengungkapkan bahwa investor individual maupun insider dengan tingkat kepemilikan saham yang rendah (minoritas) memiliki kecenderungan memanfaatkan atau meminjam kekuatan voting yang dimiliki oleh pemegang saham institusional mayoritas untuk mengawasi kinerja manajemen. Dalam hal ini investor institusional mayoritas akan berpihak pada kepentingan pemegang saham minoritas karena memiliki kepentingan yang sama terutama dalam hal insentif ekonomis baik itu jangka panjang (*dividen*), maupun jangka pendek (*abnormal return saham*). Tindakan ini berdampak pada meningkatnya nilai perusahaan yang ditunjukkan melalui kenaikan harga saham di pasar modal. Hipotesis kedua adalah *the strategic alignment hypothesis*. Berbeda dengan hipotesis pertama, hipotesis ini menyatakan bahwa investor institusional mayoritas memiliki kecenderungan

untuk berkompromi atau berpihak kepada manajemen dan mengabaikan kepentingan pemegang saham minoritas. Anggapan bahwa manajemen sering mengambil tindakan atau kebijakan yang non-optimal dan mengarah pada kepentingan pribadi, mengakibatkan strategi aliansi antara investor institusional mayoritas dengan manajemen, ditanggapi negatif oleh pasar. Hal ini berdampak pada penurunan harga saham perusahaan di pasar modal. Hipotesis ketiga adalah *the conflict of interest hypothesis*. Hipotesis ini pada dasarnya memiliki kesamaan konsep dengan hipotesis kedua, yaitu kecenderungan investor institusional mayoritas untuk mengurangi konflik dengan melakukan kompromi dan aliansi dengan pihak manajemen. Sejalan dengan hipotesis kedua, maka hipotesis ini memprediksikan hubungan yang negatif antara kepemilikan saham institusional dengan nilai perusahaan.

Ketiga hipotesis yang dikemukakan di atas, memberikan petunjuk secara terpisah adanya pengaruh positif dan negatif antara kepemilikan institusional dengan kinerja perusahaan. Keterpisahan tersebut pada akhirnya membawa kesimpulan pada hubungan yang tidak konsisten (*conflicting finding*) antara kepemilikan institusional dengan nilai perusahaan. Hasil yang tidak konsisten tersebut membawa dugaan pada hubungan yang non-linier antara kepemilikan institusional dengan nilai perusahaan. Pengaruh positif tingkat kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan akan menunjukkan pengaruh negatif setelah melampaui batas maksimal tertentu. Pada level kepemilikan yang sangat tinggi terdapat kecenderungan investor institusional untuk memaksakan kebijakan tertentu yang non-optimal, dengan mengabaikan kepentingan pemegang saham minoritas melalui kekuatan voting yang dimiliki.

Shleifer dan Vishny (1986) berpendapat bahwa tingkat kepemilikan institusional dalam proporsi yang cukup besar akan mempengaruhi nilai pasar perusahaan. Dasar argumentasi ini adalah semakin besar tingkat kepemilikan saham oleh institusi, maka akan semakin efektif pula mekanisme kontrol terhadap kinerja manajemen. Pendapat ini didukung oleh bukti empiris yang ditemukan oleh Barclay dan Holderness (1990), yang menemukan pengaruh positif-signifikan tingkat kepemilikan institusional dalam jumlah yang cukup besar terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian Shleifer dan Vishny (1986) di atas didukung oleh beberapa peneliti lain, diantaranya adalah studi yang dilakukan oleh Clay (2002) dengan menggunakan data yang diterbitkan oleh Compact Disclosure, CRSP, dan Standard and Poor's Compustat (CST, yang meliputi periode tahun 1998 sampai tahun 1999; Ovtcharova (2003) yang melakukan analisis pada perusahaan yang memiliki book to market ratio dan ukuran yang sama, maka perusahaan dengan kepemilikan institusional yang tinggi akan berdampak pada tingkat hasil yang tinggi pula; Shen, Hsu, dan Chen (2006) yang melakukan studi terhadap 67 perusahaan dalam industri keuangan yang go-publik di Taiwan dari tahun 1990 sampai tahun 1992.

Penelitian lain dengan hasil yang berbeda dilakukan oleh Jennings (2002) yang menunjukkan adanya hubungan empiris yang lemah terhadap hipotesis yang menyatakan bahwa kepemilikan institusional yang tinggi akan mendorong pada pengawasan sehingga meningkatkan nilai perusahaan. Hasil penelitian Jennings (2002) di atas didukung oleh beberapa peneliti lain, diantaranya adalah studi yang dilakukan oleh Lee (2008) pada perusahaan-perusahaan di Korea Selatan. Studi Lee menemukan bahwa kinerja perusahaan yang diukur dengan *rate of return on assets* secara umum meningkat sebagaimana meningkatnya kepemilikan yang

terkonsentrasi, tetapi pengaruh dari kepemilikan luar negeri dan kepemilikan institusional adalah tidak signifikan. Lee juga menemukan bahwa terdapat suatu hubungan berbentuk cembung (*hump-shaped*) antara konsentrasi kepemilikan dan kinerja perusahaan, yang mana puncak kinerja berada pada tingkat pertengahan (*intermediate levels*) dari konsentrasi kepemilikan.

Hasil studi Bhattacharya dan Graham (2007) di Finlandia diantaranya menemukan bukti bahwa persentase kepemilikan saham oleh institusional mempunyai pengaruh yang sebaliknya (negatif) terhadap kinerja keuangan perusahaan yang diukur dengan Tobin's *q* dan dampak itu adalah sangat signifikan, yaitu mempunyai koefisien regresi sebesar -1,974 dengan tingkat signifikansi 1%; Studi Wei, Xie, dan Zhang (2005) terhadap 5284 perusahaan yang sahamnya diperdagangkan di China, periode pengambilan data dari tahun 1991 sampai tahun 2001. Hasil pengujian empiris yang dilakukan oleh Wei, Xie, dan Zhang menunjukkan bahwa kepemilikan institusi (*institutional ownership*) berpengaruh negatif dan signifikan pada tingkat 1% terhadap nilai perusahaan. Shahid (2003) yang melakukan studi di Cairo dan Alexandria Stock Exchange dalam tahun 2000. Hasil analisis regresi yang telah dilakukan menunjukkan bahwa persentase kepemilikan yang dipecah (menjadi *Holding Company*, *Public Banks dan Insurance*, *Public Mutual Funds*, *Other Public Institutions*, *Private Banks dan Insurance*, *Private Mutual Funds*) tidak berpengaruh terhadap kinerja yang diukur dengan indikator-indikator pasar saham (*stock market performance indicators*) seperti rasio-rasio *price earning (P/E)* dan *price to book value (P/BV)*, dengan indikasi bahwa di sana mungkin terdapat faktor-faktor lain (termasuk, ekonomi dan politik) yang mempengaruhi kinerja perusahaan selain struktur kepemilikan. Konsisten dengan konsep bahwa *corporate governance* adalah sebagai

mekanisme kontrol terhadap perilaku oportunistik manajerial, dimana variabel *institutional ownership* adalah sebagai salah satu proksinya.

Dengan demikian berdasarkan telaah pustaka yang telah diuraikan di atas maka hipotesis yang diajukan penulis adalah:

H2= Struktur Kepemilikan saham berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan (*Tobin's q*) yang dicapai.

3.2.4 Hubungan *Free cash flow* Terhadap Keputusan Investasi

Free cash flow hypothesis menyatakan bahwa perusahaan dengan arus kas yang besar, menjadikan manajer memiliki kecenderungan untuk menanamkan modal dalam proyek-proyek dengan *rate of return* yang rendah (Easterbrook, 1984 dan Jensen, 1986). Selanjutnya, Easterbrook (1984) dan Jensen (1986) menyatakan bahwa jumlah kas yang ada di tangan manajer dapat dikurangi dengan dua cara yaitu, dengan meningkatkan dividen kas dan menerbitkan hutang baru. Vogt (1994) dalam penelitiannya menjelaskan bahwa hubungan antara arus kas dan pengeluaran modal dengan menganalisis teori *free cash flow* yang diungkap oleh Jensen (1986) menemukan bahwa arus kas akan berpengaruh signifikan dalam pengeluaran untuk investasi. Ada dua interpretasi untuk hubungan positif ini menurut teori tradisional pertama, hubungan tersebut merupakan hubungan manipulasi masalah keagenan, dimana manajer diperusahaan yang kaya aliran kas bebas terlibat dalam pemborosan (Jensen, 1986, Stulz, 1990), kas bebas bias menjadi insentif bagi manajer untuk memperbesar kerajaan bisnis perusahaan. Manajer mempunyai inisiatif untuk berinvestasi secara berlebihan (*overinvestment*) dikarenakan adanya manfaat moneter atau non moneter yang diasosiasikan dengan ukuran perusahaan. Kedua hubungan positif ini merefleksikan ketidaksempurnaan pasar modal dimana

pendanaan eksternal yang mahal membuat potensi bagi aliran kas internal untuk memperluas set peluang investasi yang mungkin didanai (Fazzari et al., 1988b; Hubbard, 1998; Myers dan Majuf, 1984).

Dalam pandangan keagenan para manajer yang berinvestasi berlebihan (*overinvest*) untuk meraih *private benefit* seperti membangun kerajaan yang besar. Karena pasar modal eksternal membatasi manajer yang akan melakukan investasi yang menguntungkan dirinya, maka arus kas yang berlebih dalam perusahaan dapat menjadi godaan dan memudahkan manajer berinvestasi secara berlebihan dan meningkatkan distorsi investasi. Richardson (2006) menunjukkan bahwa *overinvestment* lebih mungkin terjadi ketika perusahaan memiliki arus kas lebih bebas. cara yang mungkin mengurangi konflik agensi yang berkaitan dengan kelebihan arus kas bebas mencakup kepemilikan saham institusional (Karpavicius & Yu, 2012), utang yang lebih tinggi (Jensen, 1986), dan audit eksternal lebih kuat (Griffin et al., 2010). Hipotesis *free cash flow* ini menunjukkan bahwa hubungan positif antara arus kas dan investasi pada dasarnya merupakan gejala masalah *overinvestment*. Perusahaan cenderung berinvestasi berlebihan bukan karena eksternal capital terlalu mahal tetapi karena internal capital yang terlalu murah. Manajer terkadang lebih memilih investasi yang ber NPV negatif daripada harus membagikan *free cash flow* kepada investor (Jensen, 1986).

Dengan demikian berdasarkan telaah pustaka yang telah diuraikan di atas maka hipotesis yang diajukan penulis adalah:

H3a= *Free Cash Flow* berpengaruh negative terhadap Keputusan Investasi

3.2.5 Pengaruh *Free Cash Flow* terhadap Kebijakan Deviden

Menurut Jensen (1986) mengatakan bahwa jika perusahaan mempunyai *Free Cash Flow*, akan lebih baik bila dibagikan pada pemegang saham dalam bentuk dividen. Hal ini bertujuan untuk menghindari pengambilan keputusan yang buruk bagi pihak manajemen, yang akhirnya berakibat pada naiknya *agency cost*.

Free cash flow hypothesis merupakan pengembangan yang bersifat teoritis dan yang kaya dalam pemodelan dividend sebagai suatu *signals* yang berasal dari informasi pribadi *managerial* atau *entrepreneurial*. Khususnya, literatur empiris yang mencoba untuk menguji paradigma pemberian isyarat yang diragukan menentang suatu dasar pemikiran alternatif untuk dividen yang dikembangkan oleh Jensen (1986), yang didasarkan pada kerangka agen-pemilik. Menurut kerangka ini, dividen digunakan oleh para pemegang saham sebagai suatu alat untuk mengurangi *overinvestment* yang dilakukan oleh para manajer. Para manajer mengendalikan perusahaan; oleh karena itu, mereka akan menginvestasikan *cash* dalam proyek-proyek dengan *net present values* yang negatif, tetapi yang dapat meningkatkan kegunaan pribadi para manajer. Pembayaran dividen akan mengurangi *free cash flow* dan dengan demikian akan mengurangi ruang lingkup para manajer untuk melakukan *overinvestment*.

Mollah *et al.* (2000) mengungkapkan bahwa perusahaan yang memiliki *Free Cash Flow* dalam jumlah yang memadai akan lebih baik dibagikan kepada pemegang saham dalam bentuk dividen untuk menghindari *agency problem*, hal ini dimaksudkan agar *Free Cash Flow* yang ada tidak digunakan untuk sesuatu atau proyek-proyek yang tidak menguntungkan (*wisted on unprofitable*) dengan demikian ketersediaan dana dapat dipakai untuk kemakmuran pemegang saham.

Jensen (1999) yang mengemukakan bahwa jika perusahaan mempunyai arus kas yang berlebihan maka lebih baik dibagikan sebagai dividen kepada para pemegang saham dengan tujuan mengurangi kemungkinan kerugian pada proyek-proyek investasi yang tidak menguntungkan. Hery (2009) dalam hasil penelitian mendapatkan hasil bahwa arus kas berpengaruh positif signifikan terhadap dividen kas. Berdasarkan hasil penelitian antara laba bersih dan arus kas berdasarkan hasil koefisien korelasi didapat bahwa arus kas lebih mempengaruhi dividen kas secara signifikan dibandingkan nilai laba bersih.

Puspita (2009) menemukan bahwa Variabel *cash ratio* memiliki koefisien positif, ini berarti bila *cash ratio* meningkat maka *dividend payout ratio* yang dibagikan juga positif atau meningkat. Variabel *cash ratio* dapat dijadikan sebagai indikator bagi para investor dalam berinvestasi karena jika *cash ratio* meningkat maka *dividend payout ratio* yang dibagikan juga meningkat. Tanda positif dalam variabel *cash ratio* ini menunjukkan bahwa adanya peningkatan jumlah kas dari perusahaan akan meningkatkan pembayaran dividen pula oleh perusahaan. Sehingga semakin likuid suatu perusahaan maka akan semakin besar pembayaran dividen dari perusahaan tersebut. Jumlah kas yang diperoleh perusahaan, sudah memenuhi kewajiban jangka pendeknya, sehingga perusahaan bisa membayar dividen setiap periodenya meningkat. *Free Cash Flow* mempunyai hubungan yang positif terhadap *Dividend Payout Ratio* menurut Handoko (2002), dengan anggapan bahwa semakin banyak *Free Cash Flow* yang dimiliki perusahaan maka dividen yang dibayarkan juga semakin tinggi, yang berarti mengurangi masalah keagenan.

Dengan demikian berdasarkan telaah pustaka yang telah diuraikan di atas maka hipotesis yang diajukan penulis adalah:

H3b= yang diajukan adalah *Free cash flow* berpengaruh positif terhadap kebijakan deviden.

3.2.6 Hubungan Pengaruh *Free cash flow* Terhadap *Tobin's q*

Free cash flow diduga berpengaruh terhadap nilai perusahaan, di mana perusahaan besar cenderung menarik perhatian dan menjadi sorotan publik, sehingga akan mendorong perusahaan tersebut untuk menerapkan struktur dan mekanisme *corporate governance* yang lebih baik, dengan demikian ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan (Durnev dan Kim dalam Darmawati et al. 2006). Di sisi lain, Klapper dan Love, dalam Darmawati et al. (2006), menyatakan bahwa perusahaan kecil memiliki kesempatan bertumbuh yang lebih baik sehingga akan membutuhkan dana eksternal yang lebih besar, yang pada akhirnya ada kebutuhan struktur dan mekanisme *corporate governance* yang baik, dengan demikian ukuran perusahaan berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan.

Simon Herbert (1959), dalam Baysinger dan Hoskisson (1990) menyatakan bahwa manajer mempunyai kecenderungan untuk berperilaku oportunistik dengan memainkan dana yang ditanamkan investor dengan mencari suatu tingkat yang sesuai untuk pertumbuhan perusahaan sebab mereka lebih memperhatikan kepastian kepemilikannya daripada memaksimalkan nilai perusahaan untuk para pemegang saham. Sedangkan kenyataan yang ada pemegang saham telah mendelegasikan kekuasaannya untuk membuat keputusan kepada agen (CEO) dengan harapan bahwa agen akan bertindak dalam kepentingan terbaik mereka (Bonazzi dan Islam, 2007).

Agency theory sebagaimana dikutip Amihud dan Lev (1981) mengungkapkan bahwa, manajer dan pemegang saham mempunyai tujuan yang

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, dalam Bethel dan Julia (1993). Hasil penelitian Grand Jammie dan Thomas sebagaimana dikutip oleh Bethel dan Julia (1993) menunjukkan bahwa manajer dari perusahaan publik cenderung untuk memperluas dan melakukan diversifikasi perusahaan, walaupun tidak meningkatkan nilai perusahaan. Manajer pada perusahaan dengan *free cash flows* yang besar mempunyai kecenderungan untuk melakukan tindakan *overinvestment* dan *excessive perquisites* (Myers dan Majluf, 1984; dan Rao, 1992). Sejalan dengan itu, Jensen (1986) berpendapat bahwa perusahaan dengan *free cash flows* yang substansial cenderung untuk mengadopsi proyek-proyek investasi dengan *net present value* yang negatif, tindakan ini mengakibatkan ukuran perusahaan menjadi besar tetapi tidak meningkatkan nilainya.

Berdasarkan pada telaah pustaka yang telah diuraikan di atas, apabila tidak terjadi permasalahan agensi, maka tidak akan terjadi perilaku oportunistik manajerial. Besarnya ukuran perusahaan (*firm size*) tentunya akan berpengaruh positif terhadap tingkat profitabilitas yang dicapai perusahaan, sebagaimana hasil penelitian yang telah dilakukan Hall dan Weiss (1967).

Dengan demikian berdasarkan telaah pustaka yang telah diuraikan di atas maka hipotesis yang diajukan penulis adalah:

H4= *free cash flow* berpengaruh positif terhadap nilai *Tonbin's q* yang dicapai perusahaan.

3.2.7 Hubungan *Leverage* terhadap Keputusan Investasi.

Dampak *leverage* terhadap keputusan investasi perusahaan merupakan isu sentral dalam perusahaan keuangan. *Leverage* yang tinggi menggambarkan kebijakan/keputusan investasi yang menyimpang (Sandiar, 2012). Menurut Aivazian *et al.* (2005), hubungan antara *leverage* dan investasi adalah teori *over-investment* yang merupakan konflik potensial antara manajer dan pemegang saham. Menurut teori ini, manajer memiliki keinginan untuk memperbesar ukuran perusahaan sehingga terkadang menerima proyek merugikan yang dapat mengurangi kesejahteraan pemegang saham. Kemampuan manajer dalam mengendalikan fluktuasi arus kas dalam perusahaan harus dibatasi dengan penggunaan utang. Penggunaan utang akan membuat manajer perusahaan membayar bunga kepada pemegang obligasi sehingga dalam melakukan investasi manajer akan lebih berhati-hati dan tidak berinvestasi pada proyek yang merugikan perusahaan. *Leverage* merupakan sebuah mekanisme yang digunakan untuk mengurangi terjadinya masalah *overinvestment* dalam perusahaan.

Penelitian Aliahmed (2008) menyatakan bahwa *leverage* merupakan salah satu faktor yang berpengaruh terhadap kebijakan investasi perusahaan. Penelitian Aliahmed (2008) sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Verdi (2006) yang menyatakan bahwa utang dapat merupakan substitusi bagi kas perusahaan dalam melakukan investasi. Utang merupakan substitusi *cash holding* perusahaan yang dapat digunakan sebagai sumber pembiayaan investasi. Perusahaan dapat menahan kas dalam jumlah yang kecil dan menggunakan dana yang diperoleh dari utang untuk investasi perusahaan, sehingga hubungan antara kebijakan utang dan investasi perusahaan adalah positif.

Dengan demikian berdasarkan telaah pustaka yang telah diuraikan di atas maka hipotesis yang diajukan penulis adalah:

H5a= yang diajukan adalah *Leverage* berpengaruh positif terhadap keputusan investasi yang dicapai perusahaan.

3.2.8 Pengaruh *Leverage* terhadap Kebijakan Dividen

Jensen dan Mekling (1976) berpendapat bahwa *agency problem* dapat diatasi dengan melakukan beberapa mekanisme kontrol, salah satunya adalah dengan meningkatkan pendanaan melalui hutang. Jensen (1986), Jensen et al. (1992), Klein et al. (2002) dan Mao (2003) berpendapat bahwa hutang dapat digunakan untuk mengendalikan penggunaan *free cash flow* yang berlebihan oleh manajer pada proyek-proyek investasi dengan NPV negatif yang menyebabkan ketidak-efisienan dalam pengelolaan perusahaan oleh manajemen. Jensen (1986) berpendapat bahwa dengan hutang perusahaan mempunyai kewajiban untuk mengembalikan pinjaman dan membayar beban bunga secara periodik.

Selanjutnya, Jensen (1986) menyatakan bahwa kondisi ini menyebabkan manajer bekerja keras untuk meningkatkan laba sehingga dapat memenuhi kewajiban dari penggunaan hutang tersebut. Sejalan dengan pendapat Jensen (1986) di atas, Grossman dan Hart (1992) menjelaskan bahwa hutang dapat menciptakan suatu insentif bagi para manajer untuk bekerja lebih keras dan membuat keputusan investasi yang lebih baik. Pembiayaan perusahaan untuk menambah modal baru melalui hutang membuat para manajer harus lebih berhati-hati menggunakannya, yang pada gilirannya akan meningkatkan profitabilitas perusahaan. Selanjutnya, beberapa penelitian yang menguji pengaruh profitabilitas terhadap kebijakan dividen menunjukkan hasil yang positif dan signifikan (dapat dilihat dalam: DeAngelo dan DeAngelo, 1990; DeAngelo dan

Skinner, 1992; Baker dan Powell, 2000; Fama and French, 2001; Baker, Veit, dan Powell, 2001; Baker, Mukherjee, dan Paskelian, 2005; Naceur, Goaid, dan Belanes, 2006; Denis dan Osobov, 2007; Al-Malkawi, 2007; Hedensted dan Raaballe, 2007).

Suatu pandangan alternatif tentang kebijakan dividen dari DeAngelo dan DeAngelo (2006) yang mengajukan *life cycle theory* yang mengkombinasikan elemen-elemen teori keagenan dari Jensen (1986) dengan evolusi dalam sekumpulan peluang investasi (IOS) perusahaan seperti yang dikemukakan Fama dan French (2001) dan Grullon, Michaely, dan Swaminathan (2002). Teori ini menjelaskan bahwa perusahaan secara optimal merubah kebijakannya melalui waktu dalam merespon terhadap evolusi dari kumpulan peluang investasi. Teori ini memprediksi bahwa pada tahun-tahun awal, perusahaan membayar sedikit dividen sebab peluang investasi yang dimiliki melebihi perolehan modal internal. Pada tahun-tahun yang belakangan, dana internal yang diperoleh melebihi peluang-peluang investasi, dengan demikian perusahaan secara optimal membayarkan kelebihan dana internal itu sebagai dividen dalam upaya mengurangi kemungkinan bahwa *free cash flow* akan digunakan untuk pemborosan (Denis dan Osobov, 2007). *Residual dividend theory* menjelaskan bahwa adanya biaya penerbitan saham baru, menyebabkan perusahaan lebih mengutamakan pendanaan internal. Dengan demikian, perusahaan akan melakukan pembayaran dividen setelah dana untuk kebutuhan investasi terpenuhi, atau dengan kata lain hanya jika ada pendapatan tersisa atau pendapatan residual, maka dividen dibayarkan (Martin et al., 1994).

Selanjutnya, Brigham dan Houston (2001) menjelaskan bahwa *residual dividend model* adalah gabungan tiga elemen terakhir dari empat faktor yang

merupakan fungsi dari rasio pembayaran dividen yang optimal, yaitu: (1) pilihan investor atas dividen lawan keuntungan modal, (2) peluang investasi perusahaan, (3) struktur modal yang ditargetkan, dan (4) ketersediaan dan biaya dari modal eksternal. Keputusan pendanaan dengan teori statis atau *balance theory* didasarkan pada struktur modal yang optimal, yaitu menyeimbangkan manfaat dari penghematan pajak atas penggunaan hutang terhadap biaya kebangkrutan (Myers, 1984 dan Paskin, 1989). Tujuan dari teori statis ini adalah menyeimbangkan modal sendiri dengan modal luar. Sepanjang manfaat penggunaan hutang masih besar, hutang akan ditambah, tetapi bila pengorbanan menggunakan hutang sudah lebih besar maka hutang tidak lagi optimal untuk ditambah (Myers, 1984). Dengan demikian, struktur modal optimal yang ditargetkan perusahaan merupakan kombinasi antara modal sendiri dan hutang yang dapat menyeimbangkan antara risiko dan return sehingga harga saham adalah maksimum (Lumbantobing, 2008).

Berdasarkan penjeiasan *life cycle theory*, *residual dividend model*, dan *balance theory* dapat disimpulkan bahwa ketika perusahaan (yang *profitable* dan tumbuh) melakukan tambahan investasi, selain akan menahan sebagian keuntungannya juga menambah hutang untuk mencapai struktur modal optimal yang ditargetkan. Bagian keuntungan yang tidak ditahan itu tentunya dibagikan kepada shareholders sebagai dividen tunai. Dengan demikian, semakin besar tambahan hutang untuk membentuk stuktur modal optimal yang ditargetkan itu, maka semakin besar bagian keuntungan yang akan dibagikan sebagai dividen tunai. Pembayaran dividen dapat memaksa manajer mencari sumber pendanaan baru yang bersifat eksternal, diantaranya adalah menggunakan hutang (Crutchley dan Hansen, 1989). Walaupun tidak menimbulkan hutang baru, dividen dibayar

melalui laba bersih di dalam perusahaan sehingga mengurangi laba ditahan dan akhirnya ekuitas perusahaan. Dividen yang tinggi berarti bahwa perusahaan akan lebih banyak menggunakan debt untuk membiayai investasinya, untuk menjaga struktur modal optimalnya (Emery dan Finnerty, 1997: 568). Hasil akhir yang diperoleh sama yaitu peningkatan proporsi hutang dalam struktur modal perusahaan (Easterbrook, 1984; dalam Chyntia A. Utama, 2003).

Dengan demikian, berdasarkan telaah pustaka yang telah diuraikan di atas, maka hipotesis yang diajukan penulis adalah:

H5b= *Leverage* berpengaruh positif terhadap kebijakan deviden

3.2.9 *Leverage terhadap Tobin's q*

Keputusan pendanaan adalah pemilihan struktur keuangan, yang menyangkut bauran pendanaan yang berasal dari modal sendiri dan utang yang akan digunakan oleh perusahaan. Pemilihan struktur keuangan ini pada akhirnya menyangkut penentuan banyaknya utang (*leverage keuangan*) yang akan digunakan oleh perusahaan untuk mendanai aktivasinya. Pendanaan dengan modal sendiri maupun dengan menggunakan utang akan menimbulkan biaya. Biaya ini dikenal dengan istilah biaya modal. Ada beberapa definisi tentang leverage. Definisi yang akan digunakan tergantung pada tujuan analisis (Rajan & Zingales, 1995). Leverage dapat diukur dengan menggunakan nilai buku maupun dengan nilai pasar. *Leverage* didefinisikan sebagai rasio nilai buku utang terhadap nilai buku aktiva dalam penelitian ini. Hubungan antara struktur modal dan nilai perusahaan menjadi perdebatan, baik secara teoritis maupun dalam penelitian empiris. Modigliani and Miller (1958, 1963) menunjukkan bahwa dalam pasar sempurna tanpa pajak, *leverage* tidak ada hubungannya dengan nilai perusahaan. Apabila ada pajak, pembayaran bunga akan menimbulkan penghematan pajak,

sehingga relasi antara nilai perusahaan dengan struktur modal adalah positif. Miller (1977) menambahkan pajak perorangan dalam analisisnya dan menunjukkan bahwa penggunaan utang yang optimal terjadi di tingkat makro, tetapi tidak terjadi pada tingkat perusahaan. Penelitian lain menambahkan dalam pasar tidak sempurna, ada berbagai masalah yang mempengaruhi struktur modal optimal yang akan memaksimalkan nilai perusahaan, misalnya biaya kebangkrutan (Baxter & Cragg, 1970; Stiglitz, 1972; Kraus & Litzemberger, 1973; Kim, 1978), biaya keagenan (Jensen & Meckling, 1976), dan keuntungan penghematan pajak karena penggunaan leverage (DeAngelo & Masulis, 1980). Analisis- analisis mereka mengukuhkan keberadaan struktur modal optimal. DeAngelo and Masulis (1980) menunjukkan dengan adanya substitusi penghematan pajak untuk utang (seperti depresiasi, amortisasi dan kredit pajak investasi). Oleh karena itu, setiap perusahaan mempunyai keputusan *leverage optimal internal* yang unik dengan atau tanpa biaya yang berhubungan dengan *leverage*.

Dengan demikian, berdasarkan telaah pustaka yang telah diuraikan di atas, maka hipotesis yang diajukan penulis adalah:

H6= yang diajukan adalah *Leverage* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

3.2.10 Hubungan Keputusan Investasi Terhadap Nilai Perusahaan

Miller dan Modigliani (1961) menyatakan bahwa nilai perusahaan hanya ditentukan oleh kemampuan dasarnya untuk menghasilkan laba dan risiko bisnisnya. Dengan kata lain, Miller dan Modigliani berpendapat bahwa nilai perusahaan tergantung semata-mata pada pendapatan yang dihasilkan oleh aktivitya, bukan pada bagaimana pendapatan tersebut dibagi diantara dividen

dan laba yang ditahan. Pernyataan ini didukung oleh Black dan Scholes (1974), Pettit (1974) dan Miller dan Scholes (1983). Hasil penelitian Utama dan Santosa (1998) yang dilakukan di Bursa Efek Jakarta menemukan bukti bahwa dari empat faktor fundamental yang dianalisis hanya faktor keputusan investasi yang mempunyai pengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan yang diproksi dengan *price to book value (P/BV)*, sedangkan ketiga faktor lainnya, seperti prospek pertumbuhan, tingkat risiko, dan kebijakan dividen memberikan hasil yang tidak signifikan.

Berbagai studi telah dilakukan untuk membuktikan bahwa nilai perusahaan adalah berhubungan positif dan signifikan dengan harga saham perusahaan (diantaranya hasil studi Ball dan Brown, 1968; Beaver, 1968; Beaver et al., 1979; Kormendi dan Lipe, 1987; Lipe 1986; Collins dan Kothari, 1989). Natarsyah S. (2002) menganalisis pengaruh faktor fundamental dan risiko sistematis terhadap harga saham. Penelitian ini merupakan studi terhadap 16 perusahaan dalam industri barang konsumsi yang *go public* di Bursa Efek Jakarta periode tahun 1990 sampai tahun 1997 dengan mengasumsikan bahwa harga saham merupakan fungsi dari ROA, ROE, ROI, Beta, Book Value, *Debt to Equity Ratio* dan *Required Rate of Return*. Hasil pengujian menunjukkan bahwa faktor fundamental seperti *return on assets*, *dividend payout ratio*, *debt to equity ratio*, *book value equity per share*, dan *indeks beta* berpengaruh terhadap harga saham suatu perusahaan. Pengujian tentang relevansi laba akuntansi (*return on equity*) yang dilakukan oleh beberapa peneliti banyak dimotivasi oleh hasil studi Ohlson (1995) dan Feltham dan Ohlson (1995, 1996). Penelitian-penelitian yang banyak diwarnai oleh kedua studi tersebut yang menggunakan gabungan laba dan nilai buku antara lain Barth et al. (1998), Burgstahler dan Dichev (1997), Collins et al. (1997), Collins et al.

(1999), Francis dan Schipper (1999), Ely dan Waymire (1999) dan Ali dan Hwang (2000). Temuan utama dari studi-studi tersebut menunjukkan bahwa laba dan nilai buku merupakan faktor yang signifikan mempengaruhi harga saham.

Dengan demikian, berdasarkan telaah pustaka yang telah diuraikan di atas, maka hipotesis

H7a= Keputusan Investasi berpengaruh positif terhadap nilai *Tobin's q* yang dicapai perusahaan.

3.2.11 Pengaruh Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan

Penelitian ini dilatarbelakangi oleh adanya kesimpangsiuran dampak dari kebijakan dividen terhadap harga saham atau nilai perusahaan. Miller dan Modigliani (1961) mengemukakan bahwa dengan asumsi pasar sempurna, perilaku rasional dan kepastian yang sempurna, menemukan hubungan bahwa nilai perusahaan dan kebijakan dividen adalah tidak relevan. Pada kenyataannya, terdapat *informational asymmetry*, dimana pihak yang melakukan penjualan memiliki informasi yang lebih banyak mengenai kondisi perusahaan dibandingkan dengan pihak calon investor. Terdapatnya informasi yang berbeda tersebut, akan mendorong peran dividen sebagai signal bagi pihak luar (Dong, Robinson, dan Veld, 2005). Studi Amihud dan Li (2002) menyimpulkan bahwa terjadi fenomena *disappearing dividend* yang menunjukkan penurunan kandungan informasi yang ada dalam kebijakan pembayaran dividen. Penurunan kandungan informasi ini diprediksi merupakan akibat dari peningkatan kepemilikan institusi, dimana institusi memiliki informasi yang lebih baik daripada pemegang saham individu. Hal ini berdampak pada saat pengumuman dividen, informasi yang ada dalam pembayaran dividen telah tercermin dari harga saham yang ada di pasar.

Sehingga kebijakan pembayaran dividen menjadi sangat mahal dan kurang mengandung informasi.

DeAngelo, DeAangelo dan Skinner (2002) melakukan penelitian untuk membuktikan apakah dividen sudah kurang informatif (*dissapparing dividend*). Hasil penelitian menunjukkan meskipun hanya sedikit jumlah perusahaan yang melakukan pembayaran dividen, namun dividen sendiri tetap menarik perhatian dengan total dividen riil yang dibayarkan mengalami kenaikan 16,3% pada tahun 2000 bila dibandingkan dengan tahun 1978. Penelitian ini juga menemukan bukti bahwa dengan berpedoman pada *signaling theory*, maka kebijakan dividen masih tetap memiliki kandungan informasi khususnya pada perusahaan skala kecil yang kurang terkenal dan jarang diulas di media masa. Skinner (2004) menemukan bukti bahwa saat ini kandungan informasi dalam pembayaran dividen semakin berkurang bila dibandingkan dengan awal abad 20. Skinner berargumen bahwa pada awal abad 20 manajer kurang memiliki sarana untuk menyampaikan informasi yang ada di perusahaan selain melalui laporan keuangan. Dalam lingkungan seperti ini, maka kebijakan dividen dapat merupakan signal mengenai kondisi prospek perusahaan. Namun saat ini, dimana manajer hampir selalu mengkomunikasikan informasi yang ada pada perusahaan dengan menggunakan berbagai media berbasis teknologi informasi maka kandungan informasi yang ada dalam kebijakan pembayaran dividen menjadi berkurang.

Survei Bray *et al.* (2005) tentang kebijakan pembayaran dividen yang dilakukan pada abad 21 terhadap 384 eksekutif keuangan, dengan cara depth interview dan menanyakan 23 faktor yang diprediksi dapat menentukan dalam pembuatan kebijakan dividen. Hasil survei menunjukkan bahwa: 1) kebijakan dividen adalah bersifat konservatif dimana perusahaan menolak untuk melakukan

pengurangan pembayaran dividen, dan 2) para eksekutif tetap percaya bahwa kebijakan pembayaran dividen memiliki kandungan informasi yang berguna bagi investor. Kebijakan pembayaran dividen merupakan suatu kebijakan yang mahal, Karena perusahaan harus menyediakan dana yang besar untuk keperluan itu. Perusahaan umumnya menganut kebijakan konservatif dengan pembayaran dividen yang stabil. Hanya perusahaan dengan tingkat profitabilitas yang tinggi dan prospek ke depan yang cerah, yang mampu untuk membagikan dividen. Banyak perusahaan yang mengkomunikasikan bahwa perusahaannya memiliki prospek ke depan yang cerah dan tidak menghadapi masalah keuangan. Namun, perusahaan yang kurang prospektif dan menghadapi masalah keuangan sudah tentu akan kesulitan untuk membayar dividen. Hal ini beruampak pada perusahaan yang membagikan dividen, dengan cara memberikan tanda (signal) kepada pasar bahwa perusahaan tersebut memiliki prospek ke depan yang cerah dan mampu untuk mempertahankan suatu tingkat kebijakan dividen yang telah ditetapkan pada periode sebelumnya.

Dengan demikian, berdasarkan telaah pustaka yang telah diuraikan di atas, maka hipotesis yang diajukan penulis adalah

H7b= *Dividen payout ratio* berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan (*Tobin's q*).

BAB IV

METODE PENELITIAN

4.1 Rancangan Penelitian

Penelitian ini berbentuk penelitian survey yang bersifat *Explanatory Research* yaitu menjelaskan gejala yang ditimbulkan oleh suatu objek penelitian. Penelitian ini dilakukan karena proses penelitian dilakukan untuk mengkonfirmasi dan menguji hubungan antar variabel (*causal research*) yakni secara khusus akan dilakukan uji hipotesis dalam persamaan struktural (Sakaran, 2006). *Causal research* adalah penelitian yang dirancang untuk mengidentifikasi penyebab dan efek setiap hubungan antar variabel pada masalah penelitian yang telah jelas didefinisikan (Zikmund, 1994).

Penelitian ini menggunakan data pooling yaitu penggabungan antara data *time series* dan *cross section* untuk mendapatkan nilai pengaruh struktur kepemilikan manajerial, *free cash flow*, *leverage*, keputusan investasi dan kebijakan deviden terhadap nilai perusahaan. Pengambilan data dilakukan dengan metode survei yaitu dengan memilih sampel di antara populasi yang ada berdasarkan karakteristik tertentu.

4.2 Populasi dan Sampel

4.2.1 Populasi

Populasi adalah kumpulan individu atau obyek penelitian yang memiliki kualitas serta ciri-ciri yang telah ditetapkan. Berdasarkan pada kualitas dan ciri-ciri tersebut, populasi dapat dipahami sebagai kelompok individu atau obyek pengamatan yang minimal memiliki satu persamaan karakteristik (Cooper dan

Emory, 1980). Adapun populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan sektor manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI), dengan periode pengamatan mulai dari tahun 2009 sampai dengan tahun 2016. Jumlah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa efek Indonesia sampai periode penelitian sebanyak 141 Perusahaan.

Alasan digunakannya rentang waktu ini adalah sebagai berikut: Pertama, penelitian ini menggunakan panel data atau *pooled data* yaitu gabungan antara *crosssection data* dengan *time series data*. Jadi, semakin lebar rentang waktu yang digunakan, maka akan semakin banyak jumlah sampel yang dapat diperoleh; Kedua, data tahun 2010 digunakan sebagai awal periode, dengan harapan dapat diperoleh laporan keuangan dengan kondisi perusahaan yang lebih obyektif, karena relatif jauh dari krisis keuangan yang terjadi pada tahun 1997; Ketiga, data tahun 2016 digunakan sebagai akhir periode, karena pada waktu pengumpulan data, Bursa Efek Indonesia (BEI) terakhir menerbitkan ICMD untuk tahun 2016, yang memuat laporan keuangan perusahaan-perusahaan untuk tahun 2016. Selanjutnya, berdasarkan fenomena bisnis yang telah diuraikan pada Bab I, dapat diketahui bahwa jumlah seluruh perusahaan sektor manufaktur yang terdaftar di BEI antara tahun 2010 sampai dengan tahun 2016.

Berikut yang menggambarkan industri yang dijadikan Populasi dan yang menjadi sample penelitian ini.

Tabel 4.1 Perusahaan Manufaktur Di Bursa Efek Indonesia

No	Sektor Industri	Tahun Penelitian						
		2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
1	Sektor Semen	3	3	3	3	4	5	5
2	Keramik, Porselen & Kaca	6	6	6	6	6	6	6
3	Sektor logam & sejenisnya	16	16	16	16	17	17	17
4	Sektor Kimia	10	10	10	10	10	10	10
5	Plastik dan Kemasan	12	12	12	11	11	13	13

6	Pakan Ternak	5	5	5	5	4	4	4
7	Kayu & Pengolahannya	2	2	2	2	2	2	2
8	Pulp & Kertas	9	9	9	9	9	8	8
9	Mesin dan Alat Berat	-	-	-	-	1	1	1
10	Otomotif & Komponen	12	12	12	12	12	12	12
11	Tekstil & Garment	17	17	17	18	18	17	17
12	Alas Kaki	3	3	3	3	2	2	2
13	Kabel	6	6	6	6	6	6	6
14	Elektronika	1	1	1	1	1	1	1
15	Makanan & Minuman	14	15	15	16	16	16	15
16	Rokok	3	3	3	4	4	4	4
17	Farmasi	9	9	9	9	10	10	10
18	Kosmetik & Barang Keperluan RT	5	4	4	4	4	4	4
19	Peralatan Rumah Tangga	3	3	3	3	3	4	4
	Jumlah	141	141	141	143	141	142	141

Sumber: Indonesian Capital Market Directory (2015)

4.2.2 Sample

Metode pengambilan sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah *purposive sampling*. Metode *purposive* ini merupakan metode pengambilan sampel dimana peneliti memiliki kriteria atau tujuan tertentu terhadap sampel yang akan diteliti (Indriantoro, 1999). Adapun kriteria sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah, sebagai berikut: (1) perusahaan tersebut mempublikasikan laporan keuangan per 31 Desember untuk tahun buku 2010 sampai dengan tahun buku 2016; (2) perusahaan tersebut membagikan dividen yang dapat diukur dengan *dividend payout ratio*; (3) tersedia data tentang persentase saham yang dimiliki oleh institusi (*institutional ownership*) dan manajer; (6) perusahaan tersebut mempunyai informasi yang berkaitan dengan berbagai pengukuran variabel, seperti: nilai perusahaan yang diproksi dengan *tobin's q*, Perilaku oportunistik manajerial yang proksi dengan *Leverage* dan *systemic risk*, dan *total asset*, keputusan investasi yang di proksi dengan *price earning ratio*, keputusan pendanaan yang diproksi dengan *Debt on equity ratio* (DER) dan Kebijakan dividen yang diproksi dengan *dividen payout ratio*.

Berdasarkan fenomena bisnis yang telah diuraikan pada Bab I, dapat diketahui bahwa jumlah seluruh perusahaan sektor manufaktur yang terdaftar di BEI antara tahun 2000 sampai dengan tahun 2007 adalah sebanyak 142 perusahaan. Selanjutnya, dikemukakan proses pemilihan sampel yang ditempuh dalam penelitian ini, dan disajikan pada Tabel 3.1 sebagai berikut:

Tabel 4.1 Proses Pemilihan sampel Penelitian Periode Tahun 2010-2016

No	Kriteria yang digunakan	Jumlah
1.	Perusahaan public yang listing sampai 2016	473
2.	Perusahaan yang bukan manufaktur	331
3.	Perusahaan manufaktur	142
4.	Perusahaan Manufaktur yang tidak listing berturut-turut selama periode 2010-2016	14 128
5.	Perusahaan manufaktur yang tidak lengkap memenuhi persyaratan variabel selama periode 2010-2016	6
6.	Perusahaan yang layak diadakan sampel	122

Sumber: *Indonesian Capital Market Directory* yang diolah kembali

Berdasarkan Tabel 4.1 di atas, Kriteria jumlah sampel menggunakan jumlah sampel minimum yang dipersyaratkan. Untuk model SEM, jumlah minimal sampel yang dipersyaratkan 100 – 200 unit atau jumlah sampel minimal adalah 5 x variabel bebas / indikator, pendapat Hair (1999), Ferdinand (2006), Ghazali (2007). sehingga total sampel yang digunakan adalah 107 perusahaan x 7 tahun = 749 unit yaitu dari tahun 2010– 2016. Jumlah perusahaan yang masuk dalam kriteria untuk dijadikan sampel sebanyak 122 perusahaan

Table 4.2 Sample penelitian Periode Tahun 2010-2016

Simbol	Nama Industri	Jumlah Perusahaan
1. <i>Cement (Ind31)</i>	Sektor Semen	4
2. <i>Ceramics (Ind32)</i>	Keramik, Porselen & Kaca	6
3. <i>Metal (Ind33)</i>	Sektor Logam & Sejenisnya	13
4. <i>Chemical (Ind34)</i>	Sektor Kimia	10
5. <i>Plastics (Ind35)</i>	Plastik dan Kemasan	12
6. <i>Animal (Ind91)</i>	Pakan Ternak	6
7. <i>Wood (Ind37)</i>	Kayu & Pengolahannya	2
8. <i>Pulp (Ind38)</i>	Pulp & Kertas	18

9. <i>Automotive (Ind42)</i>	Otomotif & Komponen	11
10. <i>Textile (Ind43)</i>	Tekstil & Garment	3
11. <i>Footwear (Ind44)</i>	Alas Kaki	1
12. <i>Electronics</i>	Elektronika	2
13. <i>Food (Ind51)</i>	Makanan & Minuman	8
14. <i>Tobacco (Ind52)</i>	Rokok	5
15. <i>Pharmace (Ind53)</i>	Farmasi	9
16. <i>Cosmetics(Ind54)</i>	Kosmetik & Barang Keperluan RT	4
17. <i>Houseware (Ind55)</i>	Peralatan Rumah Tangga	3
	Jumlah sampel perusahaan	122

Sumber: Indonesian Capital Market Directory

4.3 Jenis dan Sumber Data

Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data kuantitatif, yaitu data yang dinyatakan dengan angka-angka yang menunjukkan besarnya nilai variabel yang diteliti. Sedangkan sumber data dalam penelitian ini adalah data sekunder, yaitu data yang didapat dari pihak lain yang telah menghimpunnya terlebih dahulu. Sumber data yang digunakan terdiri dari;

- (1) *Indonesian Capital Marker Directory (ICMD)*, terbitan tahun 2010 sampai dengan tahun 2016;
- (2) Laporan tahunan (annual report) untuk semua perusahaan Manufaktur yang menjadi anggota sampel, untuk tahun 2010 sampai dengan tahun 2016;
- (3) *JSX Monthly Statistic*, untuk terbitan Januari tahun 2010 sampai dengan Desember tahun 2016.
- (4) Disertasi dan Jurnal-jurnal yang berkaitan dengan penelitian ini

Berdasarkan dimensi waktu dan urutan waktu, penelitian ini bersifat *cross-sectional* dan *time series* atau disebut data panel (*data pooled*), karena selain mengambil sampel berupa kejadian pada suatu waktu tertentu juga mengambil sampel berdasar urutan waktu.

4.4 Metode dan Alat Analisis

Metode analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah model persamaan struktural atau *Structural Equation Modeling* (SEM) untuk mengetahui hubungan kausalitas antar variabel laten yang terdapat dalam persamaan struktural (Wijaya, 2009). Untuk menganalisis data hasil survei, menginterpretasi hasil penelitian serta untuk menguji hipotesis, maka digunakan analisis deskriptif, pengujian model pengukuran, pengujian model overall, pengujian model struktural serta pengujian hubungan variabel tobservasi.

Untuk memudahkan proses analisis digunakan beberapa program aplikasi statistik, antara lain SPSS versi 20 (*Statistical Program for Social Science*) dan AMOS (*Analysis Moment of Structure*) versi 20 yang merupakan paket dalam program SEM (*Structural Equation Model*).

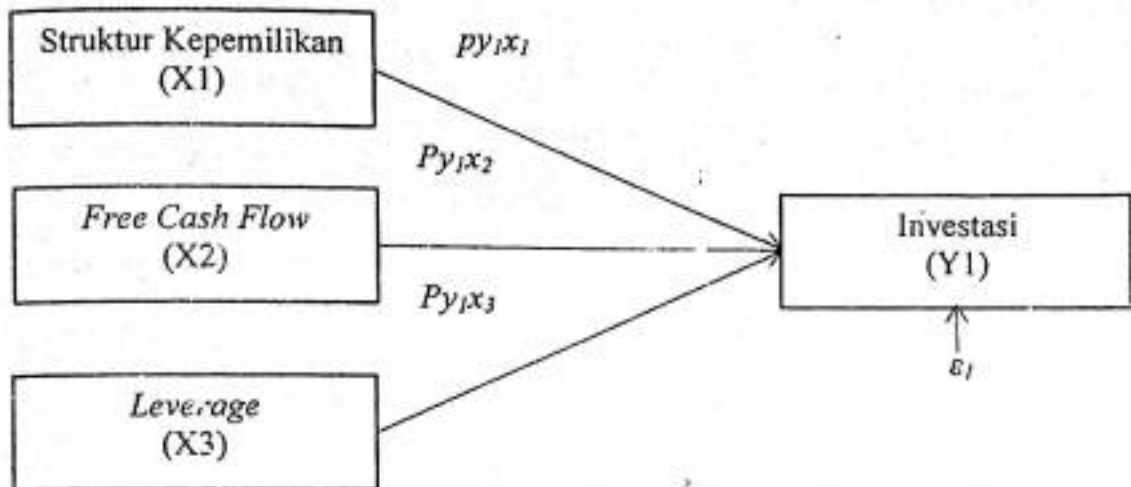
Adapun struktur yang digunakan berdasarkan kerangka penelitian empiris adalah sebagai berikut:

4.4.1 Diagram Jalur Pengujian Empiris

Hubungan kausalitas antara struktur kepemilikan dengan perilaku oportunistik manajerial, disajikan dalam Gambar 4.1, sebagai berikut:

1. Pengaruh Struktur Kepemilikan, *Free Cash Flow*, dan *Leverage* Terhadap keputusan Investasi:

$$Y_1 = \rho_{y_1x_1} X_1 + \rho_{y_1x_2} X_2 + \rho_{y_1x_3} X_3 + \rho_{y_1x_4} X_4 + \rho_{y_1}\epsilon_1 \quad (1)$$



Sub struktur -1. Hubungan Kausal X_1, X_2, X_3 , Terhadap Y_1

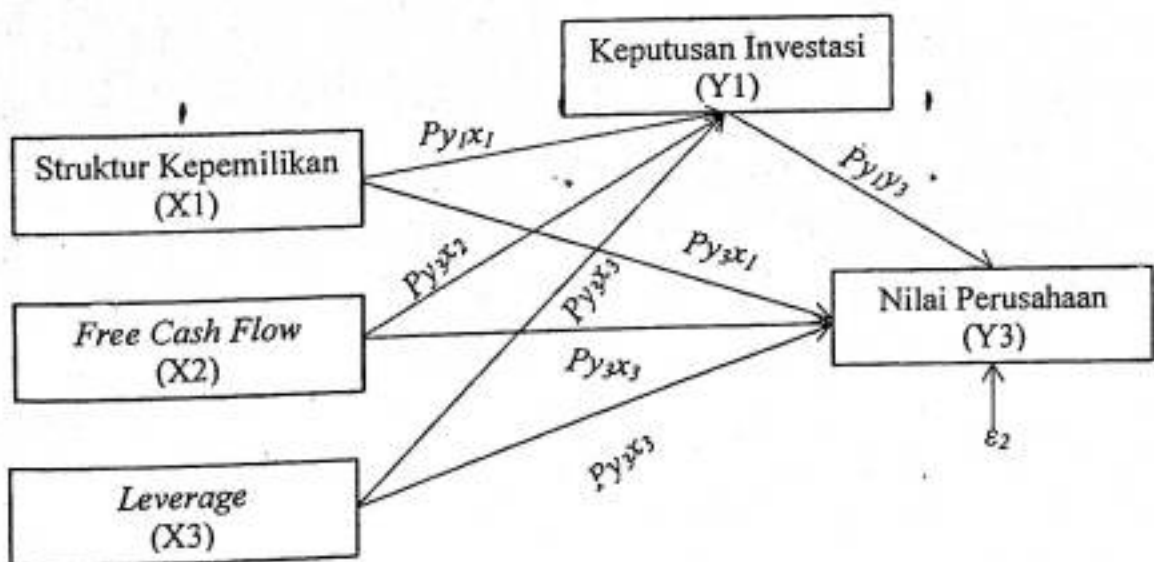
Keterangan:

Variabel Endogen (Y_1) = Keputusan Investasi

Variabel Eksogen (X_1, X_2, X_3, X_4) = Struktur Kepemilikan, *Free Cash Flow*, *Leverage*.

2. Pengaruh Struktur Kepemilikan, *Free Cash Flow*, *Leverage* dan Keputusan Investasi Terhadap Nilai Perusahaan :

$$Y_2 = \rho_{y_2x_1} X_1 + \rho_{y_2x_2} X_2 + \rho_{y_2x_3} X_3 + \rho_{y_2x_4} X_4 + \rho_{y_2y_1} Y_1 + \rho_{y_2}\epsilon_2 \quad (3)$$



Sub Struktur -3 Hubungan Kausal $X_1, X_2, X_3, Y_1, \text{ dan } Y_2$ terhadap Y_3 .

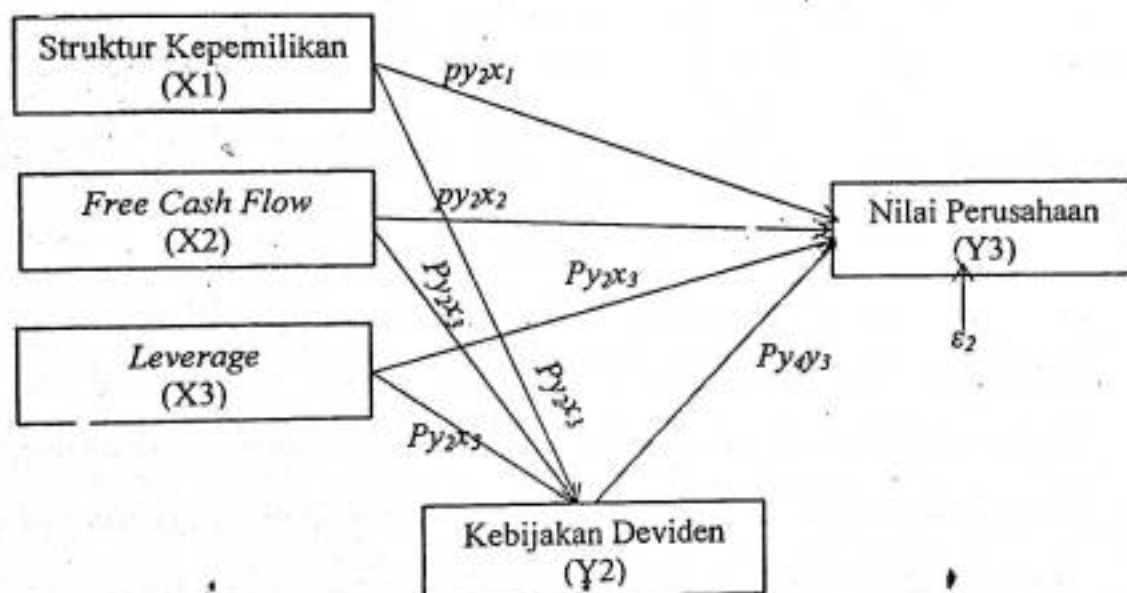
Keterangan :

Variabel Endogen (Y) = Nilai

Variabel eksogen ($X_1, X_2, X_3, Y_1, \text{ dan } Y_2$) = Struktur Kepemilikan, *Free Cash Flow*, *Leverage*, keputusan investasi dan Keputusan Pembiayaan

3. Pengaruh Struktur Kpemilikan, *Free Cash Flow*, *Leverage*, dan Kebijakan Deviden Terhadap Nilai Perusahaan:

$$Y_4 = \rho_{y_3x_1} X_1 + \rho_{y_3x_2} X_2 + \rho_{y_3x_3} X_3 + \rho_{y_3x_4} X_4 + \rho_{y_2y_3} Y_3 + \rho_{y_2\varepsilon_2} \varepsilon_2 \quad (3)$$



Selanjutnya untuk memudahkan dalam pengujian terhadap pernyataan hipotesis mediasi maka disusun table 4.3 yang menyajikan besar dan arah koefisien pengaruh langsung dan tidak langsung dari variabel Struktur kepemilikan (ONWN), *Free cash flow* (FCF), dan *leverage* (LEV) terhadap

Tobin's q yang dimediasi oleh, keputusan investasi, dan kebijakan deviden, sebagai berikut:

TABEL 4.3
PENGARUH LANGSUNG DAN TIDAK LANGSUNG OWN FCF, LEV DAN RISK TERHADAP TOBIN'S Q YANG DIMEDIASI OLEH PER, DER DAN DPR

KETERANGAN	Variabel Independen		
	MOWN	FCF	LEV
Pengaruh langsung variabel exogen terhadap endogen (Tobin's q)	$\rho Y_4 X_1$	$\rho Y_4 X_2$	$\rho Y_4 X_3$
Pengaruh langsung variabel exogen terhadap PER, dan DPR	$\rho Y_1 X_1$ $\rho Y_2 X_1$ $\rho Y_3 X_1$	$\rho Y_1 X_2$ $\rho Y_2 X_2$ $\rho Y_3 X_2$	$\rho Y_1 X_3$ $\rho Y_2 X_3$ $\rho Y_3 X_3$
Pengaruh tidak langsung (melalui PER, dan DPR) variabel exogen terhadap variabel endogen (Tobin's q)	$\rho Y_1 X_1$ $\rho Y_4 Y_1$ $\rho Y_2 X_1$ $\rho Y_4 Y_2$ $\rho Y_3 X_1$ $\rho Y_4 Y_3$	$\rho Y_1 X_2$ $\rho Y_4 Y_2$ $\rho Y_2 X_2$ $\rho Y_4 Y_2$ $\rho Y_3 X_2$ $\rho Y_4 Y_3$	$\rho Y_1 X_3$ $\rho Y_4 Y_1$ $\rho Y_2 X_3$ $\rho Y_4 Y_2$ $\rho Y_3 X_3$ $\rho Y_4 Y_3$

Berdasarkan hasil hitungan pada table 4.2 selanjutnya dibandingkan antara nilai koefisien pengaruh langsung dengan koefisien pengaruh tidak langsung atau koefisien pengaruh mediasi yaitu hasil perkalian 1. $(\rho Y_1 X_1)(\rho Y_4 Y_1)$ $(\rho Y_1 X_2)$ $(\rho Y_4 Y_1)$ $(\rho Y_1 X_3)$ $(\rho Y_4 Y_1)$ dan $(\rho Y_1 X_4)$ $(\rho Y_4 Y_1)$, 2. $(\rho Y_2 X_1)(\rho Y_4 Y_2)$ $(\rho Y_2 X_2)$ $(\rho Y_4 Y_2)$ $(\rho Y_2 X_3)$ $(\rho Y_4 Y_2)$ dan $(\rho Y_2 X_4)$ $(\rho Y_4 Y_2)$ dan 3. $(\rho Y_3 X_1)(\rho Y_4 Y_3)$ $(\rho Y_3 X_2)$ $(\rho Y_4 Y_3)$ $(\rho Y_3 X_3)$ $(\rho Y_4 Y_3)$. lebih besar dibandingkan dengan nilai koefisien pengaruh langsungnya yaitu $(\rho Y_4 X_1)$ $(\rho Y_4 X_2)$ $(\rho Y_4 X_3)$ dan $(\rho Y_4 X_4)$, hal ini menunjukkan bahwa pengaruh variabel exogen terhadap variabel endogennya dalam diagram jalur di atas adalah pengaruh yang dimediasi.

Selanjutnya, terhadap pengaruh mediasi yang mempunyai nilai koefisien yang lebih besar dibandingkan nilai koefisien pengaruh langsungnya, baik untuk hipotesis mediasi pertama, kedua, maupun ketiga ini, maka akan dilakukan pengujian signifikansi. Pengujian signifikansi yang dimaksud adalah menggunakan *Sobel test* (Imam Ghazali, 2009), dengan langkah-langkah sebagai berikut:

1. Hitung *standard error* dari koefisien *indirect effect* (3_{2ppS}) dengan menggunakan rumus, sebagai berikut:

$$S_{p_2p_3} = p_3^2 sp_2^2 + p_2^2 sp_3^2 + sp_2^2 sp_3^2$$

di mana:

$S_{p_2p_3}$ = Standard error koefisien *indirect effect*

P_2 = Koefisien regresi hasil analisis SPSS pada kolom *unstandardized coefficients* untuk pengaruh X terhadap Y1

P_3 = Koefisien regresi hasil analisis SPSS pada kolom *unstandardized coefficients* untuk pengaruh Y1 terhadap Y2

Sp_2 = Standard error hasil analisis SPSS pada kolom *unstandardized coefficients* untuk pengaruh X terhadap Y

Sp_3 = Standard error hasil analisis SPSS pada kolom *unstandardized coefficients* untuk pengaruh Y2 terhadap Y3

Sp_4 = Standard error hasil analisis SPSS pada kolom *unstandardized coefficients* untuk pengaruh Y3 terhadap Y4

2. Setelah melakukan perhitungan (3_{2ppS}), selanjutnya dapat dihitung nilai *t* statistik dari koefisien pengaruh mediasi tersebut dengan rumus sebagai berikut:

$$t = \frac{P_2 p_3}{sp_2 sp_3}$$

3. Langkah terakhir dalam pengujian signifikansi koefisien mediasi ini adalah membandingkan nilai t hitung (t statistik) dengan nilai t tabel, selanjutnya apabila nilai t hitung lebih besar apabila dibandingkan dengan nilai t tabel maka dapat disimpulkan bahwa koefisien mediasi tersebut adalah signifikan yang berarti ada pengaruh mediasi.

4.4.2 Analisis Model Persamaan Struktural

Penggunaan model struktural sangat sensitif terhadap karakteristik distribusi data, khususnya distribusi yang melanggar normalitas multivariate atau adanya kurtosis yang tinggi dalam data. Oleh karena itu, sebelum data diolah harus diuji ada tidaknya data outliers dan distribusi data harus normal secara multivariate, kesesuaian model yang dianalisis dievaluasi melalui tiga macam pengujian, yaitu :

1. Normalitas dengan menggunakan kriteria nilai kritis sebesar ± 2.58 dengan tingkat signifikansi 0.01. Apabila Z-value lebih besar dari nilai kritis, maka dapat diduga bahwa distribusi data tidak normal.
2. Outliers, merupakan observasi atau data yang memiliki karakteristik unik yang terlihat sangat berbeda jauh dari observasi-observasi baik untuk sebuah model variabel tunggal maupun variabel-variabel kombinasi
3. Multicollinearity dan Singularity dimana yang perlu diamati adalah determinan dari matrik kovarian sampelnya. Determinan yang kecil atau mendekati nol mengindikasikan adanya Multicollinearity atau Singularity sehingga data tersebut dapat digunakan dalam penelitian.

4.4.3 Uji Kesesuaian Model (*Goodness of Fit*)

Uji goodness of fit merupakan pengujian terhadap kesesuaian model melalui telaah terhadap berbagai kriteria goodness of fit. Ada beberapa indeks

kesesuaian dan cut-off value untuk menguji apakah sebuah model dapat diterima atau ditolak, untuk lebih jelasnya indeks yang digunakan untuk menguji kelayakan sebuah model adalah seperti dalam tabel berikut ini:

Tabel 4.2 Goodness of Fit Index untuk Evaluasi Model

Goodness of Fit Index	Keterangan	Cut off Value
Chi-square	Menguji apakah covariance populasi yang diestimasi sama dengan covariance sampel (apakah model sesuai dengan data). Bersifat sangat sensitive untuk sampel besar (di atas 200)	Diharapkan Kecil
Probability	Uji signifikansi terhadap perbedaan matriks covariance data dan matriks covariance yang diestimasi	$\geq 0,05$
RMSEA	Mengkompensasi kelemahan Chi-Square pada sample besar	$\leq 0,08$
GFI	Menghitung proporsi tertimbang varians dalam matriks sampel yang dijelaskan oleh matriks covariance populasi yang diestimasi (analog dengan R ² dalam regresi berganda)	$\geq 0,90$
AGFI	GFI yang disesuaikan terhadap DF	$\geq 0,90$
CMIND/DF	Kesesuaian antara data dan model.	$\leq 2,00$
TLI	Pembandingan antara model yang diuji terhadap base line model	$\geq 0,95$
CFI	Uji kelayakan model yang tidak sensitive terhadap besarnya sample dan kerumitan model	$\geq 0,94$

4.5 Definisi Operasional

Masalah dalam penelitian ini dirumuskan menjadi model yang bersifat simultan, yaitu suatu model yang dibentuk melalui lebih dari satu variabel dependen yang dijelaskan oleh satu atau beberapa variabel independen, dimana sebuah variabel dependen pada saat yang sama akan berperan sebagai variabel independen bagi hubungan berjenjang lainnya (Ferdinand, 2005).

Berikut ini disajikan definisi setiap variabel, baik variabel dependen, yaitu nilai perusahaan, dan variabel independen, yaitu kepemilikan manajerial, *free cash flow*, dan *leverage* serta keputusan investasi dan kebijakan dividen sebagai variabel intervening. Pada bagian ini dijelaskan bagaimana peneliti melakukan pengukuran terhadap masing-masing variabel dependen dan variabel independen serta variabel intervening.

4.5.1 Nilai Perusahaan

Nilai perusahaan sebagai variabel dependen yang sesungguhnya dalam penelitian ini diperkirakan akan dipengaruhi secara signifikan oleh struktur kepemilikan manajerial. Pengaruh ini baik secara langsung maupun melalui variabel-variabel keputusan investasi, dan kebijakan dividen, sebagaimana telah dikemukakan dalam usulan model teoritikal dasar. Banyak alternatif yang dapat digunakan untuk menentukan proksi dari nilai perusahaan, salah satunya adalah *Ratio q* juga disebut *Tobin's q*, yang dikembangkan oleh James Tobin (1967). *Tobin's q* ditentukan sebagai rasio nilai pasar dari aktiva dengan nilai buku dari aktiva tersebut. Beberapa peneliti diantaranya: Black *et al.* (2002); Brown dan Caylor (2004); Bøhren dan degaard (2004); Wei *et al.* (2005); Khan, Balachandran, dan Mather (2007); Kowalewski *et al.* (2007); Amidu (2007); menggunakan *Tobin's q* sebagai proksi dari nilai perusahaan.

Alternatif lainnya dalam menentukan proksi dari nilai perusahaan ini adalah *price to book value (P/BV)*. *Price to book value* yaitu rasio dari harga per lembar saham dengan nilai buku per lembar saham. Beberapa peneliti yang menggunakan proksi P/BV dalam menentukan nilai perusahaan adalah Shahid (2003), Lundstrum (2005), Silveira dan Barros (2007); dan Garay dan González (2008). Nilai perusahaan dalam penelitian ini diproksi dengan *Tobin's q*.

alasan adalah bahwa rasio ini merupakan konsep yang berharga untuk mengukur kemakmuran pemilik, karena menunjukkan estimasi pasar keuangan saat ini tentang nilai hasil pengembalian dari setiap satuan uang untuk tambahan (*inkremental*) investasi. Copeland (2002) dan Lindenberg dan Ross (1981) menunjukkan bagaimana *Tobin's q* dapat diterapkan pada setiap perusahaan, dan mereka menemukan bahwa beberapa perusahaan dapat mempertahankan *Tobin's q* yang lebih besar dari satu.

4.5.2 Keputusan Investasi

Variabel keputusan investasi didefinisikan sebagai kombinasi antara aktiva yang dimiliki (*assets in place*) dan pilihan investasi di masa yang akan datang dengan *positive net present value*. Beberapa penelitian yang telah dilakukan Myers (1977), Kallapur & Trombley (1999), Gaver & Gaver (1993), IOS (*investment opportunity set*) digunakan sebagai proksi keputusan investasi, karena keputusan investasi tidak dapat diamati secara langsung. Karena IOS sebagai variabel laten yang tidak dapat diukur secara langsung, maka ada banyak alternatif yang dapat digunakan untuk menentukan proksi dari keputusan kesempatan investasi dimasa mendatang (IOS), salah satunya adalah *Rasio market to book value equity* (MBVE). Beberapa peneliti diantaranya: Black et al. (2002); Brown dan Caylor (2004); Bohren dan degaard (2004); Wei et al. (2005); Imam dan Malik (2007); Khan, Balachandran, dan Mather (2007); Kowalewski et al. (2007); Amidu (2007); Fahlenbrach dan Stulz (2007); Javed dan Iqbal (2007); Dharmapala dan Khanna (2008); Belcredil dan Rigamonti (2008) menggunakan PER sebagai proksi dari keputusan investasi. Alternatif lainnya dalam menentukan proksi dari nilai perusahaan ini adalah *price to book value* (P/BV).

Price to book value yaitu rasio dari harga per lembar saham dengan nilai buku per lembar saham. Beberapa peneliti yang menggunakan proksi P/BV dalam menentukan nilai perusahaan adalah Shahid (2003), Lundstrum (2005), Silveira dan Barros (2007); dan Garay dan González (2008). keputusan investasi dalam penelitian ini diproksi dengan *price earning*, alasannya adalah bahwa rasio ini merupakan konsep yang berharga untuk mengukur kemakmuran pemilik, karena menunjukkan estimasi pasar keuangan saat ini tentang nilai hasil pengembalian dari setiap satuan uang untuk tambahan (*inkremental*) investasi. Copeland (2002) dan Lindenberg dan Ross (1981) menunjukkan bagaimana *Tobin's q* dapat diterapkan pada setiap perusahaan, dan mereka menemukan bahwa beberapa perusahaan dapat mempertahankan *Tobin's q* yang lebih besar dari satu.

4.5.3 Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen pada dasarnya adalah penentuan besarnya porsi keuntungan yang akan dibagikan kepada para pemegang saham. Kebijakan pembayaran dividen merupakan hal penting yang menyangkut apakah arus kas akan dibayarkan kepada investor atau akan ditahan untuk diinvestasikan kembali oleh perusahaan. Dalam penelitian ini, kebijakan dividen diukur dengan Dividend Payout Ratio (DPR) yang dirumuskan sebagai berikut (Wiagustini, 2010:81):

Berdasarkan telaah literatur terdapat tiga bentuk proksi dari kebijakan dividen (*dividend policy*) yang dapat dipertimbangkan yaitu *dividend payout ratio*, *dividend yield*, dan *dummy dividend*. Beberapa peneliti seperti; Mollah et al. (2000), Ahmed et al. (2002), Panno (2003), Milton (2004), Deshmukh (2005), Eldomyaty et al. (2005), Ju et al. (2005), Tong dan Green (2005), Faulkender et al. (2006), Jun et al. (2006), Silveira dan Barros (2007) dalam kegiatan

penelitiannya menggunakan *dividend payout ratio* sebagai proksi dari kebijakan dividen. Peneliti-peneliti lainnya, seperti; Rozeff (1982), Easterbrook (1984), Rommon (2000), Fama dan French (2002), Dickens et al. (2002), Brown dan Caylor (2004), Naceur et al. (2006), dan Al-Malkawi (2007) menggunakan *dividend yield* sebagai proksi dari kebijakan dividen. Sedangkan peneliti-peneliti seperti Graham dan Kumar (2006), Jiraporn dan Ning (2006), Pranoto (2006), Denis dan Osobov (2007), Amidu (2007), Li dan Zhao (2007) menggunakan *dummy dividend* dalam penelitiannya, yaitu dengan memberikan nilai 1 (satu) untuk perusahaan yang membayar dividen dan memberikan nilai 0 (nol) untuk perusahaan-perusahaan yang tidak membayar, sebagai proksi dari kebijakan dividen. Proksi dari kebijakan dividen yang dipilih untuk penelitian ini adalah *Dividend Payout Ratio (DPR)*, dengan alasan bahwa *dividend payout ratio* lebih dapat menggambarkan perilaku oportunistik manajerial yaitu dengan melihat berapa besar keuntungan yang dibagikan kepada shareholders sebagai dividen dan berapa yang disimpan di perusahaan. Para manajer mempunyai peluang untuk menggunakan bagian dari keuntungan yang tersimpan di perusahaan itu untuk menunjang perilaku oportunistiknya.

4.5.4 Kepemilikan Manajerial

Kepemilikan manajerial adalah kepemilikan saham terbesar oleh manajemen perusahaan yang diukur dengan prosentase jumlah saham yang dimiliki manajemen (Direktur dan Komisaris). Pengukuran ini mengacu dari Sudarma (2003) dan Wahyudi dan Pawestri (2006)

4.5.5 Free Cash Flow (FCF)

Free cash flow menggambarkan tingkat fleksibilitas keuangan perusahaan. Berdasarkan Jensen (1986) *free cash flow* merupakan aliran kas yang merupakan sisa dari pendanaan seluruh proyek yang menghasilkan *net present value* (NPV) positif yang didiskontokan pada *cost of capital* yang relevan. *Free cash flow* merupakan kas perusahaan yang dapat didistribusikan kepada kreditur atau pemegang saham yang tidak digunakan untuk modal kerja atau investasi pada aset tetap.

Manajer mempunyai kecenderungan untuk menggunakan *free cash flow* yang tersedia untuk digunakan pada aktivitas yang tidak dalam kepentingan terbaik dari para pemegang saham. Sejalan dengan hal tersebut, Jensen (1986) berpendapat bahwa suatu perusahaan dengan *free cash flows* yang substansii cenderung untuk mengadopsi proyek-proyek investasi dengan *net present value* yang negatif. *Managerial opportunism hypothesis* menyatakan bahwa para manajer yang berperilaku oportunistik akan menahan *cash* dalam perusahaan, menyediakan mereka untuk mengkonsumsi lebih banyak penghasilan tambahan, menggunakan dalam membangun kerajaan, dan menginvestasikan dalam proyek-proyek dan pendapatan yang mungkin meningkatkan gengsi pribadi mereka tetapi tidak bermanfaat bagi para pemegang saham (Jiraporn dan Ning 2006).

4.5.6 *Leverage*

Managerial opportunism hypothesis menyatakan bahwa para manajer yang berperilaku oportunistik akan menahan *cash* dalam perusahaan, menyediakan mereka untuk mengkonsumsi lebih banyak penghasilan tambahan, menggunakan dalam membangun kerajaan, dan menginvestasikan dalam proyek-proyek dan pendapatan yang mungkin meningkatkan gengsi pribadi

mereka tetapi tidak bermanfaat bagi para pemegang saham (Jiraporn dan Ning 2006). Dengan demikian, perilaku oportunistik manajerial dalam penggunaan *free cash flows* akan menjadikan struktur modal perusahaan didominasi oleh ekuitas, atau dengan kata lain tingkat *leverage* perusahaan adalah rendah. Dalam penelitian ini tingkat *leverage* adalah merupakan salah satu variabel yang menggambarkan keputusan pembiayaan dari manajerial, yang diperkirakan berpengaruh secara signifikan terhadap nilai perusahaan (*Tobin's q*). Selain itu, tingkat *leverage* atau *debt ratio* ini diperkirakan akan dipengaruhi oleh variabel-variabel mekanisme struktur kepemilikan dan perilaku oportunistik.

Beberapa peneliti seperti; Jiraporn dan Ning (2006), Zhou dan Ruland (2006), Mancinelli dan Ozkan (2006), Faukender et al. (2006), Amidu (2007), Kowalewski et al. (2007), Renneboog dan Szilagyi (2007), Li dan Zhao (2007) menggunakan *Debt to Assets Ratio* (DAR) sebagai proksi dari *leverage*. Sedangkan beberapa peneliti lainnya seperti; Shahid (2003), Adelegan (2003), Ho (2003), Kumar (2003), Deb dan Chaturvedula (2004), Lundstrum (2005), An et al. (2006), Vieira (2006), Al-Malkawi (2007), Jeong (2008), Belcredil dan Rigamonti (2008) menggunakan *Debt to Equity Ratio* (DER) sebagai proksi dari *leverage*. Proksi dari *leverage* dalam penelitian ini adalah *Debt to Assets Ratio* (DAR), dengan alasan bahwa *Debt to Assets Ratio* lebih dapat menggambarkan proporsi total hutang terhadap seluruh aset yang dikuasai perusahaan. Namun demikian, disamping itu para manajer juga mempunyai kecenderungan untuk menggunakan hutang yang tinggi bukan atas dasar maksimisasi nilai perusahaan, melainkan untuk kepentingan oportunistik mereka (Jensen dan Meckling, 1976).

BAB V

HASIL PENELITIAN

5.1 Gambaran Objek Penelitian

Pembentukan Bursa efek Indonesia (BEI) tidak terlepas dari pembangunan besar-besaran di Indonesia (abad ke-19) oleh bangsa Eropa (Khususnya bangsa Belanda). Pada tanggal 14 desember 1912, pengusaha Belanda mendirikan *Vereniging voor de effecten handle* di Batavia (BEJ sekarang). Tahun 1928, tiga buah bank Belanda (N.H.M, Escomto dan N.H.B) jadi anggota Bursa.

Tahun 1939, terjadi pemusatan kegiatan perdagangan efek di Jakarta oleh pemerintah Hindia Belanda. Kemudian terjadi penutupan kegiatan di Bursa Efek Indonesia (PD-II) pada tanggal 10 mei 1940. Tanggal 17 mei 1940, dikeluarkan peraturan dari pemerintah Hindia Belanda bahwa semua efek harus di simpan dalam bank yang ditunjuk oleh pemerintah.

Namun pada tahun 1950, bursa efek mulai aktif kembali, dimana pemerintah RI mengeluarkan obligasi. Posisi bursa saham di Indonesia menjadi lebih kuat ketika pada tanggal 1 september 1951, dikeluarkan Undang-undang darurat no.13 dan menjadi undang-undang no. 15/1952 dan keputusan menteri keuangan no. 289737 tentang bursa. Pada tanggal 3 juli 1952, penyelenggara bursa efek Indonesia diberikan kuasa pada perserikatan penyelenggara uang dan efek (PPUE). Tahun 1954-1956, bursa efek Indonesia mulai bangkit: bank industry mengeluarkan obligasi. Tahun 1958, bursa efek Indonesia mengalami kelesuan akibat banyak warga Belanda yang meninggalkan Indonesia, adanya nasionalisasi perusahaan-perusahaan Belanda dan timbulnya sengketa irian barat. Tahun 1960, pelarangan dari badan nasionalisasi perusahaan Belanda (BANAS) untuk memperdagangkan

semua efek dari perusahaan-perusahaan Belanda yang beroperasi di Indonesia.

Tahun 1961-1969, Bursa efek Indonesia mengalami kelesuan: inflasi tinggi, perekonomian hancur. Tahun 1970-1971, bursa efek Indonesia bangkit lagi, pemerintah mengeluarkan deposito berjangka dengan suku bunga yang menarik, BI mengeluarkan SBI dengan sertifikat deposito oleh beberapa bank-bank yang ada. 1 april 1974, kesempatan pihak perbankan untuk mengadakan *interbank call money market* yang berpusat di lembaga *clearing* di Jakarta.

Tanggal 26 juli 1968, surat direksi BI (waktu itu BNI unit 1) no. 4/16 kep dir. Tanggal 26 juli 1968: pembentukan suatu tim persiapan pasar modal dan uang (PUM) yang dipimpin oleh s.ketopati tahun 1970. Surat keputusan menteri keuangan No. kep-02 /MK/IV/1970. Pendirian tim pasar uang dan modal yang baru, diketuai oleh gubernur bank sentral. Tahun 1976, keppres no 25, tahun 1976; pembentukan badan Pembina pasar modal dan BAPPEPAM.

Tanggal 10 agustus 1977, presiden Suharto meresmikan pembukaan kantor baru di Bursa Efek Jakarta, di jalan merdeka selatan. Tahun 1988, deregulasi sector perbankan : Pakto'88. Tahun 1990. Tahun –tahun ini disebut masa kasmaran pasar modal. Pada masa ini harga saham naik sangat cepat dan IHSG menyentuh level 681,944 point (bukk market). Tahun 1990 SK: Menkeu no.1548/1990 tentang: pembatasan operasi lembaga keuangan bukan bank (LKBB)di pasar modal Jakarta. Dan paket february 1990 tentang membatasi kepemilikan saham oleh perbankan kalau pemilikan saham tersebut tidak dimaksudkan sebagai penyertaan. Tahun 1991, gebrakan sumarlil II mengharuskan dana BUMN ditarik dari perbankan dan digunakan untuk membeli sertifikat BI di bank sentral.

Pada tahun 1997 terjadi krisis keuangan dan moneter yang berdampak pada kinerja bursa dan kondisi perekonomian di Indonesia. Banyak perusahaan yang

mengalami kesulitan keuangan pada saat itu dan dampaknya masih dirasakan sampai sekarang.

5.2 Statistik Deskriptif

Analisis statistic deskriptif digunakan untuk memberikan gambaran umum mengenai besarnya struktur kepemilikan saham, *Free cash flow*, *leverage*, keputusan investasi yang diproksi dengan *price earning ratio*, Kebijakan deviden yang diproksi dengan *devident payout ratio* dan nilai perusahaan yang di proksi dengan nilai tobin's q. Nilai yang dilihat dari statistic deskriptif adalah nilai maksimum, minimum, rata-rata (*mean*), dan standar deviasi. Hasil pengujian statistic deskriptif dalam penelitian ini dapat dilihat pada tabel 5.1 berikut ini.

Tabel 5.1 STATISTIK DESKRIPTIF

Variabel	N	Minimum	Maksimum	Mean	Std. Deviation
TBNSQ	122	-9.23	131.12	2.2985	6.46285
PER	122	-1803.25	5478.72	24.8874	215.00815
DPR	122	-20.86	93.91	8.5696	37.81828
MJOWN	122	0.33	0.76	0.4634	0.05251
FCF	122	-28.38	353491404.0	6920925.613	24785360.87
LEV	122	0.00	72.73	0.8469	4.54526

Sumber: Data yang diolah

Statistik deskriptif dari variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian ini ditunjukkan pada tabel 5.1 di atas. Variabel Struktur kepemilikan saham, *free cash flow*, *leverage*, keputusan investasi yang di proxy dengan *price earning ratio*, keputusan pendanaan yang diproxy dengan *debt to equity ratio* dan kebijakan deviden yang diproxy dengan *devident payout ratio* terhadap nilai perusahaan, yang diproxy dengan *tobin's q*, dengan jumlah penyebaran data (N) sebanyak 122.

Tobin's q memiliki rata-rata sebesar 2.2985 dengan standar deviasi sebesar 6.46, menunjukkan bahwa pada umumnya dari 122 perusahaan yang terpilih menjadi anggota sampel mempunyai nilai *tobin's q* di atas satu. Nilai maksimum dari variabel *tobin's q* ini adalah sebesar 131.12 yang dimiliki oleh Unilever Indonesia

Tbk untuk laporan keuangan tahun 2016 dan nilai minimumnya adalah sebesar - 9,23 yang dimiliki oleh Hanson International Tbk untuk laporan keuangan tahun 2012.

Price Earning Ratio (PER) memiliki rata-rata sebesar 24.8874 dengan standar deviasi sebesar 215.008, kondisi ini menunjukkan bahwa dari 122 perusahaan manufaktur yang menjadi sampel dalam penelitian ini mengalami fluktuasi selama periode 2010-2016.

Variabel Kepemilikan manajerial memiliki nilai rata-rata sebesar 46,34% dengan standar deviasi adalah sebesar 0.05251, kondisi ini menunjukkan bahwa secara umum perusahaan yang dijadikan sampel secara rata-rata memiliki proporsi saham manajerial lebih dari 20%, ini menjadi indikator bahwa pada umumnya kebijakan keuangan perusahaan masih didominasi oleh manajer perusahaan. Selanjutnya nilai MJOWN maksimum adalah sebesar 76% yang dimiliki oleh perusahaan Indofood Sukses Makmur, Tbk dan nilai MJOWN minimum adalah sebesar 33% yang dimiliki oleh perusahaan Sumalindo Lestari Jaya, Tbk

Variabel *Free cashflow* memiliki rata-rata sebesar Rp.6.920.925.613.000,00_ dengan standar deviasi sebesar Rp. 24.785.360.870.000,00_. Nilai FCF minimum adalah sebesar 28.380.000,00_ yang dimiliki oleh Alam Karya Unggul, Tbk untuk laporan keuangan tahun 2012, sedangkan nilai FCF maksimum adalah sebesar 353.491.404.000,00_ yang dimiliki oleh Jaya Pari Steel, Tbk untuk laporan keuangan tahun 2011. Dan Variabel LEV memiliki rata-rata sebesar 0.8469 dengan standar deviasi sebesar 4.54526. LEV minimum adalah sebesar 0.00, yang dimiliki oleh Multi Bintang Indonesia, Tbk dan Itama Raya, Tbk, sedangkan nilai LEV maksimum adalah sebesar 72.73, yang dimiliki oleh Hanson Internal, Tbk untuk laporan keuangan tahun 2010 dan tahun 2014.

5.3 Hasil Analisis Model SEM

5.3.1 Pengujian Asumsi dalam SEM

Analisis data guna pengujian hipotesis dalam penelitian ini menggunakan *Structural Equation Modeling* (SEM) dengan menggunakan estimasi maksimum *Likelihood*, menurut Ghozali (2014) estimasi maksimum *Likelihood*, terdapat tiga asumsi (persyaratan) yang harus dipenuhi sebelum hasil analisis dapat diinterpretasikan yaitu asumsi normalitas, tidak terjadi outlier, dan multikolinieritas antar variabel. Pengujian secara lengkap disajikan pada Lampiran. Asumsi pertama adalah asumsi normalitas. Output AMOS pada Lampiran A1 memperlihatkan nilai CR Multivariate Normality sebesar -1.501 yang berarti lebih kecil dari nilai yang disyaratkan yaitu 1.96 (angka 1.96 diperoleh dari Tabel Statistika Normal Baku pada taraf 5%). Dengan demikian asumsi normalitas terhadap data penelitian yang digunakan dalam model penelitian empiris adalah normal secara *multivariate* yang berarti sangat layak untuk digunakan dalam estimasi selanjutnya.

Asumsi kedua adalah asumsi tidak terjadi outlier. Untuk menguji ada tidaknya outlier, digunakan Mahalanobis distance (Md). Mahalanobis distance adalah suatu jarak yang mengukur jauh dekatnya titik pusat data "rata-rata" dengan masing-masing titik observasi. Dalam kasus ini titik observasi adalah nomor kuesioner responden. Pemeriksaan terhadap *outliers multivariate* dilakukan dengan menggunakan kriteria Mahalanobis pada tingkat $p < 0.001$. Mahalanobis distance dievaluasi menggunakan χ^2 pada derajat bebas sebesar banyaknya parameter dalam model yang digunakan yaitu =51 di mana dengan tabel statistik diperoleh 87.968. Kaidah pengambilan keputusannya adalah: jika Md dari titik observasi > 87.968 maka dinyatakan bahwa titik observasi tersebut adalah outlier, sedangkan jika Md dari titik observasi < 87.968 maka dinyatakan bahwa titik observasi tersebut

bukan suatu outlier. Berdasarkan tabel Mahalanobis distance (Lampiran A2) bisa dilihat bahwa titik observasi memiliki nilai Md antara 9.225 hingga 37.229, kesimpulannya adalah tidak ada jarak mahalanobis yang lebih besar dari 37.229 sehingga data penelitian ini tidak terdeteksi adanya outlier multivariate.

Pengujian asumsi ketiga yaitu multikolinieritas. Untuk melihat apakah terdapat multicollinearity atau singularity dalam sebuah kombinasi variabel, perlu mengamati determinan matriks kovarians. Determinan matriks kovarians yang benar-benar kecil atau sama dengan nol mengindikasikan adanya multicollinearity atau singularity (Tabachnick dan Fidell, 1983 dalam Ghozali 2008). Output AMOS pada Lampiran A3 memperlihatkan nilai determinan sebesar 0.000 atau sama dengan nol. Determinan yang kecil atau mendekati nol mengindikasikan adanya Multicollinearity atau Singularity sehingga data tersebut dapat digunakan dalam penelitian.

5.3.3. Pengujian Kelayakan Model Penelitian Empiris

Goodness-of fit mengukur kesesuaian input observasi atau sesungguhnya (matrik kovarian atau korelasi) dengan prediksi dari model yang diajukan (*proposed model*). Hasil perhitungan evaluasi kriteria *goodness-of fit* dapat dilihat pada lampiran 6b hasil perhitungan SEM bagian fit measures. Selanjutnya, dapat dikemukakan bahwa terdapat tiga jenis ukuran *goodness-of fit* yaitu:

1. Absolute fit measures

Absolute fit measures mengukur model fit secara keseluruhan baik model struktural maupun model pengukuran secara bersama.

Likelihood Ratio Chi-Square Statistic

Ukuran fundamental dari overall fit adalah likelihood ratio chi-square statistic (χ^2). Chi-square yang tinggi relatif terhadap degree of freedom menunjukkan bahwa

matris kovarian atau korelasi yang diobservasi dengan yang diprediksi bersifat sangat sensitif terhadap besarnya sampel yang digunakan. Model yang akan diuji akan dipandang baik atau memuaskan bila nilai *chi-square*-nya rendah. Semakin kecil χ^2 semakin baik model itu diterima berdasarkan probabilitas dengan *cut off* value sebesar $p > 0,05$ atau $p > 0,10$ (Huland et al., 1996 dalam Ferdinand, 2005; p.85). Nilai *chi-square* yang diperoleh dari hasil analisis terhadap model penelitian empiris ini adalah sebesar 2,425. Sedangkan, nilai tabel untuk χ^2 dengan $df = 1$ dan $\alpha = 0,05$ adalah sebesar 3,8415. Dengan demikian nilai *chi-square* penelitian lebih kecil daripada nilai *chi-square* tabel, yang berarti model yang diusulkan adalah sangat cocok atau *a very good fit* dengan data observasi.

CMIN/DF

Wheaton *et al.* (1977, dalam Gozali, 2008) menyatakan bahwa nilai ratio 5 (lima) atau kurang dari lima merupakan ukuran yang *reasonable*. Peneliti lainnya seperti Byrne (1988) mengusulkan nilai χ^2 relatif kurang dari 2,0 atau 3,0 adalah indikasi *acceptable fit* antara model dan data. Nilai CMIN/DF hasil analisis terhadap model penelitian empiris ini adalah 0.855, lebih kecil dari 2,000. Dengan demikian, model penelitian empiris pertama ini adalah tergolong *a very good fit*. GFI (*Goodness of Fit Index*) GFI dikembangkan oleh Joreskog dan Sorbom (1984) yaitu ukuran non statistical yang mempunyai rentang nilai antara 0 sampai dengan 1. Nilai yang tinggi mendekati 1 dalam indeks ini menunjukkan sebuah *better fit* atau *a very good fit*. Nilai GFI hasil analisis terhadap model penelitian empiris pertama ini adalah sebesar 0,997 menunjukkan model tergolong *a very good fit*.

RMSEA (*Root Mean Square of Approximation*)

RMSEA merupakan ukuran yang mencoba memperbaiki kecenderungan statistik *chi-square* menolak model dengan jumlah sampel yang besar. Nilai RMSEA

kurang atau sama dengan 0,08 ($\leq 0,08$) merupakan ukuran yang dapat diterima. Nilai RMSEA hasil analisis terhadap model penelitian empiris ini adalah sebesar 0,00, yang berarti lebih kecil dari 0,08. Dengan demikian, model penelitian empiris parsial pertama ini adalah tergolong *a very good fit*.

2. *Incremental fit measures*

Incremental fit measures merupakan ukuran untuk membandingkan proposed model dengan model lain yang dispesifikasi. Adapun, hasil hitungan incremental fit measures untuk model penelitian empiris pertama ini adalah sebagai berikut:

AGFI (*Adjusted Goodness-of-Fit Index*)

AGFI merupakan kriteria yang memperhitungkan proporsi tertimbang dari varian dalam sebuah matriks kovarian sampel. Tingkat penerimaan yang direkomendasikan adalah AGFI mempunyai nilai sama dengan atau lebih besar dari 0,90 atau $\geq 0,90$. Nilai AGFI hasil perhitungan untuk model penelitian empiris adalah sebesar 0,990, yang berarti lebih besar dari nilai yang direkomendasikan, dengan demikian model penelitian empiris ini adalah tergolong *a very good fit*.

TLI (*Tucker-Lewis Index*)

Besaran indeks ini adalah pada rentang nilai sebesar 0 – 1, dimana semakin mendekati 1, mengindikasikan tingkat fit yang paling tinggi *a very good fit* (Arbuckle, 1997). Nilai yang direkomendasikan adalah $TLI \geq 0,90$. Nilai TLI dari model penelitian ini adalah sebesar 1,001, yang berarti lebih besar dari nilai yang direkomendasikan. dengan demikian model penelitian empiris pertama ini adalah tergolong *a very good fit*.

NFI (*Normed Fit Index*)

NFI merupakan ukuran perbandingan antara proposed model dan null model. Nilai NFI akan bervariasi dari 0,000 (*no fit at all*) sampai 1,000 (*perfect fit*). Seperti

halnya, TLI tidak ada nilai absolut yang dapat digunakan sebagai standar, tetapi umumnya untuk nilai NFI yang direkomendasikan adalah sama atau lebih besar dari 0,90 atau ≥ 0.90 . Nilai NFI dari model penelitian empiris pertama ini adalah sebesar 0,972 yang berarti lebih besar dari 0,90, dengan demikian model penelitian empiris pertama ini adalah tergolong a *very good fit*.

2. *Parsimonius Fit Measures*

Parsimonius fit measures melakukan *adjustment* terhadap pengukuran fit untuk dapat diperbandingkan antara model dengan jumlah koefisien yang berbeda. Adapun, hasil hitungan *parsimonius fit measures* untuk model penelitian empiris pertama ini adalah sebagai berikut:

PNFI (*Parsimonious Normal Fit Index*)

Parsimonious Normal Fit Index (PNFI) merupakan modifikasi dari NFI. PNFI memasukkan jumlah *degree of freedom* yang digunakan untuk mencapai level fit. Semakin tinggi nilai PNFI semakin baik. *Parsimonious normal fit index* ini digunakan untuk membandingkan model alternatif sehingga tidak ada nilai yang direkomendasikan sebagai nilai fit yang diterima. Nilai PNFI hasil perhitungan dari model penelitian empiris pertama ini adalah sebesar 0,097.

PGFI (*Parsimonious Goodness-of-Fit Index*)

Parsimonious goodness-of-fit index memodifikasi GFI atas dasar parsimony estimated model. Nilai PGFI berkisar antara 0 sampai 1 dengan nilai semakin tinggi menunjukkan model lebih parsimony. Nilai PGFI hasil perhitungan dari model ini adalah sebesar 0,066. Berdasarkan hasil pengujian terhadap kelayakan model penelitian empiris pertama ini, maka dapat disajikan ringkasan hasil evaluasi *goodness of fit* tersebut pada Tabel 5.1, sebagai berikut:

Tabel 5.1. Hasil Pengujian Goodness Of Fit Model

Kriteria	Cut-of value	Hasil Model	Keterangan
Khi Kuadrat	Kecil	1.792	Model Baik
p-value	≥ 0.05	0.867	
CM/IN/DF	≤ 2.00	1.635	Model Baik
RMSEA	≤ 0.08	0.002	Model Baik
GFI	≥ 0.90	0.997	Model Baik
AGFI	≥ 0.90	0.993	Model Baik
TLI	≥ 0.95	1.003	Model Baik
CFI	≥ 0.95	1.000	Model Baik
NFI	≥ 0.90	0.997	Model Baik

Sumber: Data Primer Diolah, 2016 (Lampiran)

Hasil pengujian *Goodness of Fit Overall* berdasarkan Tabel 5.1 memperlihatkan bahwa kesembilan kriteria yaitu CMIN/DF, Chi Square, p.value, GFI, AGFI, RMSEA, TLI, CFI dan NFI menunjukkan model baik, maka model SEM pada penelitian ini layak untuk menguji hipotesis-hipotesis yang mengikutinya.

5.3.3. Pengujian Hipotesis Model Penelitian Empiris

Pengujian hipotesis dilakukan dengan membandingkan *P-value* dengan tingkat signifikansi (*alpha*) sebesar 0,05. Apabila *p-value* < *alpha* 0,05, maka H_0 ditolak dan H_1 diterima. Sebaliknya jika *p-value* > *alpha* 0,05 maka H_0 diterima dan H_1 ditolak. Hasil pengujian hipotesis dalam penelitian ini dirangkum dalam table sebagai berikut:

Tabel 5.2. Model Struktural SEM: Pengaruh Langsung

No	Hubungan	Std Koefisien	P-value	Kesimpulan
1	Struktur kepemilikan saham (X1) terhadap keputusan investasi (Y1)	0.231	0.034	Signifikan
2	Struktur kepemilikan manajerial (X1) terhadap kebijakan dividen (Y2)	-0.060	0.009	Signifikan
3	Struktur kepemilikan saham (X1) terhadap nilai perusahaan (Y3)	0.013	0.707	Tidak Signifikan
4	Free cash flow (X2) terhadap keputusan investasi (Y1)	0.014	0.000	Signifikan
5	Free cash flow (X2) terhadap kebijakan deviden (Y2)	0.152	0.000	Signifikan
8	Free cash flow (X2) terhadap nilai perusahaan (Y3)	0.066	0.037	Signifikan
9	Leverage (X3) terhadap keputusan investasi (Y1)	-0.014	0.044	Signifikan
10	Leverage (X3) terhadap kebijakan deviden (Y2)	0.128	0.000	Signifikan
12	Leverage (X3) terhadap nilai perusahaan (Y3)		0.000	Signifikan
17	Keputusan Investasi (Y1) terhadap Nilai perusahaan (Y3)	0.258	0.000	Signifikan
19	Kebijakan Deviden (Y2) terhadap Nilai perusahaan (Y3)	0.259	0.043	Signifikan

Sumber: Data Primer Diolah, 2016 (Lampiran)

Sebagai mana telah dikemukakan pada bab sebelumnya, bahwa terhadap model penelitian empiris parsial ini dapat dirumuskan tiga persamaan structural yang dibakukan (*standardized*). Dengan demikian, berdasarkan pada hasil *regression weights estimates*, maka disusun persamaan structural hasil analisis data yang menggunakan paket Amos 20.0, sebagai berikut:

$$PER = 0.231 OWN + 0.014 FCF + 105LEV \dots \dots \dots (5.1)$$

P (0.034) (0.000) (0.002)

Cr (3.966) (4.537) (3.160)

Berdasarkan pada persamaan structural diatas, dapat diketahui bahwa pengaruh struktur kepemilikan saham terhadap Keputusan investasi ditunjukkan dengan nilai koefisien sebesar 0.231 suatu arah koefisien yang sesuai dengan pernyataan hipotesisi 1. Hasil pengujian terhadap hubungan kausalitas ini menemukan cukup bukti untuk menerima hipotesis karena memiliki *critical ratio* (c.r) sebesar 3.966 dengan nilai *sig-t* sebesar 1.96 yang berarti suatu pengaruh yang positif dan signifikan pada tingkat $\alpha = 0,5\%$. Dengan demikian hipotesis 1a, yang menyatakan bahwa meningkatnya kepemilikan manajerial akan berpengaruh positif terhadap keputusan investasi, **dapat di terima**

Persamaan structural 5.2 di atas, juga memperlihatkan bahwa pengaruh *free cashflow* terhadap keputusan investasi ditunjukkan dengan nilai koefisien sebesar 0.014 suatu arah koefisien yang sesuai dengan pernyataan hipotesisi 1b, sehingga hasil pengujian terhadap hubungan kausalitas ini menemukan cukup bukti untuk menerima hipotesis dengan memiliki *critical ratio* (c.r) sebesar 4.537 dengan nilai *sig-t* sebesar 1.96 yang berarti suatu pengaruh yang positif dan signifikan pada tingkat $\alpha = 0,5\%$. Dengan demikian hipotesis 1b, yang menyatakan bahwa meningkatnya *free cashflow* akan berpengaruh positif terhadap keputusan investasi, **dapat di terima.**

Pengaruh *Leverage* terhadap Keputusan investasi ditunjukkan dengan nilai koefisien sebesar -0.014 suatu arah koefisien yang sesuai dengan pernyataan hipotesisi 5c. Hasil pengujian terhadap hubungan kausalitas ini menemukan cukup bukti untuk menerima hipotesis karena memiliki *critical ratio* (c.r) sebesar -2.421 dengan nilai *sig-t* sebesar 1.96 yang berarti suatu pengaruh yang negatif dan signifikan pada tingkat $\alpha = 0,5\%$. Dengan demikian hipotesis 5c, yang menyatakan

bahwa meningkatnya *leverage* akan berpengaruh negatif terhadap keputusan investasi, dapat di terima

$$DPR = 0.160 \text{ OWN} + 0.152 \text{ FCF} + 0.128 \text{ LEV} \dots\dots\dots (5.2)$$

P	(0.009)	(0.000)	(0.000)
Cr	(1.754)	(4.484)	(3.785)

Berdasarkan pada persamaan structural diatas, dapat diketahui bahwa pengaruh struktur kepemilikan terhadap kebijakan deviden ditunjukkan dengan nilai koefisien sebesar -0.160 suatu arah koefisien yang sesuai dengan pernyataan hipotesisi 2a. Hasil pengujian terhadap hubungan kausalitas ini tidak menemukan cukup bukti untuk menerima hipotesis karena memiliki *critical ratio* (c.r) hanya sebesar 1.994 dengan nilai *sig-t* sebesar 1.96 yang berarti suatu pengaruh yang negatif signifikan pada tingkat $\alpha = 0,5\%$. Dengan demikian hipotesis 2a, yang menyatakan bahwa meningkatnya kepemilikan manajerial akan berpengaruh negative terhadap kebijakan deviden, di terima

Pengaruh *free cash flow* terhadap kebijakan deviden ditunjukkan dengan nilai koefisien sebesar 0.152 suatu arah koefisien yang sesuai dengan pernyataan hipotesisi 1f. dengan hasil pengujian terhadap hubungan kausalitas ini menemukan cukup bukti untuk menerima hipotesis karena memiliki *critical ratio* (c.r) sebesar 4.484 dengan nilai *sig-t* sebesar 1.96 yang berarti suatu pengaruh yang positif dan signifikan pada tingkat $\alpha = 0,5\%$. Dengan demikian hipotesis 1f, yang menyatakan bahwa meningkatnya *free cash flow* akan berpengaruh positif terhadap kebijakan deviden, dapat di terima.

Pengaruh *leverage* terhadap kebijakan deviden ditunjukkan dengan nilai koefisien sebesar 0.128 suatu arah koefisien yang sesuai dengan pernyataan hipotesisi 1f. dengan hasil pengujian terhadap hubungan kausalitas ini menemukan cukup bukti untuk menerima hipotesis karena memiliki *critical ratio* (c.r) hanya

sebesar 3.785 dengan nilai *sig-t* sebesar 1.96 yang berarti suatu pengaruh yang positif dan tidak signifikan pada tingkat $\alpha = 0,5\%$. Dengan demikian hipotesis 1f, yang menyatakan bahwa meningkatnya *leverage* akan berpengaruh positif terhadap kebijakan deviden, dapat di terima.

$$TBNSQ = 0.013 OWN + 0.066 FCF + 0.375 LEV \dots\dots\dots(5.7)$$

P	(0.707)	(0.000)	(0.000)
Cr	(1.375)	(6.587)	(5.289)

Berdasarkan pada persamaan structural diatas, dapat diketahui bahwa pengaruh struktur kepemilikan manajerial (X1) terhadap *tobin's q* (Y3) ditunjukkan dengan nilai koefisien sebesar 0.013 suatu arah koefisien yang tidak sesuai dengan pernyataan hipotesis 6a. Hasil pengujian terhadap hubungan kausalitas ini tidak menemukan cukup bukti untuk menerima hipotesis karena memiliki *critical ratio* (c.r) sebesar 1.375 dengan nilai *sig-t* sebesar 1.96 yang berarti suatu pengaruh yang positif dan tidak signifikan pada tingkat $\alpha = 0,5\%$. Dengan demikian hipotesis 6a yang menyatakan bahwa meningkatnya struktur kepemilikan manajerial (X1) akan berpengaruh positif terhadap nilai *tobin's q* (Y4), ditolak.

Pengaruh *free cash flow* (X2) terhadap nilai *tobin's q* (Y3) ditunjukkan dengan nilai arah koefisien yang sesuai dengan pernyataan hipotesis 6b. Hasil koefisien sebesar 0.066 suatu pengujian terhadap hubungan kausalitas ini menemukan cukup bukti untuk menerima hipotesis karena memiliki *critical ratio* (c.r) sebesar 2.032 dengan nilai *sig-t* sebesar 1.96 yang berarti suatu pengaruh yang positif dan signifikan pada tingkat $\alpha = 0,5\%$. Dengan demikian hipotesis 6b, yang menyatakan bahwa meningkatnya *free cash flow* (X2) akan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan (Y4), dapat diterima.

Pengaruh *leverage* (X3) terhadap nilai *tobin's q* (Y3) ditunjukkan dengan nilai koefisien sebesar 0.013 suatu arah koefisien yang sesuai dengan pernyataan

hipotesis 6c. namun hasil pengujian terhadap hubungan kausalitas ini tidak menemukan cukup bukti untuk menerima hipotesis ini karena memiliki *critical ratio* (c.r) sebesar 1.375 dengan nilai *sig-t* sebesar 1.96 yang berarti suatu pengaruh yang positif dan signifikan pada tingkat $\alpha = 0,5\%$. Dengan demikian hipotesis 2f, yang menyatakan bahwa meningkatnya *leverage* (X3) akan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan (Y4), dapat diterima.

$$TBNSQ = 0.258 \text{ PER} + 0.259 \text{ DPR} \dots\dots\dots(5.7)$$

P (0.000) (0.043)

Cr (5.311.) (2.024)

Berdasarkan pada persamaan structural diatas, dapat diketahui bahwa pengaruh keputusan investasi (y1) terhadap *tobin's q* (Y3) ditunjukkan dengan nilai koefisien sebesar 0.258 suatu arah koefisien yang sesuai dengan pernyataan hipotesis 5a. Hasil pengujian terhadap hubungan kausalitas ini menemukan cukup bukti untuk menerima hipotesis karena memiliki *critical ratio* (c.r) sebesar 5.311 dengan nilai *sig-t* sebesar 1.96 yang berarti suatu pengaruh yang positif dan signifikan pada tingkat $\alpha = 0,5\%$. Dengan demikian hipotesis 5a yang menyatakan bahwa meningkatnya keputusan investasi (y1) akan berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai *tobin's q* (Y3), diterima.

Berdasarkan pada persamaan structural diatas, dapat diketahui bahwa pengaruh kebijakan deviden (y2) terhadap *tobin's q* (Y3) ditunjukkan dengan nilai koefisien sebesar 0.259 suatu arah koefisien yang sesuai dengan pernyataan hipotesis 5b. Hasil pengujian terhadap hubungan kausalitas ini menemukan cukup bukti untuk menerima hipotesis karena memiliki *critical ratio* (c.r) sebesar 2.024 dengan nilai *sig-t* sebesar 1.96 yang berarti suatu pengaruh yang positif dan signifikan pada tingkat $\alpha = 0,5\%$. Dengan demikian hipotesis 5b yang menyatakan

bahwa meningkatnya kebijakan pembagian deviden (Y2) akan berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai tobin's q (Y3), diterima.

Selain pengujian pengaruh langsung, pada SEM juga dikenal pengaruh tidak langsung (*indirect effect*) sebagai berikut:

Tabel 5.5
Model Struktural Hasil SEM: Pengaruh Tidak Langsung

Pengaruh Tidak Langsung	Koefisien Pengaruh Langsung		Koefisien Pengaruh Tidak Langsung	Keterangan
X1 → Y1 → Y3	X1 → Y1 = 0.231	Y1 → Y3 = 0.258	0,038168*	Signifikan
X2 → Y1 → Y3	X2 → Y1 = 0.014*	Y1 → Y3 = 0.258*	0,00184541*	Signifikan
X3 → Y1 → Y3	X3 → Y1 = -0.014*	Y1 → Y3 = 0.258*	0,0202766*	Signifikan
X1 → Y2 → Y3	X1 → Y2 = -0.060*	Y2 → Y3 = 0.259*	0,01339464*	Signifikan
X2 → Y2 → Y3	X2 → Y2 = 0.152*	Y2 → Y3 = 0.259*	0,00254129*	Signifikan
X3 → Y2 → Y3	X3 → Y2 = 0.128*	Y2 → Y3 = 0.259*	0,02767542*	Signifikan

Sumber: Lampiran

ket : * signifikan, ^{ns} tidak signifikan

1. Pengaruh Struktur Kepemilikan Terhadap Nilai Perusahaan Yang Dimediasi oleh Keputusan Investasi dan Kebijakan Deviden

Dalam menguji pengaruh keputusan investasi dalam memediasi struktur kepemilikan pada nilai perusahaan maka diperoleh $p_1=0.231$; $p_4=0,258$; $Sp_1=0,014$; $Sp_4=0,075$. Pengaruh mediasi yang ditunjukkan oleh perkalian koefisien (p_1p_7) di uji

dengan Sobel Test sebagai berikut:

$$\begin{aligned} Sp_1p_4 &= \sqrt{p_4^2 Sp_1^2 + p_1^2 Sp_4^2 + Sp_1^2 Sp_4^2} \\ &= \sqrt{(0,258)^2 \times (0,014)^2 + (0,231)^2 \times (0,075)^2 + (0,014)^2 \times (0,075)^2} \\ &= 0,01772864 \end{aligned}$$

Untuk menghitung t statistik pengaruh mediasi menggunakan rumus berikut

$$\begin{aligned} t &= \frac{p_1p_4}{Sp_1p_4} \\ &= \frac{0,059856}{0,021472362} \\ &= 3,36167922 \\ &= 3,362 \text{ (dibulatkan)} \end{aligned}$$

Dengan tingkat signifikansi sebesar 0,05 dengan t table 1,96, maka dari perhitungan di atas dapat disimpulkan bahwa t hitung sebesar 3,362 lebih besar dari t table (1,96) sehingga keputusan investasi dapat memediasi struktur kepemilikan manajerial pada nilai perusahaan.

Dalam menguji pengaruh kebijakan deviden dalam memediasi struktur kepemilikan pada nilai perusahaan maka diperoleh $p_1=0,060$; $p_4=0,259$; $Sp_1=0,144$; $Sp_4=0,052$. Pengaruh mediasi yang ditunjukkan oleh perkalian koefisien (p_1p_4) di uji dengan Sobel Test sebagai berikut:

$$\begin{aligned} Sp_1p_4 &= \sqrt{p_4^2 Sp_1^2 + p_1^2 Sp_4^2 + Sp_1^2 Sp_4^2} \\ &= \sqrt{(0,259)^2 \times (0,144)^2 + (0,060)^2 \times (0,052)^2 + (0,144)^2 \times (0,144 \times 0,052)^2} \\ &= 0,038168 \end{aligned}$$

Untuk menghitung t statistik pengaruh mediasi menggunakan rumus berikut

$$\begin{aligned} t &= \frac{p_1p_4}{Sp_1p_4} \\ &= \frac{0,051554}{0,038168} \end{aligned}$$

$$= 0,40714736$$

$$= 0,407 \text{ (dibulatkan)}$$

Dengan tingkat signifikansi sebesar 0,05 dengan t table 1,96, maka dari perhitungan di atas dapat disimpulkan bahwa t hitung sebesar 0,407 lebih kecil dari t table (1,96) sehingga kebijakan deviden tidak dapat memediasi struktur kepemilikan pada nilai perusahaan.

2. Pengaruh *free cash flow* Terhadap Nilai Perusahaan Yang Dimediasi Oleh Keputusan Investasi dan Kebijakan Deviden

Dalam menguji pengaruh keputusan investasi dalam memediasi *free cash flow* pada nilai perusahaan maka diperoleh $p_2 = 0,014$; $p_4 = 0,258$; $Sp_2 = 0,007$; $Sp_4 = 0,052$. Pengaruh mediasi yang ditunjukkan oleh perkalian koefisien (p_1p_7) di uji dengan *Sobel Test* sebagai berikut:

$$\begin{aligned} Sp_{1p_7} &= \sqrt{p_4^2 Sp_2^2 + p_2^2 Sp_4^2 + Sp_2^2 Sp_4^2} \\ &= \sqrt{(0,066)^2 \times (0,007)^2 + (0,014)^2 \times (0,022)^2 + (0,014)^2 \times (0,022)^2} \\ &= 0,00184541 \end{aligned}$$

Untuk menghitung t statistik pengaruh mediasi menggunakan rumus berikut

$$\begin{aligned} t &= \frac{p_1p_7}{Sp_{1p_7}} \\ &= \frac{0,010032}{0,00509021} \\ &= 1,97084271 \\ &= 1,970 \text{ (dibulatkan)} \end{aligned}$$

Dengan tingkat signifikansi sebesar 0,05 dengan t table 1,96, maka dari perhitungan di atas dapat disimpulkan bahwa t hitung sebesar 1,965 lebih besar dari t table (1,96) sehingga keputusan investasi dapat memediasi *free cash flow* pada nilai perusahaan.

Dalam menguji pengaruh kebijakan deviden dalam memediasi *free cash flow* pada nilai perusahaan maka diperoleh $p_2=0.152$; $p_4=0.259$; $Sp_2=0.035$; $Sp_4=0.052$.
 Pengaruh mediasi yang ditunjukkan oleh perkalian koefisien (p_2p_4) di uji dengan Sobel Test sebagai berikut:

$$Sp_{p_7} = \sqrt{p_4^2 Sp_2^2 + p_2^2 Sp_4^2 + Sp_2^2 Sp_4^2}$$

$$= \sqrt{(0.259^2 \times 0.035^2) + (0.152^2 \times 0.052^2 + 0.035^2 \times 0.052^2)}$$

$$= 0.00412192$$

Untuk menghitung t statistik pengaruh mediasi menggunakan rumus berikut

$$t = \frac{p_1 p_7}{Sp_1 p_7}$$

$$= \frac{0.009065}{0.004121192}$$

$$= 2.19921554$$

$$= 2.199 \text{ (dibulatkan)}$$

Dengan tingkat signifikansi sebesar 0,05 dengan t table 1,96, maka dari perhitungan di atas dapat disimpulkan bahwa t hitung sebesar 2,199 lebih besar dari t table (1,96) sehingga kebijakan deviden dapat memediasi pengaruh *free cash flow* pada nilai perusahaan.

3. Pengaruh *Leverage* terhadap Nilai Perusahaan yang dimediasi oleh Keputusan Investasi dan Kebijakan Deviden

Dalam menguji pengaruh keputusan investasi dalam memediasi *leverage* pada nilai perusahaan maka diperoleh $p_3=0.014$; $p_4=0.258$; $Sp_3=0.028$; $Sp_4=0.075$.
 Pengaruh mediasi yang ditunjukkan oleh perkalian koefisien (p_1p_7) di uji dengan Sobel Test sebagai berikut:

$$Sp_{p_7} = \sqrt{p_4^2 Sp_3^2 + p_3^2 Sp_4^2 + Sp_3^2 p_4^2}$$

$$= (0.258)^2 \times (0.028)^2 + (0.014)^2 \times (0.075)^2 + (0.028)^2 \times (0.258)^2$$

$$= 0,0202766$$

Untuk menghitung t statistik pengaruh mediasi menggunakan rumus berikut

$$t = \frac{p_1 p_7}{Sp_1 p_7}$$

$$= \frac{0,052374}{0,0202766}$$

$$= 2,5829779$$

$$= 2,582 \text{ (dibulatkan)}$$

Dengan tingkat signifikansi sebesar 0,05 dengan t table 1,96, maka dari perhitungan di atas dapat disimpulkan bahwa t hitung sebesar 2,582 lebih besar dari t table (1,96) sehingga keputusan investasi dapat memediasi *leverage* pada nilai perusahaan.

Dalam menguji pengaruh kebijakan deviden dalam memediasi *leverage* pada nilai perusahaan maka diperoleh $p_3 = 0,128$; $p_4 = 0,259$; $Sp_3 = 0,022$; $Sp_4 = 0,052$. Pengaruh mediasi yang ditunjukkan oleh perkalian koefisien ($p_3 p_4$) di uji dengan Sobel Test sebagai berikut:

$$\begin{aligned} Sp_3 p_4 &= \sqrt{p_4^2 Sp_3^2 + p_3^2 Sp_4^2 + Sp_3^2 p_4^2} \\ &= (0,259)^2 \times (0,022)^2 + (0,128)^2 \times (0,052)^2 + (0,022)^2 \times (0,259)^2 \\ &= 0,02767542 \end{aligned}$$

Untuk menghitung t statistik pengaruh mediasi menggunakan rumus berikut

$$t = \frac{p_3 p_4}{Sp_3 p_4}$$

$$= \frac{0,067712}{0,02767542}$$

$$= 2,44664795$$

$$= 2,447 \text{ (dibulatkan)}$$

Dengan tingkat signifikansi sebesar 0,05 dengan t table 1,96, maka dari perhitungan

di atas dapat disimpulkan bahwa t hitung sebesar 2,447 lebih besar dari t table (1,96) sehingga kebijakan deviden dapat memediasi *leverage* pada nilai perusahaan.

BAB VI

PEMBAHASAN HASIL PENELITIAN

6.1 Pembahasan Hasil Pengujian Pengaruh Struktur Kepemilikan Manajerial, *Free Cash Flow* dan *Leverage* Terhadap Keputusan Investasi.

6.1.1 Pengaruh Struktur Kepemilikan Manajerial Terhadap Keputusan Investasi

Hasil pengujian hipotesis 1.1 menunjukkan variabel struktur kepemilikan manajerial terhadap keputusan investasi yang diproksi dengan *price earning ratio* berpengaruh positif dan signifikan sebesar 0.231 dengan P-Value 0.034 lebih kecil dari tingkat $\alpha = 0,5\%$. Ini mengindikasikan bahwa semakin tinggi kepemilikan manajerial akan diikuti dengan meningkatnya keputusan investasi dengan asumsi faktor-faktor lain yang mempengaruhi besar kecilnya keputusan investasi dianggap konstan.

Hasil ini menyatakan bahwa dengan adanya kepemilikan manajerial maka akan menimbulkan rasa memiliki sehingga manajer dalam pengambilan keputusan cenderung bertindak hati-hati, karena segala hasil dari investasi yang dilakukan baik yang menguntungkan atau tidak menguntungkan akan berimbas pada manajer selaku pemilik. Shleiver dan Vishny (1986) menyatakan bahwa seorang manajer yang diberikan saham (adanya kepemilikan manajerial) maka akan berpengaruh terhadap keputusan investasi. Gul dan Kealey (1999) dan Wahyudi dan Hartini 2006 juga menyatakan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh positif dan signifikan terhadap keputusan investasi. Bertolak dari kepentingan (peningkatan gaji dan status atau jabatan) seorang manajer dalam

perusahaan, menyebabkan manajer cenderung mengambil keputusan (dalam hal ini keputusan investasi) yang intinya untuk memenuhi kepentingannya tanpa memperdulikan kepentingan para pemegang saham (*stokholders*). Sehingga dengan adanya Kepemilikan manajerial bertujuan untuk mengontrol keputusan investasi.

Dalam teori keagenan (*Agency theory*) oleh Jensen dan Meckling 1976 mengungkapkan adanya konflik antara pemilik yaitu pemegang saham dengan manajer. Konflik tersebut muncul sebagai akibat perbedaan kepentingan diantara kedua belah pihak. Sehingga kepemilikan manajerial atau kepemilikan insider kemudian dipandang sebagai mekanisme kontrol yang tepat untuk mengurangi konflik tersebut. Dalam hal ini bahwa Kepemilikan saham oleh pihak internal, akan memaksa para manajer untuk menanggung risiko dari kekayaan yang mereka miliki sebagai konsekwensi bila melakukan kesalahan dalam mengelola perusahaan. Dengan demikian, para manajer akan semakin hati-hati dalam menempatkan dana untuk melakukan investasi, dan berusaha meminimumkan biaya keagenan yang pada gilirannya akan meningkatkan nilai perusahaan.

Dalam hal kepemilikan manajerial, Shleifer dan Vishny (1986) menyatakan bahwa kepemilikan saham yang besar dari segi nilai ekonomisnya memiliki insentif untuk memonitor. Secara teoritis ketika kepemilikan manajemen rendah, maka insentif terhadap kemungkinan terjadinya perilaku oportunistik manajer akan manajemen (Jansen dan Meckling, 1976). Sehingga permasalahan keagenan diasumsikan akan hilang apabila seorang manajer adalah juga sekaligus sebagai seorang pemilik. Jensen dan Meckling (1976), Mao (2003), Pawlina dan Renneboog (2005), dan Chen et al. (2006) mengungkapkan bahwa untuk mengurangi *agency problem*, pihak pemegang saham dapat membatasi

kegiatan agen melalui pemberian insentif yang tepat, seperti peningkatan kepemilikan saham perusahaan oleh manajemen. Hal ini dapat diartikulasikan bahwa bahwa kepemilikan manajer atas saham perusahaan adalah untuk mengatasi konflik keagenan di dalam perusahaan, karena dengan melakukan pendanaan eksternal untuk meningkatkan proporsi kepemilikan manajer atas saham perusahaan dapat memberikan insentif bagi manajer (*equity holders' risk-shifting incentive*).

Struktur kepemilikan dapat dijelaskan dari dua sudut pandang (Iturriaga dan Sanz, 1998) yaitu pendekatan keagenan (*agency approach*) dan pendekatan ketidak seimbangan informasi (*asymmetric information approach*). Pendekatan keagenan menganggap struktur kepemilikan sebagai sebuah instrument untuk mengurangi konflik kepentingan diantara berbagai pemegang klaim. Pendekatan *asymmetric information* memandang mekanisme struktur kepemilikan sebagai suatu cara untuk mengurangi ketidakseimbangan informasi antara *insiders* dan *outsiders* melalui pengungkapan informasi di dalam pasar modal (Leland dan Pyle, 1997).

Namun berbeda dari hasil penelitian Machmud dan Djakman (2008) yang menunjukkan hasil bahwa struktur kepemilikan manajerial memiliki arah hubungan yang negatif terhadap keputusan investasi. Menurut Machmud dan Djakman (2008) bahwa tidak semua pemilik saham manajerial menginginkan investasi yang tinggi, karena mereka juga menginginkan kesejahteraan melalui pembayaran dividen. Sedangkan investasi akan mengurangi dividen yang akan mereka terima.

6.1.2 Pengaruh *Free cash flow* Terhadap Keputusan Investasi

Pengaruh variabel *free cash flow* terhadap keputusan investasi adalah positif dan signifikan sebesar 0.014 dengan P-Value 0.000 jauh lebih kecil dari tingkat $\alpha=0,5\%$. Hasil ini memberikan interpretasi bahwa peningkatan penggunaan *free cash flow* akan diikuti pula dengan peningkatan keputusan investasi dengan asumsi faktor-faktor lain yang mempengaruhi besar kecilnya keputusan investasi dianggap konstan. Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan sebelumnya oleh Malmindier dan Tate (2005a;b) yang menemukan pengaruh positif *free cash flow* terhadap keputusan investasi.

Hasil penelitian ini menunjukkan dukungan terhadap teori *free cash flow* yang dikemukakan oleh Jensen (1986), dimana perusahaan dengan *free cash flow* yang besar cenderung lebih menyukai melakukan investasi dari pada membaginya dalam bentuk dividen. Dalam melakukan investasi tentunya dibutuhkan pendanaan, semakin besar pendanaan yang tersedia (arus kas yang tersedia) maka diharapkan semakin banyak peluang-peluang investasi baru yang dapat direalisasikan. Dengan demikian kita harapkan terhadapat hubungan positif antara arus kas terhadap tingkat investasi. Dengan menggunakan EBITDA (*earning before interest and taxes, plus depreciation and amortilition* diskala dengan total capital) sebagai proksi atas investasi. Beberapa peneliti sebelumnya, misalnya Malmindier dan Tate (2005a;b) menemukan pengaruh positif arus kas pada investasi.

Dalam teori tradisional juga menyatakan bahwa ada dua interpretasi untuk hubungan positif ini, pertama, hubungan tersebut merupakan hubungan manipertasi masalah keagenan, dimana manajer diperusahaan yang kaya aliran kas bebas terlibat dalam pemborosan (Jensen, 1986, Stulz, 1990), kas bebas

bias menjadi insentif bagi manajer untuk memperbesar kerajaan bisnis perusahaan. Manajer mempunyai inisiatif untuk berinvestasi secara berlebihan (*overinvestment*) dikarenakan adanya manfaat moneter atau non moneter yang diasosiasikan dengan ukuran perusahaan. Kedua hubungan positif ini merefleksikan ketidaksempurnaan pasar modal dimana pendanaan eksternal yang mahal membuat potensi bagi aliran kas internal untuk memperluas set peluang investasi yang mungkin didanai (Fazzari et al., 1988b; Hubbard, 1998; Myers dan Majluf, 1984).

6.1.3 Pengaruh *Leverage* Terhadap Keputusan investasi

Pengaruh variabel *Leverage* terhadap keputusan investasi adalah negative dan signifikan sebesar -0.014 dengan P-Value 0.044 lebih kecil dari tingkat $\alpha = 0,5\%$. Hasil ini memberikan interpretasi bahwa penggunaan *leverage* akan menekan keputusan perusahaan untuk melakukan investasi yang berlebihan. Hasil penelitian ini mendukung hasil penelitian Aivazian et al. (2005) yang menemukan adanya hubungan negatif antara *financial leverage* dan investasi tetapi hanya untuk perusahaan yang memiliki tingkat pertumbuhan yang rendah atau tidak ada sama sekali. Hubungan antara *financial leverage* dan investasi adalah teori *over-investment* yang merupakan konflik potensial antara manajer dan pemegang saham. Menurut teori ini, manajer memiliki keinginan untuk memperbesar ukuran perusahaan sehingga terkadang menerima proyek merugikan yang dapat mengurangi kesejahteraan pemegang saham. Kemampuan manajer dalam mengendalikan fluktuasi arus kas dalam perusahaan harus dibatasi dengan penggunaan utang. Penggunaan utang akan membuat manajer perusahaan membayar bunga kepada pemegang obligasi

sehingga dalam melakukan investasi manajer akan lebih berhati-hati dan tidak berinvestasi pada proyek yang merugikan perusahaan.

Hasil penelitian ini konsisten dengan hasil penelitian Tong dan Green (2004), Myers dan Majluf (1984), Klein *et al.* (2002), dan Akhtar (2005) serta hasil penelitian Lin dan Smith (2005) yang menemukan bahwa *financial leverage* berpengaruh negatif terhadap keputusan investasi karena biaya agensi yang timbul sangat tinggi saat perusahaan menggunakan utang. Sehingga perusahaan dalam penelitian ini lebih memilih menggunakan hutang dalam jumlah yang kecil atau lebih menggunakan dana internal perusahaan yang menjadikan hubungan *leverage* dengan keputusan investasi menjadi negative.

Dalam teori *pecking order* (Myers dan Majluf, 1984) menyatakan bahwa manajer seringkali bertindak *underinvestment* dengan asumsi ada asimetri informasi antar internal (manajer) dengan pasar, dimana pasar kurang begitu punya pengetahuan tentang kualitas perusahaan maupun proyeknya, sehingga pasar sulit membedakan mana perusahaan baik dan mana perusahaan buruk sehingga pasar meminta *risk premium* yang terlalu tinggi untuk risiko ini. Informasi asimetri bisa saja mengarah pada penolakan peluang-peluang investasi yang bagus karena pendanaan eksternal terlalu mahal bagi manajemen perusahaan. Sebagai akibatnya sebagian peluang proyek investasi yang bagus menjadi tidak begitu profitable untuk menutupi biaya pendanaan eksternal yang begitu mahal, dan peluang investasi bagus itu akhirnya dilewatkan begitu saja oleh manajemen.

Namun hasil penelitian ini tidak mendukung hasil penelitian Grossman dan Hart (1992) dan Chyntia (2003) menjelaskan bahwa hutang dapat menciptakan suatu insentif bagi para manajer untuk bekerja lebih keras dan membuat

keputusan investasi yang lebih baik. Pemenuhan kebutuhan dana untuk menambah modal baru melalui hutang, membuat manajer harus lebih berhati-hati dalam menggunakannya. Hasil penelitian DeAngelo dan Masulis (1980), Strebulaev (2003), dan Gaud *et al.* (2005) yang menunjukkan bahwa terdapat suatu hubungan yang positif antara tingkat *leverage* dan keputusan investasi yang dicapai perusahaan. Vogt (1997) juga menunjukkan bahwa perusahaan yang bertumbuh akan direspon positif oleh pasar. Hasil temuan tersebut berimplikasi bahwa perusahaan yang memiliki pertumbuhan rendah harus mencari alternatif pendanaan misalnya melalui kebijakan hutang.

6.2 Pembahasan Hasil Pengujian Pengaruh Struktur Kepemilikan Manajerial, *Free Cash Flow* dan *Leverage* terhadap Kebijakan Dividen.

6.2.1 Struktur Kepemilikan Manajerial Terhadap Kebijakan Dividen

Pengaruh variabel kepemilikan manajerial terhadap kebijakan dividen adalah negative dan signifikan sebesar -0.060 dengan P-Value sebesar 0.009 lebih kecil dari tingkat $\alpha = 0,5\%$. Ini menunjukkan bahwa pemegang saham manajerial lebih memilih mendapatkan kompensasi (gaji, tunjangan dan bonus) dibandingkan dengan dividen yang dibagikan perusahaan.

Hal inilah yang menyebabkan masalah keagenan antara pemegang saham dan manajemen, saat dividen tidak dibagikan dan cenderung dijadikan sebagai laba ditahan. Laba ditahan tersebut digunakan untuk ekspansi usaha lebih besar, baik untuk perusahaan induk maupun perusahaan anak. Perusahaan manufaktur melakukan ekspansi untuk meningkatkan laba dengan demikian akan dapat meningkatkan remunerasi untuk manajemen. Hubungan yang terjadi antara kepemilikan manajerial dengan kebijakan pembagian dividen merupakan

pandangan kebijakan deviden tidak relevan. Pandangan ini dijelaskan oleh Miller dan Modigliani bahwa nilai suatu perusahaan tidak ditentukan oleh besar kecilnya DPR, tetapi ditentukan oleh laba bersih sebelum pajak (EBIT) dan risiko perusahaan. - deviden tidak diperhitungkan karena tidak mempengaruhi peningkatan kesejahteraan pemegang saham atau pihak manajerial (Brigham dan Houston 2003). Oleh sebab itu, pihak manajerial lebih tertarik pada besarnya paket remunerasi dibandingkan dengan besarnya deviden yang dibagikan.

Hasil penelitian ini sejalan dengan Eckbo dan Verma, (1994) yang secara empiris menunjukkan bahwa deviden menurun dengan meningkatkan kekuatan kepemilikan manajerial dan juga berpendapat bahwa dalam perusahaan yang dikendalikan oleh manajer di mana mereka memiliki kekuasaan mutlak. Chen et al (2005) juga menunjukkan sebuah hubungan negatif antara manajemen dan kebijakan deviden dan lebih jauh lagi berpendapat bahwa kepemilikan manajemen adalah negatif terkait dengan kinerja perusahaan di Hongkong. Secara umum manager mendapat kesempatan untuk terlibat dalam kepemilikan saham dengan tujuan menyetarakan dengan pemegang saham. Melalui kebijakan ini manager diharapkan menghasilkan kinerja yang baik serta mengarahkan deviden pada tingkat yang rendah. Dengan penetapan deviden rendah perusahaan memiliki laba ditahan yang tinggi sehingga memiliki sumber dana internal relatif tinggi untuk membiayai investasi di masa mendatang.

Selain itu *Tax Preference Theory* dari Farrar dan Slewyn (1967) dan Brennan (1970) juga menjelaskan bahwa investor lebih menyukai *retained earnings* daripada deviden, karena pertimbangan pajak yang dikenakan kepada *capital gain* lebih rendah. Teori ini menyarankan agar perusahaan membayarkan deviden yang rendah jika ingin memaksimalkan harga sahamnya. Dengan kata

lain, Farrar dan Slewyn (1967) dan Brennan (1970) menerangkan bahwa kebijakan yang terbaik adalah tidak membayar dividen sama sekali, pemegang saham lebih baik menjual saham mereka beberapa lembar pada suatu saat dan membayar pajak keuntungan modal yang lebih rendah. Pendapat ini terutama didasarkan pada perbedaan perlakuan pajak terhadap pendapatan dividen dan *capital gain*.

6.2.2 Pengaruh *Free Cash Flow* Terhadap Kebijakan Dividen

Variabel *free cash flow* berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen sebesar 0.152, dengan p-value sebesar 0.000 lebih kecil dari tingkat $\alpha = 0,5\%$. Ini berarti bahwa peningkatan penggunaan *free cash flow* akan diikuti dengan peningkatan kebijakan dividen dengan asumsi factor-faktor lain yang mempengaruhi besar kecilnya kebijakan dividen dianggap konstan. Dari hasil ini menunjukkan bahwa para manajer perusahaan secara maksimal membayarkan kelebihan dana internal sebagai dividen tunai. Hal ini dilakukan sebagai upaya untuk mengurangi kemungkinan bahwa *free cash flow* yang terbentuk digunakan dalam menunjang kecenderungan manajer untuk berperilaku oportunistik.

Hasil ini mendukung *Signaling Theory* yang menyatakan bahwa kebijakan dividen mencerminkan ekspektasi manajer tentang arus kas masa depan perusahaan dan pasar akan bereaksi terhadap pengumuman pembayaran dividen. Dalam teori keagenan juga menyatakan bahwa kebijakan dividen merupakan *agency problem* antara insiders dan para pemegang saham (Gomes, 1996; Fluck, 1998; dan Myers dan Majluf, 1984). Grossman dan Hart (1980) menunjukkan bahwa *dividen payouts* mengurangi konflik keagenan dengan mengurangi jumlah dari *free cash flow* yang ada ditangan para manajer, yang

kecenderungannya digunakan untuk aktivitas yang tidak dalam kepentingan terbaik bagi pemegang saham. Tindakan ini dapat mengurangi kemampuan manajer untuk melakukan ekspansi dan diversifikasi perusahaan secara berlebihan dimasa yang akan datang dan memaksa para manajer untuk lebih meningkatkan efisiensi operasi.

Mollah *et al.* (2000) mengungkapkan bahwa perusahaan yang memiliki *Free Cash Flow* dalam jumlah yang memadai akan lebih baik dibagikan kepada pemegang saham dalam bentuk dividen untuk menghindari *agency problem*, hal ini dimaksudkan agar *Free Cash Flow* yang ada tidak digunakan untuk sesuatu atau proyek-proyek yang tidak menguntungkan (*wisted on unprofitable*) dengan demikian ketersediaan dana dapat dipakai untuk kemakmuran pemegang saham.

6.2.3 Pengaruh *Leverage* terhadap Kebijakan Dividen

Variabel *leverage* berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen sebesar 0.128 dengan p-value sebesar 0.000 lebih kecil dari tingkat tingkat $\alpha = 0,5\%$.

Hasil ini menunjukkan bahwa Penggunaan *leverage* yang tinggi mengindikasikan bahwa laba yang ada di dalam perusahaan digunakan sebagai laba yang akan dibagikan sebagai dividen kepada para pemegang saham, Tujuan dari adanya perbedaan kepentingan dalam tingkat *leverage* yang digunakan pada struktur modal antara manajemen perusahaan, pemegang saham, dan kreditur adalah untuk menjaga kesejahteraan dan kemakmuran masing-masing.

Perusahaan memilih menggunakan hutang (*leverage*) dibandingkan dengan penerbitan saham baru dalam komposisi struktur modal perusahaan karena biaya modal *leverage* lebih sedikit . Hasil ini sesuai dengan konsep dari

Modigliani dan Miller (1963), menyatakan kebijakan deviden secara langsung berhubungan dengan teori struktur modal. Jika suatu perusahaan membayar deviden, memang terus mengalami penurunan tingkat pembiayaan modal *equity* dari dana internal, dan sebagai konsekuensi mungkin memerlukan sumber pembiayaan eksternal (*leverage*).

Hal ini sesuai teori keagenan yang menyatakan bahwa *agency problem* dapat diatasi dengan melakukan beberapa mekanisme kontrol, dua diantaranya adalah dengan meningkatkan pendanaan melalui hutang (Jensen, 1986) dan dengan meningkatkan *dividend payout ratio* (Crutchley dan Hansen, 1989). Hasil penelitian Liu dan Hu (2005) dan Al-Malkawi (2007) menemukan hubungan yang positif.

Hasil studi Frank dan goyal (2000) menyatakan bahwa perusahaan-perusahaan besar menambah hutang untuk mendukung pembayaran dividen. Semakin tinggi tingkat hutang semakin banyak dana yang tersedia untuk membayar dividen yang lebih tinggi karena akan memberikan sinyal positif dan menyebabkan naiknya nilai perusahaan.

6.3 Pembahasan Hasil Pengujian Hipotesis Pengaruh Struktur Kepemilikan Manajerial, *Free Cash Flow* dan *Leverage* terhadap Nilai Perusahaan yang dimediasi oleh Keputusan Investasi

6.3.1 Pengaruh struktur kepemilikan manajerial Terhadap Nilai perusahaan melalui keputusan investasi

Variabel struktur kepemilikan manajerial berpengaruh positif namun tidak signifikan terhadap nilai perusahaan sebesar 0.013. dengan p-value sebesar 0.707 lebih besar dari tingkat $\alpha = 0,5\%$. Hasil pengujian menunjukkan Struktur Kepemilikan Manajerial tidak berpengaruh langsung signifikan terhadap Nilai

Perusahaan, hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian Sujoko dan Soebiantoro (2007) menemukan bukti bahwa Kepemilikan Manajerial tidak berpengaruh signifikan terhadap Nilai Perusahaan. Ini mungkin disebabkan karena manajemen perusahaan tidak mempunyai kendali terhadap perusahaan. Terlebih rata-rata kepemilikan saham manajemen hanya sebesar 3,8%. Manajemen lebih banyak dikendalikan pemilik mayoritas sehingga manajemen hanya sebagai perpanjangan tangan pemilik mayoritas dalam usahanya meningkatkan Nilai Perusahaan. (Adnantara, 2013).

Demsetz (1983); dan Fama dan Jensen (1983) menemukan adanya titik balik (*turning point*) dalam tahap atau stage tertentu, yang menunjukkan bahwa hubungan tersebut tidak selalu linier-positif. Pada kepemilikan insider yang tinggi dan cenderung mengarah pada kepemilikan *blockholder* mekanisme tersebut akan berkurang efektifitasnya. Kondisi ini memunculkan *hipotesis Entrenchment*, oleh Fluck 1999, yang menyatakan kepemilikan insider yang tinggi akan berdampak pada munculnya kecenderungan manajer untuk bertindak demi kepentingannya sendiri. Hal ini terjadi disebabkan hak voting dan *bargaining power* yang semakin tinggi yang dimiliki oleh insider dalam penentuan kebijakan sehingga mengakibatkan pemilik tidak mampu menjalankan mekanisme kontrol dengan baik. Kondisi ini berdampak pada penurunan nilai perusahaan karena terjadi ketidaksamaan kepentingan antara manajer dan pemilik yaitu pemegang saham minoritas.

Dalam *agency theory* oleh Jensen dan Meckling, (1976). menyatakan bahwa perusahaan yang memisahkan fungsi pengelolaan dengan fungsi kepemilikan akan rentan terhadap konflik keagenan (Jensen dan Meckling, 1976). Adanya pemisahan peran antara pemegang saham sebagai prinsipal dan

manajer sebagai agen, maka manajer pada akhirnya akan memiliki hak pengendalian yang signifikan dalam hal bagaimana mereka mengalokasikan dana investor (Jensen dan Meckling, 1976; Eisenhardt, 1989; dan Shleifer dan Vishny, 1997). Asumsi dasar dalam *agency theory* adalah bahwa manajer akan bertindak secara oportunistik dengan mengambil keuntungan untuk kepentingan pribadi sebelum memenuhi kepentingan para pemegang saham.

Kemudian berdasarkan hasil perhitungan *Sobel test* menunjukkan bahwa variabel keputusan investasi berpengaruh positif dan signifikan terhadap hubungan antara struktur kepemilikan manajerial dan nilai perusahaan. dalam artian bahwa kepemilikan manajerial akan berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan jika dimediasi oleh keputusan investasi. Hal ini mengindikasikan bahwa para investor berharap bagi para manajer perusahaan agar melakukan investasi hanya pada proyek-proyek yang menguntungkan, yaitu investasi yang mempunyai *net present value* positif. Dengan demikian, perusahaan harus menanggung tingkat risiko yang relatif tinggi, karena dalam teori manajemen keuangan ada *trade-off* antara risiko dan return. Jika tingkat risiko suatu investasi adalah lebih tinggi, maka tingkat pengembalian (*return*) yang diharapkan dari investasi tersebut juga tinggi.

6.3.2 Pengaruh *Free Cash Flow* terhadap Nilai Perusahaan Melalui keputusan investasi

Variabel *free cash flow* berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan sebesar 0.066 dengan p-value sebesar 0.037 lebih kecil dari tingkat $\alpha = 0,5\%$. Hasil ini sesuai teori sinyal yang menyatakan bahwa terdapatnya aliran kas bebas dalam perusahaan merupakan suatu sinyal positif yang dapat disampaikan kepada investor akan prospek perusahaan dimasa depan yang

menggambarkan kemampuan penciptaan kas di masa depan. Hasil ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Wardani dan Siregar (2009) dan Tommy (2010) yang telah membuktikan bahwa *free cash flow* berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Perusahaan dengan tingkat *free cash flow* yang tinggi akan memiliki return yang lebih besar daripada perusahaan dengan *free cash flow* yang rendah. Hasil ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Wardani dan Siregar (2009) dan Tommy (2010) yang telah membuktikan bahwa *free cash flow* berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.

berdasarkan *Sobel test* atas menunjukkan nilai t hitung sebesar 1.970 lebih besar dari t table 1,96 sehingga keputusan investasi dapat memediasi *free cash flow* pada nilai perusahaan, hasil ini mengasumsikan bahwa Perusahaan dengan tingkat *free cash flow* yang tinggi akan memanfaatkan peluang-peluang investasi (*Net present value* (NPV) positif) untuk meningkatkan nilai perusahaan. Para manajer diharapkan dapat memanfaatkan *free cash flow* pada keputusan investasi yang menguntungkan untuk meningkatkan nilai perusahaan.

Myers dan Majluf (1984) mengembangkan kerangka pemikiran untuk mengetahui hubungan antara pembiayaan dan investasi dalam kondisi perusahaan memiliki informasi yang lebih baik daripada investor. Berdasarkan pada pemikiran bahwa penerbitan saham baru merupakan opsi dengan biaya termahal, maka perusahaan dengan *free cash flow* yang ada padanya dapat membangun *financial slack* dengan membatasi dividen yang dibayarkan untuk memanfaatkan kesempatan investasi yang ada. Kas tersebut dapat disimpan dalam bentuk *marketable securities*. *Financial slack* tersebut dapat dipergunakan

untuk mengambil kesempatan investasi pada proyek yang memberikan NPV positif, sehingga akan berdampak pada peningkatan nilai perusahaan.

6.3.3 Pengaruh **Leverage** terhadap Nilai Perusahaan Melalui keputusan investasi

Variabel *leverage* terhadap nilai perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan sebesar 0.375 dengan p-value sebesar 0.000 jauh lebih kecil dari tingkat $\alpha = 0,5\%$. Hal ini berarti bahwa peningkatan *leverage* akan diikuti dengan peningkatan nilai perusahaan. Hasil penelitian ini sesuai *signaling theory* oleh Stephen A. Ross (1977) menyatakan bahwa bahwa ketika perusahaan menerbitkan hutang baru, menjadi tanda atau sinyal bagi pemegang saham dan investor potensial tentang prospek perusahaan di masa mendatang mengalami peningkatan. Hal ini mengindikasikan bahwa penambahan hutang berarti keterbatasan arus kas dan biaya-biaya beban keuangan juga meningkat, dan manajer hanya akan menerbitkan hutang baru yang lebih banyak bila mereka yakin perusahaan kelak dapat memenuhi kewajibannya.

Berdasarkan *Sobel Test* atas menunjukkan nilai t hitung (1,97) lebih besar dari t tabel (1,96). Hasil penelitian ini menerima hipotesis 3c yang menyatakan keputusan investasi mampu memediasi pengaruh *free cash flow* pada nilai perusahaan.

Peningkatan struktur modal terutama modal hutang meningkat memberikan sinyal bahwa perusahaan tidak menggunakan dana internal atau laba ditahan untuk kebutuhan investasi sehingga direpson baik oleh investor dan berdampak pada peningkatan nilai perusahaan. Dengan prinsip manajemen perusahaan baik dalam memperoleh maupun menggunakan dana harus didasarkan pada efisiensi

dan efektifitas. Efisiensi penggunaan dana berarti bahwa berapapun dana yang ditanamkan dalam aktiva harus dapat digunakan seefisien mungkin untuk menghasilkan tingkat keuntungan investasi yang maksimal. Oleh karena itu, pengalokasian dana harus didasarkan pada perencanaan yang tepat sehingga dana yang menganggur menjadi kecil. Efisiensi penggunaan dana secara langsung dan tidak langsung akan menentukan besar kecilnya keuntungan yang dihasilkan dari investasi. Manajer keuangan harus bijaksana dalam menjalankan fungsi penggunaan dana yang selalu dituntut untuk mencari alternatif investasi kemudian dianalisis dan hasil analisis tersebut harus dapat diambil keputusan alternatif mana yang akan dipilih. Dengan kata lain, manajer harus mengambil keputusan investasi dengan tepat.

Hasil penelitian ini sejalan dengan *Teori trade off* yang menyebutkan bahwa apabila terjadi penambahan hutang, akan menyebabkan meningkatnya nilai perusahaan (Nemati and Jorih, 2012). Sehingga hal yang dapat dilakukan oleh manajer keuangan adalah hati-hati dalam menetapkan *leverage* perusahaan dengan tujuan akan dapat mengoptimalkan nilai perusahaan. Hasil penelitian memiliki hasil yang sama dengan Afzal dan Abdul (2012), Altan and Ferhat (2011), Ansori dan Denica (2012), Fosberg (2010), Mardiyanti, dkk. (2012), Ogbulu and Emeni (2012), Prasetyo, dkk. (2013), dan Rizqia et al (2013)

6.4 Pembahasan Hasil Pengujian Pengaruh Struktur Kepemilikan Manajerial, *Free Cash Flow* dan *Leverage* terhadap Nilai Perusahaan yang dimediasi oleh Kebijakan Deviden.

6.4.1 Pengaruh Struktur Kepemilikan Manajerial, terhadap Nilai Perusahaan melalui Kebijakan Deviden.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa variabel kepemilikan manajerial tidak berpengaruh langsung dan signifikan terhadap nilai perusahaan sebesar 0.013 dengan p-value 0.70/ lebih besar dari tingkat $\alpha = 0,5\%$. namun akan berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan jika dimediasi oleh kebijakan dividen. Hasil ini sejalan dengan *bird in the hand theory* oleh Bhattacharya, 1979 yang menyatakan bahwa pemegang saham lebih menyukai dividen yang tinggi karena memiliki kepastian yang tinggi dibandingkan *capital gain*. Sehingga keputusan manajer dalam membagikan dividen yang tinggi akan meningkatkan nilai perusahaan.

Struktur kepemilikan manajerial merupakan konsep yang didasarkan pada teori keagenan, yang diharapkan bisa berfungsi sebagai alat untuk memberikan keyakinan kepada para investor bahwa mereka akan menerima return atas dana yang telah mereka investasikan. Sehingga keyakinan tersebut akan berdampak pada nilai perusahaan.

6.4.2 Pengaruh *Free Cash Flow* terhadap Nilai Perusahaan melalui Kebijakan Deviden.

Berdasarkan *Sobel Test* atas pengaruh *free cash flow* terhadap nilai Perusahaan yang dimediasi oleh kebijakan deviden menunjukkan pengaruh yang signifikan. Hal ini dilakukan sebagai upaya untuk mengurangi kemungkinan

bahwa *free cash flow* yang terbentuk itu digunakan dalam menunjang kecenderungan manajer untuk berperilaku oportunistik.

Easterbrook (1984) menyatakan bahwa deviden digunakan untuk mengambil *free cash flow* dari penguasaan para manajer dan dibayarkannya kepada para pemegang saham dalam bentuk deviden.

6.4.3 Pengaruh *Leverage* terhadap Nilai Perusahaan melalui Kebijakan Deviden.

Pengaruh variabel *leverage* terhadap nilai perusahaan adalah positif dan signifikan sebesar 0.375 dengan p-value 0.000 lebih kecil dari tingkat $\alpha = 0,5\%$. Ini berarti bahwa peningkatan *leverage* akan diikuti dengan peningkatan nilai perusahaan dengan asumsi faktor-faktor lain yang mempengaruhi besar kecilnya nilai perusahaan dianggap konstan. Brigham dan Houston (2009) mengartikan bahwa struktur keuangan (*financial leverage*) merupakan cara aktiva-aktiva perusahaan dibelanjai/dibiayai. Hal ini seluruhnya merupakan bagian kanan neraca, sedangkan struktur modal (*capital structure*) merupakan pembiayaan pembelanjaan permanen perusahaan, yang terutama berupa hutang jangka panjang, saham preferen/prioritas dan modal saham biasa, tetapi tidak semua masuk kredit jangka pendek. Jadi struktur modal dalam suatu perusahaan hanya sebagian dari struktur keuangannya.

Hasil penelitian merujuk pada penelitian empiris Modigliani and Miller (1958, 1963) yang menunjukkan bahwa dalam pasar sempurna tanpa pajak, *leverage* tidak ada hubungannya dengan nilai perusahaan. Apabila ada pajak, pembayaran bunga akan menimbulkan penghematan pajak, sehingga relasi antara nilai perusahaan dengan struktur modal adalah positif. *Theory trade-off* (Myers, 1977; Jensen dan Meckling, 1976). yang menyatakan bahwa struktur

modal mempunyai pengaruh positif terhadap nilai perusahaan, bertambahnya hutang akan meningkatkan nilai perusahaan dengan kata lain pajak memberi manfaat dalam pendanaan yang berasal dari hutang. Manfaat pajak dari penggunaan hutang diperoleh dari beban biaya bunga hutang yang dapat diperhitungkan sebagai elemen biaya.

Hasil *sobel test* menunjukkan nilai *t* hitung lebih besar dibandingkan dengan *t* tabel, hal ini mengindikasikan bahwa koefisien mediasi (pengaruh tidak langsung) yang artinya terdapat pengaruh mediasi DPR atas pengaruh *leverage* terhadap nilai perusahaan (*Tobin's q*). Tingginya hutang perusahaan sektor manufaktur mengakibatkan menurunnya dividen yang akan dibagikan kepada pemegang saham. Hal ini karena laba yang dihasilkan perusahaan akan lebih banyak digunakan untuk membayar bunga dan pokok pinjaman kepada pihak kreditur dibandingkan akan dibagikan dalam bentuk dividen kepada pemegang saham. Rendahnya dividen yang akan dibayarkan kepada pemegang saham akan menurunkan nilai perusahaan.

6.5 Pembahasan Hasil Pengujian Pengaruh Keputusan Investasi dan Kebijakan deviden Terhadap Nilai Perusahaan

Hipotesis 5 merupakan hubungan kausalitas antara variabel-variabel dari keputusan investasi yang diproksi oleh *price earning ratio* (PER), dan kebijakan deviden yang diproksi oleh *deviden payout ratio* (DPR) terhadap nilai perusahaan yang diproksi oleh *tobin's q*. selanjutnya hipotesis 5 ini dibagi menjadi 2 (dua) sub hipotesis yang mengikutinya dan telah diuji secara empiris sebagai berikut:

6.5.1 Pengaruh Keputusan Investasi terhadap Nilai Perusahaan

Variabel keputusan investasi berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan sebesar 0.258 dengan *p-value* sebesar 0.000 lebih kecil dari

tingkat $\alpha = 0,5\%$. Hal ini menandakan bahwa semakin besar keputusan investasi yang dikeluarkan oleh perusahaan akan berdampak pada peningkatan nilai perusahaan manufaktur. Dengan peningkatan nilai PER mengindikasikan bahwa keadaan perusahaan manufaktur sehat dan mengalami pertumbuhan. Keputusan yang dilakukan perusahaan manufaktur ke dalam bentuk investasi aktiva yang tinggi dianggap investor sebagai informasi yang baik. Dengan adanya keputusan investasi yang tinggi dari perusahaan maka keuntungan yang dimasa depan akan tinggi pula sehingga berdampak pada peningkatan nilai perusahaan. Informasi keputusan investasi yang tinggi memberikan sinyal yang baik kepada investor tentang nilai perusahaan.

Hasil pengujian ini mendukung *signaling theory* dari Miller dan Modigliani (1961) yang menyatakan bahwa nilai perusahaan hanya ditentukan oleh kemampuan dasarnya untuk menghasilkan laba dan risiko bisnisnya. Dengan kata lain, Miller dan Modigliani berpendapat bahwa nilai perusahaan tergantung semata-mata pada pendapatan yang dihasilkan dari investasi, bukan pada bagaimana pendapatan tersebut dibagi diantara dividen dan laba yang ditahan. Pernyataan ini didukung pula oleh Black dan Scholes (1974), Pettit (1974) dan Miller dan Scholes (1983). Hasil penelitian Utama dan Santosa (1998) yang dilakukan di Bursa Efek Jakarta menemukan bukti bahwa dari empat faktor fundamental yang dianalisis hanya faktor keputusan investasi yang mempunyai pengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.

6.5.2 Pengaruh Kebijakan Deviden terhadap Nilai Perusahaan

Variabel kebijakan deviden berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan sebesar 0.259 dengan p-value sebesar 0.000 lebih kecil dari tingkat $\alpha = 0,5\%$. Kemampuan perusahaan dalam membayar deviden dapat

mencerminkan nilai perusahaan, jika pembayaran deviden tinggi maka harga saham juga tinggi yang berdampak pada tingginya nilai perusahaan. Dengan demikian, kebijakan deviden merupakan salah satu keputusan yang paling penting (Murekefu and Ochuodho, 2012).

Hasil penelitian ini mendukung *bird in hand theory* sebagai suatu teori relevansi deviden dari Gordon dan Lintner (1963), Long (1978) dan Sterk dan Vandenberg (1990) yang berpendapat bahwa deviden lebih baik dari pada *capital gain*, karena deviden yang dibagi kurang berisiko lagi oleh karenanya perusahaan semestinya membentuk rasio pembayaran deviden yang tinggi dengan menawarkan *dividend yield* yang tinggi agar supaya dapat memaksimalkan harga sahamnya.

Okpara (2012) juga menjelaskan tentang kekhawatiran yang dihadapi oleh perusahaan dalam kebijakan deviden dan seberapa banyak yang dapat dipertahankan, karena terkadang pembagian deviden bagi sebagian investor bukanlah sinyal positif. investor akan menganggap manajer perusahaan tidak peka pada peluang investasi yang akan mendatangkan keuntungan, namun lebih memilih membagikan deviden yang menyebabkan nilai perusahaan dapat turun akibat kurangnya keinginan investor menanamkan modalnya pada perusahaan tersebut.

Hasil pengujian empiris juga menguatkan temuan Harry DeAngelo dan Linda DeAngelo (2005) dan Brav, Graham, Harvey, dan Michaely (2005) yang mendokumentasikan suatu bukti bahwa para eksekutif keuangan bersifat ragu-ragu untuk membuat perubahan besar pada kebijakan *payout ratio* karena perubahan seperti itu akan mengubah suatu pemodal dasar perusahaan dan dengan kurang baik akan mempengaruhi harga sahamnya. Penelitian Amidu

(2007) di Ghana Stock Exchange (GSE), untuk data tahun 1997 sampai tahun 2004, temuannya adalah juga mendukung bahwa kebijakan dividen adalah relevan terhadap nilai perusahaan, yang diukur dengan *Tobin's q*.

Beberapa penelitian yang tidak sejalan dengan hasil penelitian ini adalah teori yang dikemukakan oleh Miller dan Modigliani yang mengemukakan bahwa kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan karena menurut mereka rasio pembayaran dividen hanyalah rincian dan tidak mempengaruhi kesejahteraan pemegang saham (Boanyah, et al. 2013). Meningkatnya nilai dividen tidak selalu diikuti dengan meningkatnya nilai perusahaan karena nilai perusahaan ditentukan hanya oleh kemampuan perusahaan menghasilkan laba dari aset-aset perusahaan atau kebijakan investasinya (Mardiyanti, dkk. 2012). Hasil yang sama juga ditemukan oleh Afzal dan Abdul (2012), Fodio (2009), Gill, et al. (2010), Guizani and Ezzeddine (2012), Jiang and Komain (2013), Mardiyanti, dkk. (2012), Rakhimsyah dan Barbara (2011), dan Susanti (2010). Hasil ini sesuai dengan teori menurut Brealey, Myers dan Marcus (2008:54) bahwa, "Karena investor tidak membutuhkan dividen untuk mengkonversi saham mereka menjadi uang tunai, mereka tidak akan membayar harga yang lebih tinggi untuk perusahaan dengan pembayaran dividen yang lebih tinggi."

BAB VII PENUTUP

7.1 Kesimpulan

Penelitian ini bertujuan menguji pengaruh struktur kepemilikan, *free cash flow* dan *leverage* terhadap nilai perusahaan dengan keputusan investasi dan kebijakan deviden sebagai variabel intervening. Dengan menggunakan sampel 122 perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2010-2016 menghasilkan beberapa kesimpulan sebagai berikut:

1. Struktur kepemilikan, dan *free cash* berpengaruh terhadap keputusan investasi, Dengan demikian variabel struktur kepemilikan dapat menjalankan peranannya dalam memonitor secara efektif dan mengontrol setiap keputusan investasi yang dijalankan. Sedangkan *leverage* berpengaruh negative dan signifikan terhadap keputusan investasi.
2. Struktur kepemilikan *free cash flow* dan *leverage* berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan deviden.
3. *Free cash flow* dan *leverage* berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. sedangkan struktur kepemilikan manajerial tidak berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan ini disebabkan karena manajemen perusahaan tidak mempunyai kendali terhadap nilai perusahaan. namun struktur kepemilikan manajerial, *free cash flow* dan *leverage* berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan melalui keputusan investasi.
4. Struktur kepemilikan manajerial, *free cash flow* dan *leverage* berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan deviden,

- Keputusan investasi dan kebijakan deviden berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.

7.2 Implikasi Teoritis dan Empiris Hasil Penelitian

Berdasarkan hasil analisis dan pembahasan penelitian ini yang diharapkan dapat memberikan kontribusi pada pengembangan manajemen keuangan serta teori portofolio sebagai sebuah temuan empirik dapat dideskripsikan sebagai berikut:

1. Implikasi teoritis

Implikasi teoritis yang dapat dikemukakan dalam penelitian ini bahwa nilai perusahaan dipengaruhi *free cash flow*, *leverage*, keputusan investasi dan kebijakan deviden baik langsung maupun tidak langsung, akan tetapi kepemilikan manajerial tidak mempengaruhi langsung nilai perusahaan

2. Implikasi Temuan Empirik

Implikasi temuan empirik pada penelitian ini adalah di dapatkannya suatu formulasi peningkatan nilai perusahaan melalui *free cash flow*, *leverage*, keputusan investasi dan kebijakan deviden.

- Manajer akan mengambil keputusan untuk selalu menambah sumber dana eksternal yang lebih berisiko (*debt*) dalam membentuk struktur modal terbaiknya guna membiayai proyek-proyek investasinya.
- Manajer hendaknya semaksimal membayarkan kelebihan dana internal sebagai *dividen* tunai. Hal ini dilakukan sebagai upaya untuk mengurangi kemungkinan bahwa *free cash flow* yang terbentuk itu digunakan dalam menunjang kecenderungan manajer untuk berperilaku oportunistik.
- Manajer akan selalu meningkatkan pembayaran *dividen* sebagai isyarat (*signal*) baik yang dapat disampaikan perusahaan ke pasar

3. Implikasi Praktis bagi Investor

Penelitian ini menggunakan perusahaan-perusahaan sektor manufaktur sebagai sampel antara tahun 2010 sampai dengan tahun 2016. Temuan penelitian ini diantaranya adalah para manajer dari perusahaan-perusahaan tersebut menunjukkan cukup bukti bahwa mereka tidak berperilaku opportunist. Kondisi ini lebih ditunjukkan dengan adanya pengaruh yang positif dan signifikan dari struktur kepemilikan manajerial dan *free cash flow* dan *leverage* terhadap keputusan investasi yang pada gilirannya berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan yang diproksi dengan *Tobin's q*. dan adanya pengaruh yang positif dan signifikan *leverage* terhadap keputusan investasi dan kebijakan deviden. Rekomendasi untuk melakukan investasi pada saham-saham perusahaan tersebut diberikan dengan terlebih dahulu harus memperhatikan perkembangan dari struktur dan mekanisme *control internal* yang dimiliki perusahaan. Struktur dan mekanisme control yang dimaksud dalam hal ini adalah lebih ditujukan pada besarnya struktur kepemilikan saham yang telah menunjukkan pengaruhnya yang positif dan signifikan terhadap keputusan investasi. Selanjutnya, *free cash flow* dan *leverage* berpengaruh positif dan signifikan terhadap variabel keputusan investasi dan kebijakan deviden berpengaruh positif dan signifikan terhadap *Tobin's q*.

7.3 Keterbatasan Penelitian

Model penelitian empiris yang dikembangkan dalam penelitian ini, tentu saja masih menyisakan banyak keterbatasan. Adapun, keterbatasan dari penelitian ini terletak pada beberapa hal, yang dapat dikemukakan sebagai berikut:

1) Model yang diusulkan dalam penelitian ini tidak mengikutsertakan faktor fundamental ekonomi makro yang dapat menggambarkan kondisi perekonomian nasional saat ini dan prediksinya ke depan. Faktor fundamental ekonomi makro yang dimaksudkan antara lain: laju inflasi; jumlah uang yang beredar; tingkat bunga; kurs valuta asing; dan kebijakan pemerintah lainnya, yang sangat dimungkinkan menjadi salah satu faktor determinan yang signifikan bagi manajer dalam mengambil berbagai keputusan keuangan. Adapun, keputusan manajer dalam pengelolaan keuangan perusahaan yang dimaksud, adalah menyangkut tentang *free cash flow*, *leverage*, keputusan investasi, dan kebijakan dividen. Dengan demikian, keterbatasan dari penelitian ini memberi peluang bagi penelitian yang akan datang untuk mempertimbangkan faktor fundamental ekonomi makro tersebut dalam membangun dan mengembangkan *model* yang diusulkan.

2) Model empiris dalam penelitian ini hanya menggunakan struktur kepemilikan, *free cash flow* dan *leverage* dengan alasan bahwa teori keagenan lebih menyoroti aspek mekanisme internal perusahaan (Eisenhardt, 1989). Sedangkan, menurut Wals dan Seward (1990) serta World Bank (1999) menyatakan bahwa secara umum dikenal dua mekanisme kontrol yaitu mekanisme kontrol eksternal dan mekanisme kontrol internal. Mekanisme eksternal merupakan pengendalian perusahaan berdasarkan mekanisme pasar (*the market for corporate control*) yaitu dengan melalui efektifitas pasar modal (Fama dan Jensen, 1983), pasar produk dan jasa (Grossman dan Hart, 1982), serta *the managerial labor market* (Fama, 1980).

3) Perusahaan yang menjadi sampel dalam penelitian ini hanya menyangkut sektor industri manufaktur, dengan menggunakan data mulai tahun 2010 sampai dengan tahun 2016. Adapun, alasan hanya digunakannya satu sektor industri adalah untuk menghindari perbedaan karakteristik industri. Model analisis data dalam penelitian ini menggunakan asumsi bahwa hubungan kausalitas antara variabel-variabel eksogen dan variabel endogen adalah bersifat linier, sehingga dimungkinkan terjadi bias untuk hasil analisisnya.

7.4 Saran

Berdasarkan simpulan dan keterbatasan penelitian yang telah disampaikan sebelumnya, beberapa saran dari penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Untuk mendapatkan nilai perusahaan maka diperlukan berbagai upaya yang dilakukan oleh pihak manajer yaitu dengan meningkatkan struktur kepemilikan manajerial dan meningkatkan struktur modal eksternal sehingga secara langsung dapat berkontribusi terhadap nilai perusahaan.
2. Beberapa factor yang di duga berpengaruh terhadap nilai perusahaan belum diakomodir pada penelitian ini, sehingga disarankan kepada peneliti selanjutnya untuk menambah variabel seperti inflasi, jumlah uang yang beredar; tingkat bunga; kurs valuta asing; dan kebijakan pemerintah lainnya, yang sangat dimungkinkan menjadi salah satu faktor determinan yang signifikan bagi manajer dalam mengambil berbagai keputusan keuangan.
3. Temuan Penelitian ini dapat menjadi dasar untuk penelitian lanjutan yang mengkaji tentang nilai perusahaan di masa yang akan datang.

4. Penelitian ini hanya menggunakan *pooled data*, yaitu gabungan antara *crosssection data* dan *time series data* sehingga dimungkinkan terjadi bias untuk hasil analisisnya. Keterbatasan dari penelitian ini diharapkan dapat membuka peluang bagi penelitian yang akan datang untuk mempertimbangkan model analisis data yang bersifat non linier, sebagai upaya untuk mendapatkan hasil analisis data yang lebih akurat.

Daftar Pustaka

- Abor, J. (2005). *The effect of capital structure on profitability: an empirical analysis of listed firms in Ghana*, *Journal of Risk Finance*, 6(5), 16-30.
- Acker, Daniella, and Nigel W. Duck. 2013. "Do Investors Suffer from Money Illusion? A Direct Test of the Modigliani-Cohn Hypothesis." *Review of Finance* 17 (2): 565-586.
- Adnantara, Komang Fridagustina. 2013. Pengaruh Struktur Kepemilikan Saham dan Corporate Social Responsibility pada Nilai Perusahaan. *Buletin Studi Ekonomi*, 18(2): h: 107-113
- Agrawal, A., dan G. Mandelker (1990), "Large shareholders and the monitoring of managers". *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 25, No. 2 pp. 143 - 161.
- Ahmed Sheikh, N., & Wang, Z. (2011). *Determinants of capital structure: An empirical study of firms in manufacturing industry of Pakistan*. *Managerial Finance*, 37(2), 117-133.
- Aivazian, Varouj A, et al. (2005). *Debt Maturity Structure and Firm Investment*. *Financial Management*, Vol. 34 No. 4: 107-11.
- Allahmed, H.J. (2008). *The Impact of Financing Decision, Dividend Policy, Corporate Ownership on Firm Performance at Presence or Absence of Growth Opportunity: A Panel Data Approach, Evidence from Kuala Lumpur Stock Exchange*. <http://www.ssrn.com>
- Allen, F., Bernardo, A. E & Welch, I. 2000. *A Theory of Dividends Based on Tax Clienteles*. *The Journal of Finance*. Vol. 55, No. 6, pp: 2499-2536.
- Amidu, Mohammed (2007), "How Does Dividend Policy Affect Performance of The Firm on Ghana Stock Exchange". *Investment Management & Financial Innovations*; 4, 2; ABI/INFORM Global, pp. 103-137.
- Ang, Robert. 1997. *Buku Pintar Pasar Modal Indonesia*. Jakarta: Media Staff Indonesia.
- Arieska, Metha dan Barbara Gunawan. 2011. Pengaruh Aliran Kas Bebas dan Keputusan Pendanaan terhadap Nilai Pemegang Saham dengan Set Kesempatan Investasi dan Dividen sebagai Variabel Moderasi. *Jurnal Universitas Muhammadiyah, Yogyakarta*.
- Arifin (2005), "Peran Akuntan dalam Menegakkan Prinsip *Good Corporate Governance* pada Perusahaan di Indonesia (Tinjauan Perspektif Teori Keagenan)," Pidato Pengukuhan Guru Besar dalam Ilmu Akuntansi pada Fakultas Ekonomi Universitas Diponegoro, Semarang.
- Baker, H.K. dan G.E. Powell (1999), "How Corporate Managers View Dividend Policy". *QJBE*, Vol. 38: pp. 17-35.

- Banhart, S.C. dan S. Rosenstein (1998), "Board Composition, Managerial Ownership, and Firm Performance: An Empirical Analysis". *Financial Review*, Vol. 33: pp. 1-16.
- Barclay, M. J., dan C. W. Smith, Jr. (1988), "Corporate Payout Policy: Cash Dividends versus Open-Market Repurchases". *Journal of Financial Economics*, Vol. 22, pp. 61-82.
- Basudeb Guha-Khasnobis and Saumitra N. Bhaduri Source (2002), *Determinants of Capital Structure in India: A Dynamic Panel Data Approach* Author(s): Journal of Economic Integration, Vol. 17, No. 4), 761-776 Sejong University
- Bethala Chenchuramaiah, T. et al. 1994. *Managerial Ownership, Debt Policy, and the Impact of Institutional Holdings: An Agency Perspective*. *Financial Management (Online)*. Vol 23 No.3.
- Benartzi, S., R. Michaely, dan R. Thaler (1997), "Do Changes in Dividends Signal the Future or the Past"? *Journal of Finance*, Vol. 52, No. 3: pp. 1007-1034.
- Berle, Adolf, dan Gardiner Means (1932), "The Modern Corporation and Private property". Mac-Millan, New York.
- Bethel, J.E. dan Julia Liebeskind (1993), "The Effect of Ownership Structure on Corporate Structuring". *Strategic Management Journal*, Vol. 14: pp. 15 – 31.
- Bhattacharya, S. (1979), "Imperfect Information, Dividend Policy, and "The Bird in the Hand" Fallacy". *Bell Journal of Economics*, Vol. 10: pp. 259-270.
- Black, F. (1976), "The Dividend Puzzle". *Journal of Portfolio Management*, Vol. 2: pp. 5-8.
- Black, F., dan Scholes, M. (1974), *The effects of dividend yield and dividend policy on common stock prices and returns*. *Journals of Financial Economics*, Vol. 1: pp. 1-22.
- Boanyah, Ebenezer Adu, Desmond Tutu Ayentimi and Osei Yaw Frank. 2013. *Determinants of Dividend Payout Policy of Some Selected Manufacturing Firms Listed on The Ghana Stock Exchange*. *Journal of Finance and Accounting*, 4(5): pp: 49-60
- Brailsford, T J, Oliver, B R & Pua, S L H 2002 'On the Relation between Ownership Structure and Capital Structure', *Accounting & Finance*, vol.42, pp1-26.
- Brailsford, T.J., B.R. Oliver, dan. S.L.H. Pua. 1999. *Theory and Evidence on the Relationship Between Ownership Structure and Capital Structure.. Department of Commerce, Australian National University Paper*, hal .1 .34.
- Brav, Alon, dan James B. Heaton (1997), "The economic effects of prudent man laws: Empirical evidence from stock ownership dynamics". *Working paper, Fuqua School of Business, Duke University*.

- Brealey, R. dan S. Myers (2008), *Principles of Corporate Finance*, 8th edn. London: McGraw-Hill.
- Brealey, Richard A., Myers, Stewart C. dan Marcus, Alan J. (1995), "Fundamentals of Corporate Finance". International Edition, Mc Graw-Hill, Inc.
- Brennan, M. (1970). Taxes, market valuation and corporate financial policy. *National Tax Journal*, 23, 417-427.
- Brigham, Eugene F. dan Houston Joel F. (2006), "Dasar-Dasar Manajemen Keuangan Jilid 1". Alih Bahasa Ali Akbar Yulianto, Edisi Kesepuluh, Penerbit Salemba Empat, Jakarta.
- Brigham, Eugene F., Gapenski, Louis C., dan Ehrhart, Michel C. 1999. *Financial Management Theory and Practice*. Orlando: The Dryden Press
- Chandrakumarmangalam, S. & Govindasamy P. (2010), *Leverage- An Analysis and its Impact on Profitability with Reference to Selected Cement Companies in India*, *European Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences*, 27, 1450-2275
- Chen dan Steiner (2005), "Managerial Ownership and Agency Conflict: Non Linear Simultaneous Equation Analysis of Management Ownership, Risk taking, Debt Policy, and Dividend Policy," *Financial Review*, Vol34 (February)
- Chen, C.R., Weiyu Guo, dan Vivek Mande (2006), "Corporate Value, Managerial Stockholdings and Investment of Japanese Firms". *Journal of International Financial Management and Accounting*, Vol 17, No.1: pp. 29-51.
- Chen, L., and X. Zhao. 2006. *On the Relation Between the Market-to-book Ratio, Growth Opportunity, and Leverage Ratio*.
- Chung, R., M. Firth and J. B. Kim. 2005. *FCF Agency Costs, Earnings Management, and Investor Monitoring*. *Corporate Ownership and Control*, 2 (4), pg: 51-61.
- Chyntia A, Utama (2003), "Tiga Bentuk Masalah Keagenan (Agency Problem) dan Alternatif Pemecahannya". *Manajemen Usahawan Indonesia*. NO. 09/Th. XXXII, Januari.
- Clay, Darin G., (2002), "Institutional Ownership and Firm Value". *Working Paper Series*, <http://ssrn.com/abstract=485922>.
- Cooper, Donal R. dan Emory, William, 1999. *Metode Penelitian Bisnis*, alih bahasa Widjono Soecipto dan Uka Wikarya, Jilid 11, Jakarta: Erlangga.
- Crutchley, C.E dan R. Hansen (1989), "A Test of Agency Theory of Managerial Ownership, Corporate Leverage, Corporate Dividends". *Financial Management*, Vol. 18; pp. 35-57.

Crutchley, C.E., M.R.H. Jensen., J.S. Jahera, Jr., dan J.E. Raymond (1999). "Agency Problems and The Simultaneity Decision Making The Role of Institutional Ownership", *International Review of Financial Analysis*, 8:2.

Cudd, M., R. Duggal, & S. Sarkar. 1996. *Share repurchase motives and stock market reactions*. *Quarterly Journal of Business & Economics* 36 (2): 6676.

Darrough, Masako, N. and Stoughton, Neal, M., 1986. "Moral Hazard and Adverse Selection: The Question of Financial Structure". *The Journal of Finance*, 41 (2), 501-513.

DeAngelo, H., dan R.W. Masulis (1980a), "Leverage and Dividend Policy Irrelevancy Under Corporate and Personal Taxation". *The Journal of Finance*, Vol. 35, No. 2: pp. 453-464.

DeAngelo, H., dan R.W. Masulis (1980b), "Optimal Capital Structure Under Corporate and Personal Taxation". *The Journal of Finance Economics*, Vol. 8: pp. 3-29.

DeAngelo, H., L. DeAngelo, dan D. Skinner (1992), "Dividends and losses". *Journal of Finance*, Vol. 47: pp. 1837-1864.

Demzets, Harold (1983), "The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences". *Journal of Political Economy*, Vol. 93, No. 6: pp. 1155-1177.

Denis, D. dan Sarin, A. (1994), "The information content of dividend changes: Cash flow signaling, overinvestment, and dividend clienteles". *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 29: pp. 567-587.

Dhanani, Alpa (2005), "Corporate Dividend Policy: The Views Of British Financial Managers". *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 32, No. 7 & 8: pp. 1625-1672.

Donaldson, C., 1961, *Corporate debt capacity: A Study of corporate debt policy and the Determination of corporate debt capacity*. MA: Harvard University, Division of Research

Easterbrook, F. H. (1984), "Two Agency Cost Explanations of Dividends". *American Economic Review*, Vol. 74: pp. 650-659.

Eckbo B. Espen, Savita Verma, 1994, Managerial Share Ownership, Voting Power, and Cash Dividend Policy, *Journal of Corporate Finance* 1 : 33-62

Eisenberg, T., Sundgren, S., dan Wells, M.T., (1998), "Larger Board Size and Decreasing Firm Value in Small Firms". *Journal of Financial Economics*, Vol. 48: pp. 35-54.

Eisenhardt, K. M., 1989. Building Theories from Case Study Research, *Academy of Management Review*, vol. 14, no. 4, pp 532-550.



- Elton, Edwin J., dan Gruber, Martin J. (1970), "Marginal Stockholder Tax Rates dan the Clientele Effect". *Review of Economics dan Statistics*, Vol. 52: pp. 68-74.
- Fama, E. F., dan K. R. French (2001), "Disappearing Dividends: Changing Firm Characteristics or Lower Propensity to Pay?" *Journal of Financial Economics*, Vol. 60: pp. 3-43.
- Fama, E. F., dan K. R. French (2002), "Testing Trade-Off and Pecking Order Predictions About Dividends and Debt." *Review of Financial Studies*, Vol. 15: pp. 1-33.
- Fama, E.F., dan Jensen, M.C. (1983), "Agency problem and residual claims". *The Journal of Law and Economics*, Vol. 26: pp. 327-49.
- Farrar, D., dan Selwyn, L. (1967), "Taxes, Corporate Financial Policy dan Return to Investors". *National Tax Journal*, (Desember). pp. 444-454.
- Fazzari, Steven M., R. Glenn Hubbard, dan Bruce C. Petersen. (1988b). *Financing Constraints and Corporate Investment. Brookings Papers on Economic Activity*, 19(1), 141-206.
- Fazzari, Steven M., R. Glenn Hubbard, dan Bruce C. Petersen. (2000). *Investment Cash Flow Sensitivities are Useful: A Comment on Kaplan and Zingales*. *The Quarterly Journal of Economics*, 115(2), 695-705.
- Fazzari, Steven, R. Glenn Hubbard, dan Bruce Petersen. (1988a). *Investment, Financing Decisions, and Tax Policy*. *The American Economic Review*, 78(2), 200-205.
- Fluck, Z. (1998), "Optimal Financial Contracting: Debt versus Outside Equity". *The Review of Financial Studies*, Vol. 11: pp. 383-418
- Friend, I. dan L.H.P. Lang (1988), "An Empirical Test of the Impact of Managerial Self Interest on Corporate Capital Structure". *Journal of Finance*, Vol. 43: pp. 271-281.
- Fuerst, Oren dan Hyon Kang-Sok (2000), "Corporate Governance Expected Operating Performance, and Pricing". Working Papers; Yale School of Management, pp. 1-138.
- Gaud, Philippe, Elion Jani, Martin Hoesli dan Andre Bender (2005), "The Capital Structure of Swiss Companies: an Empirical Analysis Using Dynamic Panel Data". *European Financial Management*, Vol. 11, No. 1: pp. 51-69.
- Ghosh, Saurabh and Gosh, Arijit. 2008. *Do Leverage, Dividend Policy and Profitability influence the Future Value of Firm? Evidence from India*. *Finance e Journal*. DOI:10.2139/ssrn.1158251
- Gill, Amarjit, dan Neel Mathur. 2011. *Factors that Influence Financial Leverage of Canadian Firms*. *Journal of Applied Finance & Banking*, Vol. 1 No 2, Hlm. 19-37.

- Gilman, L.J., 2000, "Principle of Management Finance," 9th d, Addison Wasler, Massachussets.
- Gomes, A. (1996), "The Dynamics of Stock Prices, Manager Ownership, and Private Benefits of Control". Cambridge, United States: Harvard University.
- Gordon, M. (1962), "The Savings, Investment, and valuation of a Corporation," Review of Economics and Statistics, 37-51.
- Gordon, M.J. (1963), "Optimal Invesment and Financing Policy". Journal of Finance, pp. 264-272.
- Gregory, Aand Yuan-Hsin Wang. 2010. Cash Acquirers: Free Cash Flow, Shareholder Monitoring, and Shareholder Returns. Discussion Paper No: 10/07. University of Exeter, UK.
- Griffith, J. M. & Carroll. C. (2001). *Free Cash Flow, Leverage and Investment Opportunities*. Journal of Business and Economics, 1(2):1-5
- Grinstein, Yaniv, dan Roni Michaely (2005), "Institutional holdings and payout policy", Journal of Finance, Forthcoming.
- Grossman, S. dan G. Hart. (1982). *Corporate Financial Structure and Managerial Incentives*, in John McCall, ed., *The Economics of Information and Uncertainty*, (University of Chicago Press, Chicago, IL).
- Grossman, Sanford J., dan Oliver Hart (1982), "Corporate Financial Structure and Managerial Incentives: in J. McCall, ed". *The Economics of Information and Uncertainty*, University of Chicago Press, USA
- Grullon, G., R. Michaely, S. Benartzi, dan R.H. Thaler (2005), "Dividend Changes Do Not Signal Changes in Future Profitability". Journal of Business, Vol. 78: pp. 1659-1682.
- Gugler, K., dan B. B. Yurtoglu (2003), "Corporate Governance and Dividend Pay-out Policy in Germany". *European Economic Review*, Vol. 47: pp. 731-758.
- Guizani, Moncef and Ezzeddine Abaoub. 2012. Does The Contribution Of Dividend To Firm Value Depend On Controlling Shareholders ?. *International Journal Of Disclosure and Governance*, 9(1): pp:6277 .
- Gul, F.A. & J.S.L. Tsui. 1998. A test of free cash flow and debt monitoring hypothesis: Evidence from audit pricing. *Journal Economics* 24 (2): 219-237.
- Han, K.C., S.H. Lee, dan D.Y. Suk (1999). "Institutional Shareholders and Dividends". *Journal of Financial and Strategic Decision*, Spring, Vol. 12: pp. 53-62.
- Harris, M. and Raviv, A. 1991. "The Theory of Capital Structure". *The Journal of Finance*, Vol.46 pp.297-355.

- Hartono J. (2000). *An Agency-Cost Explanation for Dividend Payments*, Working Paper, Gadjah Mada University, pp. 1-22.
- Heaton, J. B. (2002). *Managerial Optimism and Corporate Finance*. *Financial Management*, 31(2), 33-45.
- Hermeindito, Kaaro. (2003). *Simultaneous Analysis of Corporate Investment, Dividend, and Finance: Empirical Evidence under High Uncertainty*. *Journal of Accounting, Management, and Economic Research*, 3(1), 1-17.
- Hermeindito, Kaaro. (2004). *Informasi Asimetri dan Kontrol Manajemen: Analisis Kepekaan Investasi dan Leverage terhadap Pemilihan Sumber-Sumber Pendanaan*. Disertasi, Universitas Gadjah Mada, Yogyakarta.
- Hirshleifer, J., 1958. *On The Theory of Optimal Investment Decisions*, *Journal of Political Economy* 66, 329-352.
- Hirshleifer, J., 1966. *Investment Decision under Uncertainty: Applications of the State-Preference Approach*, *Quarterly Journal of Economics* 80, 252-277.
- Holderness, C.G., dan Sheehan, D.P. (1988), "The role of majority shareholders in publicly held corporations: An exploratory analysis". *Journal of Financial Economics*, Vol. 20: pp. 317-40.
- Horne, James C. Van dan John M Wachowicz, Jr. 2012. *Prinsip-Prinsip Manajemen Keuangan* (Edisi 13). Jakarta: Salemba Empat.
- Hovakimian, A., Opler, T., dan Titman, S. (2001). *The Debt-Equity Choice*. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 36(1), 1-24.
- Hubbard, R. Glenn, Anil K. Kashyap, dan Toni M. Whited. (1995). *Internal Finance and Firm Investment*. *Journal of Money, Credit and Banking*, 27(3), 683-701.
- Hubbard, R. Glenn. (1998). *Capital-Market Imperfections and Investment*. *Journal of Economic Literature*, 36(1), 193-225.
- Husnar, Saud dan Enny Pudjiastuti (2007). *Dasar-dasar Manajemen Keuangan Seri Penutup Pembelian*. Yogyakarta :Penerbit UPP AMP YKPN.
- Ismiyanti, F. dan M. M. Hanafi. (2003). *Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institutional, Risiko, Kebijakan Hutang, Dan Kebijakan Dividen: Analisis Persamaan Simultan*. *Simposium Jurnal Akuntansi*. Vol. 6, No. 7: 260-277.
- Luiriaga, Felix J. Lopez dan Sanz, Juan Antonio Rodriguez (2000). "Ownership Structure, Corporate Value and Firm Investment: A Spanish Firms Simultaneous Equations Analysis". *Direction General de Ensenanza Superior e Investigacion Cientifica*.
- J. Fred Weston & Thomas E. Copeland. 1995. *Manajemen Keuangan* Edisi Kesembilan, Jilid I, Binarupa Aksara-Jakarta.

- B. A. dan Omesh Kini (1994), "The Post Issue Operating Performance of IPO Firms". *Journal of Finance*. Vol. 49, No. 5: pp. 1699-1726.
- Jensen, M.C. dan J.B. Warner. 1988. "The Distribution of Power Among Corporate Managers, Shareholders, and Directors". *Journal of Financial Economics*. Vol. 20, pp. 3-24.
- Jensen, Michael C. (1986), "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers", *American Economic Review*. Vol. 76: pp. 23-329.
- Jensen, Michael C. dan William H. Meckling. (1976). *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Jensen, Michael C., dan Smith, Jr Clifford W. (1994), "The Modern Theory of Corporate Finance". *Mc Graw - Hill Book Company*.
- Jiang, Jun and Komain Jiranyakul. 2013. Capital Structure, Cost Of Debt And Dividend Payout of Firms in New York And Shanghai Stock Exchanges. *International Journal Of Economics and Financial Issues*, 3(1): pp:113-12
- Jrapom, Pornsit, dan Yixi Ning (2006), "Dividend Policy, Shareholder Rights, and Corporate Governance". *Journal of Applied Finance - Fall/winter 2006*.
- Jugiyanto Hartono. (1999). *An Agency Cost Explanation for Dividend Payments. Working Paper*. Universitas Gadjah Mada.
- Jose, M.L., dan J.L. Stevens (1989), "Capital Market Valuation of Dividend Policy". *Journal of Business Finance & Accounting*. Vol. 16: pp. 651-662.
- Jöreskog, K.G. & Sörbom, D. (1984). *LISREL-VI user's guide* (3rd ed.). Mooresville, IN: Scientific Software.
- Kao, Lanfeng dan Anlin Chen, (2004), "The Effects of Board Characteristics on Earnings Management". *Corporate Ownership and Control*, Vol. 1, Issue 3: pp. 1-23.
- Kapoor, J. R., Dlabay, L. R., & Hughes, R. J. (2007). *Personal Finance*, 8th edition, McGraw-Hill, Chapter 14.
- Karpavicius, S., Yu, F. (2012). *A test of the free cash flow hypothesis : the impact of increased institutional holdings on firm characteristics*. SSRN Working Paper.
- Kast, F.E dan Rosenzweig, J.E., 2002, *Organisasi Dan Manajemen*. Terjemahan Hasyim Ali, Jakarta: Bumi aksara.
- Khusbakht Tayyaba (2013), "Leverage" - An Analysis and Its Impact On Profitability With Reference To Selected Oil And Gas Companies *International Journal of Business and Management Invention* ISSN (Online): 2319 - 8028, ISSN (Print): 2319 - 801X.

- Kim, W. dan E. Sorensen 1996, *Evidence on the Impact of the Agency Cost of Debt Corporate Debt Policy*, *Journal of Finance and Quantitative Analysis* 21 : 131-1144.
- Klein, L.S., J.O.B Thomas., dan Stephen R. Peters (2002), "Debt vs Equity and Asymmetric Information: A Review". *The Financial Review*. Vol. 37: pp. 317-350.
- Kumar, P. & B. Lee. 2001. *Discrete dividend policy with permanent earnings*. *Financial Management* (Autums): 55-76.
- La Rocca, IM Cariola, A, La Rocca. E (1986). *Overinvestment and Underinvestment Problem Delem ning Factors Consequences and Solul ons'*
- Lang, L. H. P., dan R.M. Stulz, dan R.A. Walkling, (1991), *A Test of Free Cash Flow Hypothesis: The Case of Bidder Return*, *Journal of Financial Economics*, Vol. 29: pp. 315 335.
- Lang, L., E. Ofek, dan R.M. Stulz (1996), "Leverage, Investment and Firm Growth," *Journal of Financial Economics*, Vcl. 40: pp. 3-29.
- Leland, Hayne E. dan David H. Pyle. (1997). *Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation*. *The Journal of Finance*, 32(2), 371387.
- Levy, H., dan M. Sarnat, 1990. *Capital Investment and Financial Decisions*, Fourth Edition, Prentice Hall Inc.
- Li, Kai dan Xinlei Zhao (2007), "Asymmetric Information and Dividend Policy". *Electronic copy available at: <http://ssrn.com/abstract=960974>*
- Lintner, J. (1956). *Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes*. *American Economic Review*, 46, 97-113.
- Lintner, J. (1962), "Dividends, Earnings, Leverage, Stock Prices and the Supply of Capital to Corporations". *Review of Economics and Statistics*, Vol. XLIV. No. 3: pp. 243 - 269.
- Litzenberger, R., dan Ramaswamy, K. (1982), "The Effects of Dividends on Common Stock Prices: Tax Effects of Information Effect?", *Journal of Finance*, Vol. 37, pp. 429-444.
- Long, John B., Jr. (1978), "The Market Valution of Cash Dividends: Case to Consider". *Journal of Financial Economics*, Vol. 6: pp. 235-264.
- Malmendier, U., G A. Tate, dan J. Yan. (2010). *Managerial Beliefs and Corporate Financial Policies*. *NBER Working Paper*.
- Malmendier, Ulrike dan Geoffrey Tate. (2005a). *CEO Overconfidence and Corporate Investment*. *The Journal of Finance*, 60(6), 2661-2700.

- Malmendier, Ulrike dan Geoffrey Tate. (2005b). *Does Overconfidence Affect Corporate Investment? CEO Overconfidence Measures Revisited*. *European Financial Management*, 11(5), 649-659.
- Malmendier, Ulrike., G A. Tate, dan J. Yan. (2007). *Corporate Financial Policies with Overconfident Managers*. NBER Working paper.
- Mao, Connie X. (2003). "Interaction of Debt Agency Problems and Optimal Capital Structure: Theory and Evidence". *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 38, No. 2: pp. 399-423.
- Martin, John D., Keown, Arthur J., Petty, J. William, dan Scott, Jr., David F. (1994), "Dasar-Dasar Manajemen Keuangan". Edisi Kelima, Raja Grafindo Persada, Jakarta.
- Masulis, Ronald W. (1983), "The Impact of Capital Structure Change on Firm Value: Some Estimates", *The Journal of Finance*, Vol XXXVIII, No. 1, pp.107-126.
- Mc. Connell, John J., dan Henri Servaes (1990), "Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value". *Journal of Financial Economic*, Vol. 27: pp. 610-642.
- Meggison, W.L. (1997), *Capital Structure Theory, Corporate Finance Theory*, Addison-Wesley.
- Miller, M. H., dan F. Modigliani (1961), "Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares". *Journal of Business*, Vol. 34: pp. 411-433
- Miller, M., dan M. Scholes (1978), "Dividends and taxes". *Journal of Financial Economics*, Vol. 6: pp. 333-264.
- Miller, Merton H. dan Kevin Rock. (1985). *Dividend Policy under Asymmetric Information*. *The Journal of Finance*, 40(4), 1031-1051.
- Minton, Bernadette A. and Catherine Schrand, 1999. *The Impact of Cash Flow Volatility on Discretionary Investment and The Cost of Debt and Equity Financing*. *Journal of Financial Economics* 54 USA, pg: 423-460.
- Moh'd, M.A., L.G. Perry, dan J.N. Rimbey (1998), "The Impact of Ownership Structure on Corporate Debt Policy : A Time-Series Cross-Sectional Analysis", *Financial Review*, August, Vol. 33 pp 85-99
- Mueller, Elisabeth, dan Alexandra Spitz, (2006), "Managerial Ownership and Company Performance in German Small and Medium-Sized Private Enterprises". *Working Paper Series*, <http://ssrn.com/abstract=327567> or DOI: 10.2139/issrn.327567.
- Murekefu, Timothy Mahalang'ang'a and Ochuodho Peter Ouma. 2012. *The Relationship Between Dividend Payout and Firm Performance : A Study of Listed Companies in Kenya*. *European Scientific Journal*, 8(9): pp: 199-215

- Murphy, Kevin, dan Jerold L. Zimmerman (1993), "Financial Performance Surrounding CEO Turnover". *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 16: pp. 273-316.
- Myers, D. G. (1998). *Social psychology* (5th ed.). New York: McGraw-Hill.
- Myers, S. and N. S. Majluf, 1984, *Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have*, *Journal of Financial Economics* 13, 187-221.
- Myers, S. C. (2001). *Capital Structure*. *The Journal of Economic Perspectives*, 15(2), 81-102.
- Myers, Stewart C. (1977). *Determinants of Corporate Borrowing*. *Journal of Financial Economics*, 5(2), 147-175.
- Naceur, Samy Ben., Mohamed Goaid., dan Amel Belanes (2006), "On The Determinants And Dynamics Of Dividend Policy". *International Review of Finance*, Vol. 6. No. 1-2: pp. 1-23.
- Navissi, F., dan Naiker, V. (2006), "Institutional ownership and corporate value". *Manageria Finance*, Vol. 32, No. 3: pp. 247-256.
- Nissim, D., dan A. Ziv (2001), "Dividend changes and future profitability". *Journal of Finance*. Vol. 56: pp. 2111-2133.
- Nopphon Tangjitprom (2015) *Over-investment and Free Cash Flow: Evidence from Thailand International Conference on Business, Economics and Management (ICBEM'15)* April 9-10,
- Okpara, Godwin Chigozie. 2010. *Asymmetrical Information And Dividend Policy in Emerging Markets : Empirical Evidence From Nigeria*. *International Journal Of Economics And Finance*, 2(4): pp:212-220
- Pawlina, Grzegorz dan Luc Renneboog. (2005). *Is Investment-Cash Flow Sensitivity Caused by Agency Costs or Asymmetric Information? Evidence from the UK*. *European Financial Management*, 11(4), 483-513.
- Pettit, R Richardson 1977), "Taxes, transaction costs and the clientele effect of taxes". *Journal of Financial Economics*, Vol. V, No. III: pp. 419-436.
- Psillaki, Maria., and Daskalakis, Nikolaos. (2009). *Are the determinants of capital structure country or firm specific?*. *Small Business Economy*, vol. 33, p. 319-333.
- Qureshi, Muhammad Azeem (2006). "System dynamics modelling of firm value". *Journal of Modelling in Management*. Vol. 2, No. 1, pp. 24-39
- Rimbey, J.N. & D.T. Officer. 1992. *Market response to subsequent dividend actions of dividend-initiating and -omitting firms*. *Quarterly Journal of Business & Economics* 31 (1): 3-20.

- Ross L. Watts and Jerold L. Zimmerman (1990) *Positive Accounting Theory: A Ten Year Perspective The Accounting Review*; Jan 1990; 65, 1; ABI/INFORM Global pg. 131
- Ross, A. Stephen, Westerfield, Randolph W. Jordan, Bradford D. 2003. *Fundamentals of Corporate Finance*. Sixth edition. New York: Mc Graw-Hill.
- Ross, S. 1977. "The Determination of Financial Structure, The Incentive Signalling Approach". *Bell Journal of Economics*, Vol.8 pp.23-40.
- Rozeff, M. S. (1982), "Growth, Beta, and Agency Costs as Determinants of Dividend Payout Ratios". *Journal*
- Ruan, Wenjuan; Tian, Gary; and Ma, Shiguang, (2011) *Managerial Ownership, Capital Structure and Firm Value: Evidence from China's Civilian-run Firms*, *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*, 5(3), 73-92.
- Sandiar. (2012). *Growth Opportunity Dalam Memoderasi Pengaruh Leverage Dan Debt Maturity Terhadap Keputusan Investasi*. Electronic Theses & Dissertation (ETD). Universitas Gadjah Mada
- Sudarma, Made, 2003, *Pengaruh Struktur Kepemilikan Saham, Faktor Intern, Faktor Ekstern, Terhadap struktur modal dan nilai perusahaan*, Disertasi Program Pasca Sarjana Universitas Brawijaya Malang.
- Shleifer, A. dan R.W. Vishny (1986), "Large Shareholders and Corporate Control," *The Journal of Political Economy* 94, 461-488.
- Singh, A. 1995. *Corporate Finance Patterns in Industrializing Economies*, IFC Technical Paper number 2. Washington DC.
- Singh, A. dan J. Hamid. 1992. *Corporate Finance Structure in Developing Countries*. IFC Technical Paper 1. Washington DC.
- Smith, Jr., Clifford W., dan Ross L. Watts (1992), "The Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend, and Compensation Policies". *Journal of Financial Economics*, Vol. 32: pp. 263-292.
- Stiglitz, Joseph E. dan Andrew Weiss. (1981). *Credit Rationing in Markets with Imperfect Information*. *The American Economic Review*, 71(3), 393-410.
- Strebulaev, Ilya A. (2003), "Do Test of Capital Structure Theory Mean What They Say? Job Market Paper, London Business School, pp. 1-42
- Stulz R. 1990. *Managerial discretion and optimal financing policies*. *Journal of Financial Economics* 26: 3-27
- Stulz, R. M. (1999), "Globalization of equity markets and the cost of capital". *NBER Working Paper* 7021.

- Sujoko dan Soebiantoro, Ugy. 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: Hal. 41-48.
- Sujoko dan Soebiantoro, Ugy. 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: Hal. 41-48.
- Szewczyk, S. H., G. P. Tsetsekos dan Z. Zantout. 1996. *The Valuation of Corporate R&D Expenditures: Evidence from Investment Opportunities and Free Cash Flow*. *Financial Management*, 25 (1), pg : 105-110.
- Tandelilin, E., dan Wilberforce. T. (2002), "Can Debt and Dividend Policies Substitute Insider Ownership in Controlling Equity Agency Conflict?". *Gajah Mada International Journal of Business*, January, Vol. 1, No. 1: pp. 31-43.
- Titman, S. Wei.,K. Xie., F (2001)", *Capital Investments and Stock Return*", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 39, 677-700
- Tong, G dan Green, C.J. (2004). *Pecking Order Or Trade-Off Hypothesis? Evidence on the Capital Structure of Companies*. *Working Paper Series The University of Loughborough*.
- Van Horne, James C. dan Wachowicz, Jr. (1998). *Fundamental of Financial Management*. Prentice Hall, Inc. 10th edition.
- Van Horne, James dan J. Wachowich (2004), "Fundamental of Financial Management". Prentice Hall. England.
- Verdi, R.S. (2006). *Financial Reporting Quality and Investment Efficiency*. <http://www.ssrn.com>
- Vermaelen, T. 1981. *Common stock repurchase and market signaling: An empirical study*. *Journal of Financial Economics* 9: 139-183.
- Vranakis, S.K. dan D.C. Prodromos. 2012. *A Conceptual Model For Machinery And Aqipment Investment Decisions*. *International Journal Of Business and Management* 7(1): 36-57.
- Wahyudi, Untung dan Hartini Prasetyaning Pawestri. 2006. Implikasi Struktur Kepemilikan terhadap Nilai Perusahaan dengan Keputusan Keuangan sebagai Variabel Intervening. *Simposium Nasional Akuntansi 9, Padang*.
- Walker, M Mark (2000). "Corporate Take Over, Strategic Objectives, and Acquiringn Firm Shareholders Wealth". *Financial Management*, Winter: pp. 36-46.
- Wang, George Yungchih. 2010. *The Impacts of Free Cash Flows and Agency Costs on Firm Performance*. *Journal Service Science & Management*.

- Vol.3, pg: 408418, Department of International Business, National Kaohsiung University of Applied Sciences, Kaohsiung, Taiwan, China.
- Watts, R. (1973), "The Information Content of Dividends". *Journal of Business*, Vol. 46, No. 2: pp. 191-211.
- Weston J. Fred, dan Brigham Eugene F. (1998), "Dasar-Dasar Manajemen Keuangan," Edisi Kesembilan. Penerbit Erlangga, Jakarta.
- Wright, Peter, dan Ferris, Stephen P. (1997), "Agency Conflict & Corporate Strategy: The Effect of Divestment on Corporate Value". *Strategic Management Journal*, Vol. 18: pp. 77-83.
- Yoon, P., dan L. Starks (1995), "Signaling, investment opportunities, and dividend announcements". *Review of Financial Studies*, Vol. 8, No. 4: pp. 995-1018.
- Yuan, J. and Jiang, Y., (2008) *Accounting Information Quality, Free Cash Flow and Overinvestment: A Chinese Study* *the Business Review* Vol.11, 159-166

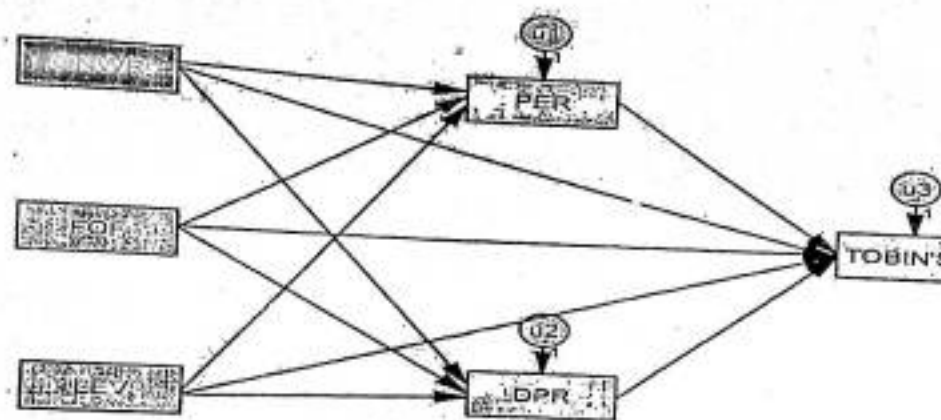
Lampiran 1. Hasil Analisis Deskriptif

1. Variabel X1, X2, dan X3

TAHUN		MNOW	INSOW	FCF	LEV
2010	Minimum	.33	.34	180.55	.00
	Maximum	.66	.67	80740000.00	72.73
	Mean	.4614	.5386	4051221.903	1.2047
	Std. Deviation	.05224	.05224	10551984.20	6.54447
2011	Minimum	.33	.36	53.43	.28
	Maximum	.64	.67	88938000.00	.28
	Mean	.4626	.5374	4086400.558	.2800
	Std. Deviation	.04979	.04979	10684485.98	.00000
2012	Minimum	.33	.36	28.38	.00
	Maximum	.64	.67	112857000.0	59.00
	Mean	.4636	.5364	4652610.090	1.0511
	Std. Deviation	.04998	.04998	12653414.02	5.31369
2013	Minimum	.33	.33	11767.00	.00
	Maximum	.67	.57	274976253.0	4.30
	Mean	.4646	.5354	8023973.328	.5699
	Std. Deviation	.05264	.05264	29293518.64	.57586
2014	Minimum	.33	.24	135.95	.00
	Maximum	.76	.67	182274000.0	72.73
	Mean	.4641	.5359	6591475.715	1.6498
	Std. Deviation	.05593	.05593	19263486.65	8.50149
2015	Minimum	.33	.24	45208.00	.00
	Maximum	.76	.67	353491404.0	3.35
	Mean	.4645	.5355	10650416.61	.5754
	Std. Deviation	.05589	.05589	38675325.39	.50076
2016	Minimum	.33	.34	575.74	.00
	Maximum	.66	.67	274976253.0	4.30
	Mean	.4628	.5372	10390381.09	.5983
	Std. Deviation	.05197	.05197	34214493.15	.59967
Total	Minimum	.33	.24	28.38	.00
	Maximum	.76	.67	353491404.0	72.73
	Mean	.4634	.5366	6920925.613	.8469
	Std. Deviation	.05251	.05251	24785360.87	4.54526

tahun		Report		
		PER	DPR	TOBINSQ
2010	Minimum	-114.06	-4.59	.00
	Maximum	302.67	216.26	142.17
	Mean	14.5546	3.7411	6.4029
	Std. Deviation	44.18912	19.66478	19.71186
2011	Minimum	-194.61	-1.62	-20.86
	Maximum	642.01	75.61	52.88
	Mean	15.1012	2.5354	7.0392
	Std. Deviation	63.00391	7.79818	14.58146
2012	Minimum	-400.00	-2.18	.00
	Maximum	321.81	30.76	135.17
	Mean	17.5479	1.7209	6.9989
	Std. Deviation	58.90722	3.92714	19.01353
2013	Minimum	-75.57	-3.27	.00
	Maximum	5478.72	40.37	936.97
	Mean	63.1384	1.5723	11.8607
	Std. Deviation	498.77722	3.95564	85.41231
2014	Minimum	-220.00	-31.78	.00
	Maximum	1193.89	12.81	121.52
	Mean	31.2361	.9743	9.0434
	Std. Deviation	131.76589	3.47524	20.76209
2015	Minimum	-144.52	-3.53	.00
	Maximum	418.86	19.47	151.44
	Mean	14.9670	1.6486	8.4598
	Std. Deviation	50.63812	3.03543	21.65058
2016	Minimum	-1803.25	-8.34	.00
	Maximum	1136.15	22.46	264.23
	Mean	17.6667	1.3652	10.1825
	Std. Deviation	214.19623	2.75901	30.02248
Total	Minimum	-1803.25	-31.78	-20.86
	Maximum	5478.72	216.26	936.97
	Mean	24.8874	1.9366	8.5696
	Std. Deviation	215.00815	8.52772	37.81828

Lampiran 2. Hasil Analisis AMOS



Estimates (Group number 1 - Default model)

Scalar Estimates (Group number 1 - Default model)

Maximum Likelihood Estimates

Regression Weights: (Group number 1 - Default model)

		Estimate	S.E.	C.R.	P	Label
PER	<--- OWN	.104	.014	3.966	.034	
DPR	<--- FCF	.155	.035	4.484	***	
DPR	<--- LEV	.164	.043	3.785	***	
PER	<--- FCF	.030	.007	4.537	***	
DPR	<--- OWN	.253	.144	1.754	.009	
PER	<--- LEV	-.029	.022	-2.421	.044	
TOBIN'SQ	<--- OWN	.013	.033	1.375	.707	
TOBIN'S'Q	<--- LEV	.172	.022	7.899	***	
TOBIN'S'Q	<--- PER	.279	.075	5.311	***	
TOBIN'S'Q	<--- DPR	.045	.052	2.024	.043	
TOBIN'SQ	<--- FCF	.023	.047	2.032	.037	

Standardized Regression Weights: (Group number 1 - Default model)

		Estimate
PER	<--- OWN	.231
DPR	<--- FCF	.152
DPR	<--- LEV	.128
PER	<--- FCF	.014
DPR	<--- OWN	-.060
PER	<--- LEV	-.014
TOBIN'S'Q	<--- OWN	.013

TOBINS'Q <--- LEV	.375
TOBINS'Q <--- PER	.258
TOBINS'Q <--- DPR	.259
TOBINS'Q <--- FCF	.066

Variances: (Group number 1 - Default model)

	Estimate	S.E.	C.R.	P	Label
OWN	.956	.046	20.652	***	
FCF	.036	.002	20.652	***	
LEV	.002	.000	20.652	***	
u1	.016	.001	20.652	***	
u2	.006	.000	20.652	***	
u3	.037	.002	20.652	***	
u4	.015	.001	20.652	***	

Squared Multiple Correlations: (Group number 1 - Default model)

	Estimate
DPR	.046
PER	.001
TOBINS'Q	.123

Matrices (Group number 1 - Default model)

Total Effects (Group number 1 - Default model)

	LEV	FCF	OWN	DPR	PER
DPR	.164	.155	.253	.000	.000
DER	.048	.016	.821	.000	.000
PER	-.009	.030	.104	.000	.000
TOBINS'Q	.013	.023	.530	.045	.279

Standardized Total Effects (Group number 1 - Default model)

	LEV	FCF	OWN	DPR	PER
DPR	.128	.152	.060	.000	.000
DER	.027	.038	.408	.000	.000
PER	-.014	.014	.231	.000	.000
TOBINS'Q	.023	.066	.375	.259	.258

Direct Effects (Group number 1 - Default model)

	LEV	FCF	OWN	DPR	PER
DPR	.164	.155	.253	.000	.000
DER	.048	.016	.821	.000	.000
PER	-.009	.030	.104	.000	.000
TOBINS'Q	.013	.023	.530	.045	.279

Standardized Direct Effects (Group number 1 - Default model)

	LEV	FCF	OWN	DPR	PER
DPR	.128	.152	.060	.000	.000
DER	.027	.038	.408	.000	.000
PER	-.014	.014	.231	.000	.000
TOBINS'Q	.023	.066	.375	.259	.258

Indirect Effects (Group number 1 - Default model)

	LEV	FCF	OWN	DPR	PER
DPR	.000	.000	.000	.000	.000
DER	.000	.000	.000	.000	.000
PER	.000	.000	.000	.000	.000
TOBINS'Q	.007	.022	.005	.000	.000

Standardized Indirect Effects (Group number 1 - Default model)

	LEV	FCF	OWN	DPR	PER
DPR	.000	.000	.000	.000	.000
DER	.000	.000	.000	.000	.000
PER	.000	.000	.000	.000	.000
TOBINS'Q	.033	.039	.000	.000	.000

C1. Asumsi Normalitas

Assessment of normality (Group number 1)

Variable	min	max	skew	c.r.	kurtosis	c.r.
LEV	.243	1.634	-28.387	-38.667	1.561	4.828
FCF	-.301	1.865	4.771	56.921	39.487	235.545
OWN	1.453	8.548	-1.353	-16.138	4.266	25.449
DPR	-.301	2.982	1.583	18.886	14.021	83.540
PER	-.301	3.862	-26.988	-321.981	771.588	4602.657
TOBIN'SQ	-.301	2.149	-.167	-1.991	34.607	206.435
Multivariate					1.027.9	1.651

A2. Asumsi Outlier

Parameter Summary (Group number 1)

	Weights	Covariances	Variances	Means	Intercepts	Total
Fixed	19	0	4	0	0	23
Labeled	0	0	0	0	0	0
Unlabeled	14	3	11	0	0	28
Total	33	3	15	0	0	51

Observations farthest from the centroid (Mahalanobis distance) (Group number 1)

Observations farthest from the centroid (Mahalanobis distance) (Group number 1)

Observation number	Mahalanobis d-squared	p1	p2
1	37.229	.000	.000
770	36.430	.000	.000
546	35.444	.000	.000
93	35.147	.000	.000
215	34.866	.000	.000
363	33.632	.000	.000
119	33.283	.000	.000
607	33.229	.000	.000
581	31.251	.000	.000
561	28.968	.000	.000
317	28.285	.000	.000

Observation number	Mahalanobis d-squared	p1	p2
187	28.285	.000	.000
751	28.196	.000	.000
308	27.415	.000	.000
402	26.692	.000	.000
337	26.677	.000	.000
819	26.591	.000	.000
209	26.506	.000	.000
768	25.934	.000	.000
514	25.889	.000	.000
424	25.810	.000	.000
263	25.307	.000	.000
385	23.695	.000	.000
680	23.561	.000	.000
141	22.956	.000	.000
646	22.204	.000	.000
19	21.229	.001	.000
448	21.168	.001	.000
740	20.882	.002	.000
802	19.839	.003	.000
461	19.387	.003	.000
314	19.387	.005	.000
345	18.165	.005	.000
148	17.931	.006	.000
588	16.871	.008	.000
697	16.525	.009	.000
18	16.458	.010	.000
497	16.349	.010	.000
199	16.300	.011	.000
827	16.283	.012	.000
636	16.276	.013	.000
362	16.276	.013	.000
26	15.828	.017	.000
110	15.772	.019	.000
361	15.742	.019	.000
250	15.738	.024	.000
140	15.732	.027	.000
785	15.693	.035	.002
842	15.672	.036	.002
629	15.206	.037	.002
162	15.196	.037	.001
708	15.132	.038	.001
511	15.132	.052	.132
496	15.129	.052	.112
295	15.092	.053	.117

Observation number	Mahalanobis d-squared	p1	p2
31	15.066	.058	.214
252	15.031	.061	.318
79	14.993	.061	.276
40	14.730	.062	.244
562	13.925	.069	.534
307	13.396	.070	.529
266	13.389	.072	.552
541	13.054	.074	.574
8	13.017	.077	.666
38	13.017	.095	.982
14	12.928	.095	.976
490	12.710	.103	.995
734	12.691	.106	.997
164	11.888	.108	.998
165	11.752	.109	.997
153	11.607	.111	.998
787	11.484	.119	1.000
95	11.372	.121	1.000
832	11.353	.129	1.000
663	11.310	.131	1.000
243	11.218	.151	1.000
583	11.147	.152	1.000
169	10.966	.156	1.000
365	10.949	.159	1.000
821	10.803	.162	1.000
246	10.659	.162	1.000
703	10.570	.168	1.000
507	10.549	.174	1.000
161	10.546	.175	1.000
531	10.477	.181	1.000
419	10.450	.196	1.000
248	10.416	.197	1.000
466	10.398	.204	1.000
241	10.361	.207	1.000
705	10.217	.235	1.000
786	10.172	.235	1.000
633	10.165	.237	1.000
418	9.893	.238	1.000
368	9.532	.239	1.000
500	9.531	.240	1.000
52	9.451	.250	1.000
24	9.421	.255	1.000
632	9.409	.257	1.000
47	9.404	.260	1.000

Observation number	Mahalanobis d-squared	p1	p2
2	9.351	.272	1.000
625	9.225	.278	1.000

C3. Asumsi Multikolieritas

Sample Moments (Group number 1)

Sample Covariances (Group number 1)

	LEV	FCF	OWN	DPR	PER	TOBIN'SQ
LEV	.002					
FCF	.000	.036				
OWN	.001	.002	.956			
DPR	.000	-.006	.029	.038		
DER	.000	.001	.000	-.001		
PER	.000	.000	-.004	.000	.016	
TOBIN'SQ	.000	-.002	.018	.007	.000	.017

Condition number = 492.206

Eigenvalues

.957 .044 .032 .016 .015 .006 .002

Determinant of sample covariance matrix = .000

Sample Correlations (Group number 1)

	LEV	FCF	OWN	DPR	PER	TOBIN'SQ
LEV	1.000					
FCF	.014	1.000				
OWN	.012	.009	1.000			
DPR	-.009	-.149	.150	1.000		
DER	.027	.038	.004	-.038		
PER	.000	-.015	-.033	.017	1.000	
TOBIN'SQ	.016	-.097	.142	.278	.013	1.000

Condition number = 2.191

Eigenvalues

1.450 1.102 1.027 .989 .965 .807 .662

C4. Ukuran Keakuratan Model

Model Fit Summary

CMIN

Model	NPAR	CMIN	DF	P	CMIN/DF
Default model	22	3.273	6	.774	.545
Saturated model	28	.000	0		
Independence model	7	1454.975	21	.000	69.285

RMR, GFI

Model	RMR	GFI	AGFI	PGFI
Default model	.000	.999	.995	.214
Saturated model	.000	1.000		
Independence model	.007	.779	.706	.585

Baseline Comparisons

Model	NFI Delta1	RFI rho1	IFI Delta2	TLI rho2	CFI
Default model	.998	.992	1.002	1.007	1.000
Saturated model	1.000		1.000		1.000
Independence model	.000	.000	.000	.000	.000

RMSEA

Model	RMSEA	LO 90	HI 90	PCLOSE
Default model	.000	.000	.030	.997
Independence model	.283	.271	.295	.000

	1.69						
	0			2.63	11.93		
	1.41			1.76			
	7.59	11.86		10.39			
	30.8	12.1		8.65			
	7.62	11.28		1.66	24.1		23
	5.75	14.21		10.99	19.97	15.3	34
bk	8.06	12.22	25.66	22.43	30.98	29.23	40.3
	11.59	15.6	16.18	12.84	31.58	24.13	19.7
	5.61	9.13	15.74	18.21	17.84	12.7	27.1
	12.31	11.93	17.51	19.61	26.05	24.68	19.1
	18.97	6.33	15.1	8.74	10.39	8.98	7.6
	30.27	20.21		6.98	6.59	1.28	16.7
	11.93	18.27	11.19	2.29	2.83	1.57	3.4
	10.85	13.67	10.97	12.52	36.1	20.1	23.6
	5.26			0.43	0.89	0.3	0.8
	6.09	19.16	21.8	3.3	1.22	1.12	1.13
	9.63	13.07	17.1	11.06	14.67	10.15	14.8
	12.87	17.06	11.1	34.45	24.77	17	20.1
	8.73	12.19	10.19	23.03	13.58	2.12	26.1
	24.69	11.57	11.13	15.18	17.45	14.06	17.7
	6.63	15.32	11.23	2.93	7.47	28.96	11.07
	3.82	17.85	11.7	41.77	19.15	14.5	21.68
	19.88	26.01	10.13	11.63	11.20	10.10	11.16
	8.9	15.102	11.1	8.05	10.51	11.33	12.12
	10.69	11.95	13.05	11.91	14.39	12.12	14.02
	4.45	19.27	17.02	22.58	20.64	23.05	25.33
	15.24	14.88	13.92	18.71	11.52	10.13	17.31
	10	11.20	12.69	29.03	16.83	32.67	17.18
	15.61	10.87	12.57	16.18	14.56	11.19	20.01
	10.8	7.97	11.33	21.38	18.43	17.23	30.56
	10.82	39.98	13.92	30.79	7.6	12.39	32.64
	4.65	13.99	15.37	14.03	13.7	11.61	13.57
	13.25	16.89	14.1	2.37	4.77	5.77	9.43
	5.7	15.34	13.66	17.6	8.55	19.05	8.05
	7.81	17.37	14.7	14.16	25.45	17.01	32.14
	11.12	11.64	10.1	13.05	7.14	12.19	11.19
	9.35	13.29	12.17	12.45	16.56	15.82	14.11
	1.41	10.8	13.54	16.34	12.05	11.14	8.23
	1.24	12.29	13.1	4.43	9.79	12.42	11.9
	28.81	17.17	11.12	21.14	27.19	23.83	11.11