

**PENGARUH KEPEMILIKAN INSTITUSIONAL DAN UKURAN PERUSAHAAN
TERHADAP KEBIJAKAN HUTANG
DAN NILAI PERUSAHAAN
(STUDI PADA PERUSAHAAN MANUFAKTUR YANG TERDAFTAR DI BEI)**

Elva Nuraina

IKIP PGRI Madiun

E-mail: elvanuraina@yahoo.co.id

Artikel diterima: 3 September 2012

Terakhir direvisi: 5 Oktober 2012

Abstract

This study aims to test empirically: 1) the influence of institutional ownership on corporate value, 2) the effect of firm size on firm value, 3) the influence of institutional ownership on debt policy, 4) the effect of firm size on debt policy. The population in this study is a public company in Indonesia Stock Exchange with manufacturing companies in the sample. Sampling method using purposive sampling. Analytical techniques used in this study using multiple linear regression which include normality test, test classic assumptions and hypothesis testing. The results showed that 1) the institutional ownership has a significant effect confirm value, 2) the size of the company has a significant effect on firm value, 3) institutional ownership have a significant effect on corporate debt policy, 4) firm size had no significant effect on corporate debt policy.

Key words: *Institution Ownership, Firm Size, Firm Value, Leverage*

PENDAHULUAN

Perusahaan didirikan dengan tujuan meningkatkan nilai perusahaan sehingga dapat memberikan kemakmuran bagi pemilik atau para pemegang saham. Wahyudi dan Parwestri (2006) menyatakan bahwa dalam jangka panjang tujuan perusahaan adalah mengoptimalkan nilai perusahaan. Semakin tinggi nilai perusahaan menggambarkan semakin sejahtera pula pemiliknya. Nilai perusahaan akan tercermin dari harga pasar sahamnya. Salah satu hal yang menentukan nilai perusahaan adalah struktur kepemilikan perusahaan. Struktur kepemilikan oleh beberapa peneliti dipercaya mampu mempengaruhi jalannya perusahaan yang pada akhirnya berpengaruh pada kinerja perusahaan dalam mencapai tujuan perusahaan yaitu memaksimalkan nilai perusahaan. Hal ini disebabkan oleh karena adanya kontrol yang mereka miliki. Pasar modal diharapkan akan bereaksi positif ketika perusahaan dikelola oleh manajemen yang kompeten dan berkualitas atau perusahaan dimiliki oleh pemegang saham yang memiliki citra dan kredibilitas yang baik. Aspek kontrol yang dimiliki oleh pemilik perusahaan diharapkan akan dapat berpengaruh terhadap kinerja perusahaan sehingga dapat mengoptimalkan nilai perusahaan.

Haruman (2008) menyatakan bahwa struktur kepemilikan perusahaan dapat mempengaruhi pencapaian tujuan perusahaan. Struktur kepemilikan perusahaan akan

mempengaruhi keputusan keuangan yang terdiri dari keputusan investasi, pendanaan dan kebijakan dividen. Peningkatan nilai perusahaan akan sangat dipengaruhi oleh kemampuan perusahaan dalam melakukan investasi yang menguntungkan. Implementasi keputusan investasi sangat dipengaruhi oleh ketersediaan dana dalam perusahaan yang berasal dari sumber pendanaan internal (*internal financing*) dan sumber pendanaan eksternal (*external financing*). Dengan memperhatikan sumber-sumber pembiayaan, perusahaan memiliki beberapa alternatif pembiayaan untuk menentukan struktur modal yang tepat bagi perusahaan.

Kebijakan hutang merupakan salah satu alternatif pendanaan perusahaan selain menjual saham di pasar modal. Ukuran perusahaan akan berpengaruh terhadap kemudahan perusahaan dalam memperoleh hutang. Perusahaan besar memiliki aktiva yang besar yang dapat dijamin dalam sumber pendanaan. Sehingga ukuran perusahaan akan berpengaruh terhadap akses perusahaan untuk memperoleh sumber pendanaan. Hutang adalah instrumen yang sangat sensitif terhadap nilai perusahaan. Nilai perusahaan ditentukan oleh struktur modal (Mogdiliani dan Miller dalam Brigham, 1999). Semakin tinggi proporsi hutang maka semakin tinggi harga saham, namun pada titik tertentu peningkatan hutang akan menurunkan nilai perusahaan karena manfaat yang diperoleh dari penggunaan hutang lebih kecil dari pada biaya yang ditimbulkannya.

Wahyudi dan Parwestri (2006) menyatakan struktur kepemilikan yang dimiliki perusahaan diharapkan dapat berpengaruh terhadap keputusan pendanaan perusahaan. Semakin tinggi kepemilikan institusional maka semakin kuat kontrol eksternal terhadap perusahaan dan mengurangi *agency cost*, sehingga perusahaan akan menggunakan dividen yang rendah. Dengan adanya kontrol yang ketat, menyebabkan manajer menggunakan hutang pada tingkat rendah untuk mengantisipasi kemungkinan terjadinya *financial distress* dan risiko kebangkrutan. Kebijakan hutang bisa digunakan untuk menciptakan nilai perusahaan yang diinginkan, namun kebijakan hutang juga tergantung dari ukuran perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan besar relatif lebih mudah untuk mengakses ke pasar modal. Kemudahan ini mengindikasikan bahwa perusahaan dengan aktiva besar relatif mudah memenuhi sumber dana dari hutang melalui pasar modal.

Berdasarkan latar belakang di atas, dalam penelitian ini penulis melakukan penelitian tentang pengaruh struktur kepemilikan dan ukuran perusahaan terhadap kebijakan hutang dan nilai perusahaan pada perusahaan manufaktur yang tercatat di Bursa Efek Indonesia.

KAJIAN PUSTAKA

Kepemilikan Institusional

Struktur kepemilikan perusahaan memiliki pengaruh terhadap nilai perusahaan. Dalam hal ini struktur kepemilikan dibagi menjadi dua yaitu kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional. Selain itu kepemilikan perusahaan dapat terdiri atas kepemilikan institusional dan kepemilikan individual atau campuran keduanya dengan proporsi tertentu. (Siallagan dan Machfoedz, 2006)

Investor institusional diduga lebih mampu untuk mencegah terjadinya manajemen laba dibanding dengan investor individual. Investor institusional dianggap lebih profesional dalam mengendalikan portofolio investasinya, sehingga lebih kecil kemungkinan mendapatkan informasi keuangan yang terdistorsi. Semakin besar prosentase saham yang dimiliki investor institusional akan menyebabkan pengawasan yang dilakukan menjadi lebih efektif karena dapat mengendalikan perilaku oportunistik manajer dan mengurangi *agency cost* (Jensen, 1986).

Menurut La Porta *et al.* (1999) mekanisme kepemilikan yang paling lazim di negara berkembang adalah struktur kepemilikan yang terkonsentrasi. Dengan pisah batas hak kontrol 10%. Pada pisah batas hak kontrol yang sama, Claessens *et al.* (2000a) menemukan kepemilikan paling tinggi terjadi di Indonesia (67%) dan Singapura (55%). Faccio dan Lang (2002) menemukan bahwa kepemilikan paling tinggi terjadi di Norwegia (34%) dan Belgia (25%) pada pisah batas hak kontrol 20%.

Konsep Hutang

Kebijakan hutang merupakan salah satu alternatif pendanaan perusahaan selain menjual saham di pasar modal. Hutang adalah instrumen yang sangat sensitif terhadap perubahan nilai perusahaan. Semakin tinggi proporsi hutang, maka semakin tinggi harga saham, namun pada titik tertentu peningkatan hutang akan menurunkan nilai perusahaan karena manfaat yang diperoleh dari penggunaan hutang lebih kecil dari pada biaya yang ditimbulkannya. Para pemilik perusahaan lebih suka jika perusahaan menciptakan hutang pada tingkat tertentu untuk menaikkan nilai perusahaan.

Dharmastuti *et al.* (2003) menyatakan bahwa hutang merupakan salah satu sumber pembiayaan eksternal yang digunakan oleh perusahaan untuk membiayai kebutuhan dananya. Dalam pengambilan keputusan penggunaan hutang ini harus mempertimbangkan besarnya biaya tetap yang muncul dari hutang berupa bunga yang akan menyebabkan semakin meningkatnya *leverage* keuangan dan semakin tidak pastinya tingkat pengembalian bagi para pemegang saham biasa. Tingkat penggunaan hutang dari suatu perusahaan dapat ditunjukkan oleh salah satunya menggunakan rasio hutang terhadap ekuitas (DER), yaitu rasio jumlah hutang terhadap jumlah modal sendiri. Rasio hutang terhadap ekuitas (DER) disebut juga dengan *leverage*.

Putra (2008) menyatakan bahwa kebijakan hutang perusahaan berkaitan dengan struktur modal yang optimal. Semakin besar *leverage* berarti semakin besar aktiva atau pendanaan perusahaan yang diperoleh dari hutang. Semakin besar hutang maka semakin besar kemungkinan kegagalan perusahaan untuk tidak mampu membayar hutangnya, sehingga memiliki risiko mengalami kebangkrutan. Akibatnya pasar saham akan mereaksi secara negatif yang berupa turunnya volume perdagangan saham dan harga saham yang berdampak terhadap turunnya nilai perusahaan.

Modigliani dan Miller dalam Brigham (1999) berpendapat bahwa bila ada pajak penghasilan, maka penggunaan hutang akan meningkatkan nilai perusahaan karena biaya bunga hutang adalah biaya yang mengurangi pembayaran pajak (*tax deductible expense*). Namun demikian pendapat Modigliani dan Miller 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. Namun demikian penggunaan hutang yang terlalu tinggi akan menghadapi bahaya kebangkrutan dan biaya keagenan yang tinggi. Dengan demikian peningkatan hutang akan meningkatkan nilai perusahaan, namun pada titik tertentu akan menurunkan nilai perusahaan.

Kemampuan perusahaan mengelola hutang merupakan salah satu penarik minat investor. Untuk memperoleh persepsi positif dari investor yang akhirnya dapat menaikkan harga saham, pihak manajemen akan menggunakan *leverage* pada tingkatan yang optimal. Penggunaan *leverage* yang semakin besar dalam struktur modal perusahaan akan menyebabkan biaya bunga semakin besar sehingga keuntungan per lembar saham yang menjadi hak pemegang saham akan semakin besar pula (Jensen, 1986).

Ukuran Perusahaan

Menurut Fery dan Jones (dalam Sujianto, 2001) ukuran perusahaan menggambarkan besar kecilnya suatu perusahaan yang ditunjukkan oleh total aktiva, jumlah penjualan, rata-rata total penjualan dan rata-rata total aktiva. Jadi ukuran perusahaan merupakan ukuran atau besarnya aset yang dimiliki oleh suatu perusahaan.

Perusahaan yang berukuran besar memiliki basis pemegang kepentingan yang lebih luas, sehingga berbagai kebijakan perusahaan besar akan berdampak lebih besar terhadap kepentingan publik dibandingkan dengan perusahaan kecil. Bagi investor kebijakan perusahaan akan berimplikasi terhadap prospek *cash flow* dimasa yang akan datang. Sedangkan bagi regulator (pemerintah) akan berdampak terhadap besarnya pajak yang akan diterima, serta efektifitas peran pemberian perlindungan terhadap masyarakat secara umum.

Hasil penelitian Soliha dan Taswan (2002) menunjukkan bahwa variabel *size* berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Perusahaan besar dapat dengan mudah mengakses ke pasar modal. Kemudahan untuk mengakses ke pasar modal berarti perusahaan memiliki fleksibilitas dan kemampuan untuk mendapatkan dana, karena kemudahan aksesibilitas ke pasar modal dan kemampuannya untuk memunculkan dana lebih besar. Adanya kemudahan tersebut ditangkap oleh investor sebagai sinyal positif dan prospek yang baik sehingga *size* bisa memberikan pengaruh yang positif terhadap nilai perusahaan.

Nilai Perusahaan

Silveira dan Barros (2007) mendefinisikan nilai perusahaan sebagai apresiasi/penghargaan investor terhadap sebuah perusahaan. Nilai tersebut tercermin pada harga saham perusahaan. Investor yang menilai perusahaan memiliki prospek yang baik di masa depan akan cenderung membeli saham perusahaan tersebut. Akibatnya permintaan saham yang tinggi menyebabkan harga saham meningkat. Sehingga dapat disimpulkan bahwa harga saham yang meningkat menunjukkan bahwa investor memberikan nilai yang tinggi terhadap perusahaan. Dengan meningkatnya harga saham pemegang saham akan mendapatkan keuntungan melalui *capital gains*. Aspek utama yang menyebabkan investor memberikan nilai lebih terhadap perusahaan adalah kinerja perusahaan yang tercermin dalam angka laba. Secara umum investor menilai laba yang tinggi menunjukkan prospek yang baik di masa depan. Laba yang tinggi menunjukkan efektifitas dan efisiensi dalam pengelolaan perusahaan. Namun demikian, investor tidak semata-mata menilai angka laba yang dilaporkan perusahaan namun juga menilai bagaimana laba itu dilaporkan (secara prinsip akuntansi) dan bagaimana tata kelola perusahaan (*corporate governance*) sehingga dapat menghasilkan angka laba yang seperti tercantum dalam laporan keuangan.

Nilai perusahaan dalam studi ini dibatasi pada nilai yang diberikan oleh pelaku pasar saham terhadap kinerja perusahaan. Nilai tersebut merupakan apresiasi pasar saham jika harga saham di atas nilai buku per lembar saham. Sebaliknya nilai tersebut merupakan depresiasi pasar saham jika harga saham di bawah nilai buku per lembar saham. Dalam studi ini ukuran nilai perusahaan menggunakan nilai pasar dalam bentuk harga saham terhadap nilai buku saham. Harga saham perusahaan merupakan reaksi pasar terhadap keseluruhan kondisi perusahaan sebagai cerminan nilai perusahaan yang diwujudkan dalam bentuk harga saham perusahaan.

Kepemilikan Institusional dan Nilai Perusahaan

Kepemilikan institusional memiliki kemampuan untuk mengendalikan pihak manajemen melalui proses *monitoring* secara efektif sehingga mengurangi tindakan manajemen melakukan manajemen laba. Persentase saham tertentu yang dimiliki oleh institusi dapat mempengaruhi proses penyusunan laporan keuangan yang tidak menutup kemungkinan terdapat akrualisasi sesuai kepentingan pihak manajemen (Boediono, 2005).

Wardhani (2006) menyatakan bahwa nilai suatu perusahaan akan lebih tinggi apabila perusahaan tersebut dimiliki oleh lembaga keuangan yang disponsori oleh bank. Hal ini menjelaskan bahwa bank, sebagai pemilik perusahaan, akan menjalankan fungsi monitoringnya dengan lebih baik dan investor percaya bahwa bank tidak akan melakukan ekspropriasi atas aset perusahaan. Selain itu, apabila perusahaan tersebut dimiliki oleh perbankan maka apabila perusahaan tersebut menghadapi masalah keuangan maka perusahaan akan lebih mudah mendapatkan suntikan dana dari bank tersebut. Kepemilikan oleh bank akan menurunkan kemungkinan perusahaan mengalami kebangkrutan. Namun, apabila struktur kepemilikan perusahaan dimiliki oleh dewan direksi atau dewan komisaris maka dewan tersebut justru akan cenderung melakukan tindakan-tindakan ekspropriasi yang menguntungkannya secara pribadi. Oleh karena itu dengan kepemilikan perusahaan dimiliki oleh direksi semakin meningkat maka keputusan yang diambil oleh direksi akan lebih cenderung untuk menguntungkan dirinya dan secara keseluruhan akan merugikan perusahaan sehingga kemungkinan nilai perusahaan akan cenderung mengalami penurunan.

Pada umumnya investor institusional merupakan pemegang saham yang cukup besar sekaligus memiliki pendanaan yang besar. Ada anggapan bahwa perusahaan yang memiliki pendanaan besar, maka kecil kemungkinan beresiko mengalami kebangkrutan. Sehingga keberadaannya akan meningkatkan kepercayaan publik terhadap perusahaan. Pizarro *et al.* (2006) dan Bjuggren *et al.* (2007) menemukan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh secara positif terhadap nilai perusahaan dan kinerja perusahaan. Temuan tersebut menunjukkan bahwa kepemilikan institusional menjadi mekanisme yang handal sehingga mampu memotivasi manajer dalam meningkatkan kinerja.

Demsetz dan Villalonga (2001) menemukan hasil yang berbeda dari penelitian sebelumnya yaitu bahwa tidak ada hubungan antara struktur kepemilikan dan profit perusahaan sebagai proksi nilai perusahaan. Penelitian tersebut dilakukan di Amerika Serikat yang struktur kepemilikannya menyebar. Jika struktur kepemilikan tersebar, maka tidak ada yang memiliki kendali khusus sehingga manajer dapat melakukan tindakan yang menguntungkan dirinya sendiri dan kemungkinan merugikan pemegang saham. Pasar modal Amerika Serikat merupakan pasar modal yang efisien dan regulasinya sangat ketat, sehingga keberadaan struktur kepemilikan tidak terlalu penting. Para investor dapat dengan mudah mengakses informasi mengenai perusahaan yang mereka butuhkan. Sehingga kinerja perusahaan lebih banyak ditentukan oleh strategi dan kebijakan manajemen yang telah memperoleh amanah dari para pemegang saham. Sedangkan penelitian Jennings (2002) menunjukkan bahwa kepemilikan institusional tidak berhasil meningkatkan nilai perusahaan, yaitu kepemilikan institusional menurunkan nilai perusahaan. Hal ini disebabkan investor institusional bukan pemilik mayoritas sehingga tidak mampu memonitor kinerja manajer secara baik. Keberadaan institusional justru menurunkan kepercayaan publik terhadap perusahaan. Akibatnya pasar saham mereaksi negatif berupa turunnya volume perdagangan saham dan harga saham, sehingga menurunkan nilai perusahaan.

Berdasarkan uraian di atas hipotesis yang diajukan adalah:

H1: Kepemilikan institusional mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap nilai perusahaan

Ukuran Perusahaan dan Nilai Perusahaan

Sejumlah studi telah mengemukakan bahwa ukuran perusahaan akan berpengaruh pada kebijakan hutang perusahaan. Semakin besar perusahaan maka semakin banyak dana yang digunakan untuk menjalankan operasi perusahaan. Salah satu sumbernya adalah hutang. Brigham (1999) menyatakan bahwa perusahaan yang memiliki tingkat pertumbuhan yang tinggi cenderung membutuhkan dana dari sumber eksternal yang besar. Peningkatan hutang bisa meningkatkan nilai perusahaan.

Hasil penelitian Soliha dan Taswan (2002) menunjukkan bahwa variabel *size* berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Perusahaan besar dapat dengan mudah mengakses ke pasar modal. Kemudahan untuk mengakses ke pasar modal berarti perusahaan memiliki fleksibilitas dan kemampuan untuk mendapatkan dana, karena kemudahan aksesibilitas ke pasar modal dan kemampuannya untuk memunculkan dana lebih besar. Adanya kemudahan tersebut ditangkap oleh investor sebagai sinyal positif dan prospek yang baik sehingga *size* bisa memberikan pengaruh yang positif terhadap nilai perusahaan.

Berdasarkan uraian di atas hipotesis yang diajukan adalah:

H2: Ukuran Perusahaan mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap nilai perusahaan

Kepemilikan Institusional dan Kebijakan Hutang

Hasil penelitian yang menguji pengaruh antara kepemilikan institusional dengan kebijakan hutang telah dilakukan oleh Puteri dan Nasir (2006). Hasil penelitian menunjukkan bahwa kepemilikan institusional tidak berpengaruh secara signifikan terhadap kebijakan hutang. Hubungan kepemilikan institusional dan kebijakan hutang tersebut sesuai dengan hasil penelitian Fitri dan Mahmud (2003).

Chu (2005) melakukan penelitian tentang kepemilikan institusional, kebijakan struktur modal dan nilai perusahaan. Pemegang saham institusional biasanya memiliki porsi kepemilikan yang besar dalam perusahaan. Sebagai pihak mayoritas pemegang saham institusional memiliki hak yang besar atas kendali perusahaan. Hasil penelitian menunjukkan bahwa semakin besar prosentase pemegang saham institusional akan semakin besar *leverage*. Hal ini dikarenakan pemegang saham menghendaki ada pihak ketiga yang ikut mengawasi kinerja manajemen dalam hal ini *debtholder*. *Debtholder* berkepentingan atas hutangnya dalam perusahaan sehingga akan ikut memonitor kinerja manajemen.

Berdasarkan uraian di atas hipotesis yang diajukan adalah:

H3: Kepemilikan institusional mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan hutang

Ukuran Perusahaan dan Kebijakan Hutang

Perusahaan besar dapat dengan mudah mengakses ke pasar modal. Kemudahan untuk mengakses ke pasar modal berarti perusahaan memiliki fleksibilitas dan kemampuan untuk mendapatkan dana. Banyak penelitian yang memberikan hasil bahwa kebijakan hutang perusahaan dipengaruhi oleh ukuran perusahaan dan menyatakan adanya hubungan positif antara ukuran perusahaan (*firm size*) dengan *debt ratio*. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan cenderung untuk meningkatkan hutangnya karena mereka berkembang semakin besar. Hasil studi Friend dan Lang (1988) menemukan bahwa *firm size* berhubungan positif dan berpengaruh secara signifikan terhadap kebijakan hutang.

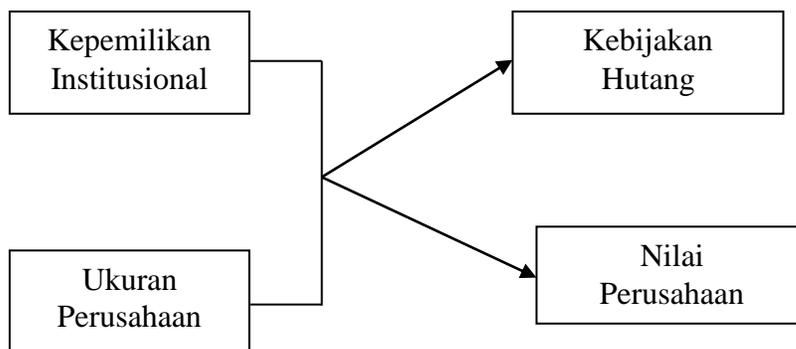
Cristianti (2006) menyatakan bahwa semakin banyak *assets tangibility* suatu perusahaan berarti semakin banyak *collateral assets* untuk bisa mendapatkan sumber dana eksternal berupa hutang. Hal ini dikarenakan pihak kreditur akan meminta *collateral assets* untuk memback-up hutang. Berdasar pada teori STO, *assets tangibility* berpengaruh positif terhadap *leverage*. Perusahaan dengan level *fixed assets* yang rendah mempunyai lebih banyak masalah *asymmetric information* dibandingkan perusahaan dengan level *fixed assets* yang tinggi. Perusahaan dengan level *fixed assets* yang tinggi umumnya adalah perusahaan yang besar, yang dapat menerbitkan saham dengan harga yang *fair* sehingga tidak menggunakan hutang untuk mendanai investasi. Dengan demikian berdasar pada teori POT *tangibility assets* berpengaruh negatif terhadap *leverage*.

Berdasarkan uraian di atas hipotesis yang diajukan adalah:

H4: Ukuran Perusahaan mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan hutang

Kerangka Berpikir

Kerangka berpikir dalam pengujian hipotesis ini adalah:



METODOLOGI PENELITIAN

Jenis Penelitian

Jenis penelitian yang dilakukan adalah penelitian kuantitatif yaitu *hypothesis testing* yang mencoba memberikan bukti empiris tentang pengaruh kepemilikan institusional dan ukuran perusahaan terhadap kebijakan hutang dan nilai perusahaan.

Populasi, Sampel dan Teknik Pengumpulan Data

Populasi penelitian ini adalah seluruh perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama Periode 2006-2008.

Pemilihan sampel berdasarkan metode *purposive sampling* dengan tujuan mendapatkan sampel yang representatif. Sampel penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) untuk periode 2006-2008 dengan kriteria sebagai berikut:

1. Perusahaan merupakan kelompok industri manufaktur di PT. BEI yang tercatat sampai dengan tahun 2008.
2. Perusahaan menerbitkan laporan keuangan auditan dengan tahun buku yang berakhir pada 31 Desember antara periode tahun 2006 sampai dengan 2008.

3. Menerbitkan laporan keuangan dalam Rupiah.
4. Memiliki *leverage* positif.

Jenis data yang dikumpulkan dalam penelitian ini adalah data sekunder yaitu data yang diperoleh secara tidak langsung tetapi melalui media perantara. Data sekunder yang digunakan dalam penelitian ini adalah laporan keuangan tahunan perusahaan manufaktur yang telah diaudit selama periode 2005-2008 yang di *download* di website Bursa Efek Indonesia (www.idx.co.id).

Definisi Operasional Variabel

Variabel Independen

Kepemilikan Institusional

Kepemilikan institusional adalah prosentase saham perusahaan yang dimiliki oleh institusi atau lembaga (perusahaan asuransi, dana pensiun, atau perusahaan lain). Variabel kepemilikan institusional diukur dengan prosentase jumlah saham yang dimiliki institusi lain di luar perusahaan minimal 10% terhadap total saham perusahaan. Pengukuran variabel ini mengacu pada penelitian Claessens et al (2000a) yang mengevaluasi struktur kepemilikan di 9 negara Asia termasuk di Indonesia.

Ukuran Perusahaan

Dalam penelitian ini ukuran perusahaan diukur dengan total asset perusahaan yang diperoleh laporan keuangan perusahaan. Secara matematis variabel ukuran perusahaan diformulasikan mengikuti penelitian Chen dan Steiner (1999) sebagai berikut:

$$\text{Ukuran Perusahaan} = \text{total aktiva}$$

Variabel Dependen

Kebijakan Hutang

Kebijakan hutang dalam penelitian ini diproksikan dengan *leverage*. *Leverage* yang dimaksud dalam penelitian ini adalah jumlah aset yang tidak dibiayai oleh ekuitas pemegang saham. Rumus untuk menghitung *leverage* mengacu pada penelitian Wahyudi dan Perwestri (2006) sebagai berikut:

$$L = \frac{\text{Total Debt}}{\text{Equity}}$$

Keterangan:

L	=	<i>Leverage</i>
Total debt	=	Total hutang perusahaan
Equity	=	Jumlah modal perusahaan

Nilai Perusahaan

Nilai perusahaan diukur dengan *Price Book Value* (PBV).. Variabel nilai perusahaan diformulasikan mengikuti Brigham (1999:92) sebagai berikut:

$$\text{PBV} = \frac{\text{Harga Pasar per Lembar Saham}}{\text{Nilai Buku per Lembar Saham}}$$

Teknik Analisis Data

1. Statistik Deskriptif

Sebelum melakukan uji hipotesis terlebih dahulu dilakukan uji statistik umum yang berupa statistik deskriptif. Statistik deskriptif meliputi mean, minimum, maksimum serta standar deviasi yang bertujuan mengetahui distribusi data yang menjadi sampel penelitian.

2. Uji Normalitas Data

Menurut Ghozali (2005), uji normalitas data dilakukan dengan tujuan untuk mengetahui apakah sampel yang diambil telah memenuhi kriteria sebaran atau distribusi normal. Pengujian normalitas dalam penelitian ini menggunakan dalil yang disebut *central limited theorem* (CLT). Teori ini mengasumsikan apabila jumlah sampel penelitian lebih besar dari 30 maka di asumsikan bahwa data dalam penelitian telah terdistribusi dengan normal.

3. Uji Asumsi Klasik

a. Uji Multikolinieritas

Uji multikolinieritas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi ditemukan adanya korelasi antar variabel independen. Jika variabel independen saling berkorelasi, maka variabel-variabel ini tidak ortogonal. Uji multikolinieritas dilakukan dengan melihat *tolerance value* dan *value-inflating factor* (VIF). Nilai yang umum dipakai adalah *tolerance value* 0,10 dan VIF lebih kecil dari 10.

b. Uji Autokorelasi

Ghozali (2005) menyatakan bahwa uji autokorelasi adalah sebuah pengujian yang bertujuan untuk menguji apakah di dalam model regresi linier ada korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode t dengan kesalahan pengganggu pada periode $t-1$. Autokorelasi diuji dengan menggunakan Durbin-Watson dengan kriteria pengujian sebagai berikut:

(a) Jika $0 < d < d_1$, maka terjadi autokorelasi positif.

(b) Jika $d_1 < d < d_u$, maka tidak ada kepastian apakah terjadi autokorelasi atau tidak (ragu-ragu).

(c) Jika $4 - d_1 < d < 4$, maka terjadi autokorelasi negatif.

(d) Jika $4 - d_u < d < 4 - d_1$, maka tidak ada kepastian apakah terjadi autokorelasi atau tidak (ragu-ragu).

(e) Jika $d_u < d < 4 - d_u$, maka tidak terjadi autokorelasi baik positif atau negatif.

c. Uji Heteroskedastisitas

Ghozali (2005) menyatakan bahwa uji heteroskedastisitas dilakukan untuk menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan *variance* dari residual suatu pengamatan ke pengamatan yang lain. Heteroskastisitas dalam penelitian ini diuji dengan menggunakan uji Scatterplot. Jika ada pola tertentu, seperti titik-titik yang ada membentuk pola tertentu yang teratur (bergelombang, melebar kemudian menyempit) maka mengindikasikan telah terjadi heteroskedastisitas. Jika tidak ada pola yang telah dan titik menyebar di atas dan di bawah angka 0 maka tidak terjadi heteroskastisitas.

4. Uji Hipotesis

Data yang telah dikumpulkan dianalisis dengan menggunakan alat analisis statistik yakni analisis regresi linear berganda (*multiple regression analysis*). Hipotesis dalam penelitian ini diuji dengan menggunakan dua persamaan regresi yaitu:

$$PBV = \alpha + \beta_1 INST + \beta_2 SIZE + e \dots\dots\dots \text{persamaan 1}$$

$$LEV = \alpha + \beta_1 INST + \beta_2 SIZE + e \dots\dots\dots \text{persamaan 2}$$

Keterangan :

PBV = *Price to book value* (Nilai Perusahaan)

INST = kepemilikan institusional

SIZE = Firm Size

LEV = *Leverage*

α = Konstanta

β_1 - β_2 = Koefisien regresi

e = Error term, yaitu tingkat kesalahan penduga dalam penelitian

Pengujian hipotesis meliputi:

a. Koefisien Determinasi

Pengujian ini dimaksudkan untuk mengetahui tingkat ketepatan perkiraan dalam analisis regresi. Tingkat ketepatan regresi dinyatakan dalam koefisien determinasi majemuk (R^2) yang nilainya antara 0 sampai dengan 1. Nilai *Adjusted R Square* yang semakin mendekati 1 (satu) menunjukkan semakin kuat kemampuan variabel independen dalam menjelaskan variabel dependen. Apabila nilai *Adjusted R Square* sama dengan 0 berarti variabel independen tidak berpengaruh terhadap variabel dependen.

b. Nilai F

Nilai F merupakan alat yang digunakan untuk menguji apakah variabel independen berpengaruh secara bersama-sama atau simultan terhadap variabel dependennya. Nilai dalam penelitian ini dihitung dengan tingkat signifikansi 5%.

c. Nilai t

Nilai t merupakan pengujian yang dilakukan untuk mengetahui apakah masing-masing variabel independen berpengaruh secara signifikan terhadap variabel dependen. Nilai t dalam penelitian ini menggunakan tingkat signifikansi 5%.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Berdasarkan kriteria yang telah ditentukan sebelumnya, diperoleh hasil pengambilan sampel penelitian dengan rincian sebagai berikut:

Kriteria Sampel	Jumlah
Jumlah perusahaan manufaktur 2008	154
Jumlah perusahaan manufaktur sebagai sampel per tahun	111
Data dengan leverage negatif tahun 2006	11
Data dengan leverage negatif tahun 2007	10
Data dengan leverage negatif untuk tahun 2008	13
Perusahaan manufaktur sebagai sampel tahun 2006	100
Perusahaan manufaktur sebagai sampel tahun 2007	101
Perusahaan manufaktur sebagai sampel tahun 2008	98
Jumlah observasi tahun 2006-2008	299

Dari data di atas diketahui bahwa jumlah observasi selama tahun 2006-2008 sebanyak 299 perusahaan.. Data dalam penelitian ini diperoleh dari laporan keuangan yang dipublikasikan di website resmi Bursa Efek Indonesia (www.idx.co.id). Hipotesis dalam penelitian ini diuji

dengan menggunakan dua model regresi linier dengan menggunakan bantuan software SPSS 15.0 for windows.

Statistik Deskriptif

Distribusi data dari masing-masing variabel yang digunakan dalam penelitian ini sebagai berikut:

Tabel 1. Statistik Deskriptif

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
SIZE	299	33674096945.00	8174000000000.00	2834135089413.8050	8004963072554.85000
INST	299	.13	.98	.7192	.18763
PBV	299	.08	143.00	8.4983	19.39401
LEV	299	.05	22.90	1.8270	2.66950
Valid N (listwise)	299				

Sumber : Hasil Pengolahan Data

Keterangan Notasi :

SIZE = ukuran perusahaan

LEV = *leverage*

INST = kepemilikan institusional

PBV = nilai perusahaan

Hasil uji statistik deskriptif menunjukkan bahwa variabel ukuran perusahaan memiliki nilai minimum sebesar Rp33.674.096.945 dengan nilai maksimum Rp 81.740.000.000.000. Nilai rata-rata ukuran perusahaan sebesar Rp2.834.135.089.413,8 dengan standar deviasi sebesar Rp 8.004.963.072.554,8.

Variabel *leverage* memiliki nilai minimum sebesar 0,05 dengan nilai maksimum 22,90. Nilai rata-rata *leverage* sebesar 1,82 dengan standar deviasi sebesar 2,66.

Variabel kepemilikan institusional memiliki nilai minimum sebesar 0,13 dengan nilai maksimum 0,98. Nilai rata-rata kepemilikan institusional sebesar 0,71 dengan standar deviasi sebesar 0,18.

Variabel nilai perusahaan memiliki nilai minimum sebesar 0,08 dengan nilai maksimum 143. Nilai rata-rata nilai perusahaan sebesar 8,49 dengan standar deviasi sebesar 19,39.

Uji Normalitas Data

Uji normalitas bertujuan menguji apakah dalam model penelitian variabel terdistribusi secara normal. Pengujian normalitas dalam penelitian ini menggunakan dalil yang disebut *central limited theorem* (CLT). Jumlah sampel penelitian lebih besar dari 30 maka di asumsikan bahwa data dalam penelitian telah terdistribusi dengan normal.

Uji Asumsi Klasik

1. Uji Multikolinieritas

Tabel 2. Uji Multikolinieritas

Variabel	Tolerance	VIF	Keterangan
SIZE	0,984	1,016	Tidak terdapat multikolinieritas
INST	0,984	1,016	Tidak terdapat multikolinieritas

Sumber : Hasil Pengolahan Data

Hasil uji VIF dan *Tolerance* menunjukkan bahwa semua variabel dalam penelitian ini menunjukkan bahwa semua nilai *tolerance* di atas 10% dan semua nilai VIF dibawah 10. Sehingga dapat kita simpulkan bahwa dalam model regresi yang digunakan dalam penelitian ini tidak terjadi multikolinieritas.

2. Uji Autokorelasi

Autokorelasi dalam penelitian ini dideteksi dengan menggunakan uji Durbin Watson yaitu dengan membandingkan nilai Durbin Watson hitung (d) dengan nilai Durbin Watson tabel yaitu batas lebih tinggi (*upper bond* atau d_u) dan batas lebih rendah (*lower bond* atau d_l). Data dikatakan tidak terjadi autokorelasi apabila $d_u < d < 4-d_u$. d merupakan D-W hitung sedangkan nilai d_u berasal dari tabel Durbin Watson. Atau kriteria lain adalah bila D-W hitung mendekati + 2 hal tersebut menunjukkan dalam model regresi tidak terjadi autokorelasi.

Tabel 3. Uji Autokorelasi

Model Regresi	D-W Hitung	Keterangan
Persamaan 1	2,028	Tidak terdapat autokorelasi
Persamaan 2	2,027	Tidak terdapat autokorelasi

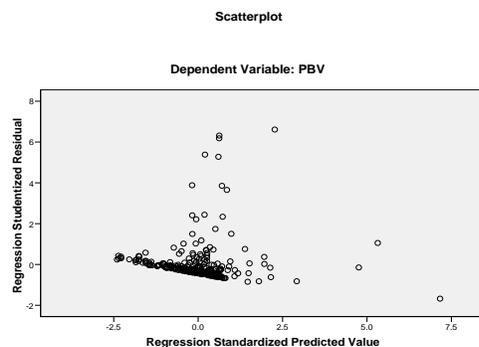
Sumber : Hasil Pengolahan Data

Hasil uji autokorelasi dengan menggunakan nilai Durbin Watson hitung masih masuk dalam kategori mendekati +2. Sehingga dapat kita simpulkan bahwa dalam model regresi baik persamaan 1 maupun persamaan 2 tidak terjadi autokorelasi.

3. Uji Heterokedastisitas

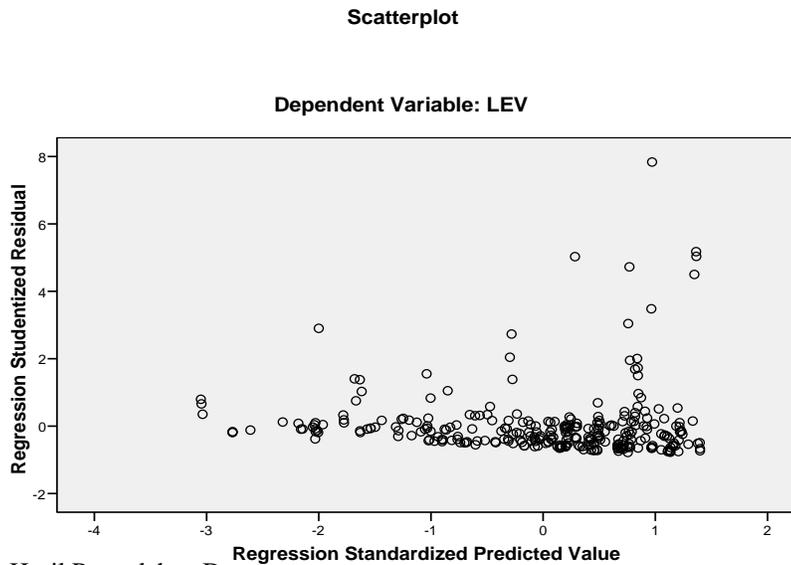
Uji heterokedastisitas dalam penelitian ini diuji dengan scatterplots. Hasil uji heterokedastisitas persamaan 1 menunjukkan bahwa titik-titik tersebar di atas dan dibawa angka nol. Namun titik-titik tidak menyebar dan menyempit ke arah kiri, sehingga dapat disimpulkan bahwa ada kemungkinan dalam model regresi persamaan 1 terjadi heterokedastisitas

Hasil uji heterokedastisitas persamaan regresi 1 disajikan pada gambar berikut ini.



Sumber : Hasil Pengolahan Data

Gambar 1. Uji Heteroskedastisitas Persamaan 1



Sumber : Hasil Pengolahan Data

Gambar 2. Uji Heteroskedastisitas Persamaan 1

Hasil uji heteroskedastisitas persamaan 2 menunjukkan bahwa titik-titik tersebar di atas dan dibawa angka nol. Namun titik-titik tidak menyebar dan menyempit ke arah kanan, sehingga dapat disimpulkan bahwa ada kemungkinan dalam model regresi persamaan 2 terjadi heteroskedastisitas.

Uji Hipotesis

Pengujian hipotesis terdiri dari dua persamaan regresi. Persamaan pertama menguji pengaruh kepemilikan institusional dan ukuran perusahaan terhadap nilai perusahaan. Persamaan regresi kedua menguji pengaruh ukuran perusahaan dan kepemilikan institusional terhadap kebijakan hutang.

Regresi Persamaan ke-1

a. Koefisien Determinasi (*Adjusted R²*)

Koefisien determinasi mengukur seberapa jauh kemampuan model dalam menerangkan variasi variabel dependen. Nilai koefisien determinasi dapat dilihat dari nilai *adjusted R²* pada *model summary* pada hasil analisis regresi linier berganda. Hasil uji regresi persamaan ke-1 menunjukkan nilai *adjusted R²* sebesar 0,070 atau 7,0 %. Hal ini menunjukkan 7,0% perubahan nilai perusahaan dipengaruhi oleh kepemilikan institusional dan ukuran perusahaan. Sedangkan 93 % dijelaskan oleh faktor lain diluar model penelitian.

b. Nilai F

Nilai F menunjukkan nilai sebesar 12,164 dengan signifikansi sebesar 0,000. Nilai F memberikan hasil yang signifikan. Sehingga dapat kita simpulkan bahwa kepemilikan institusional dan ukuran perusahaan berpengaruh secara simultan terhadap nilai perusahaan.

c. Nilai t

Tabel 4. Hasil nilai t regresi persamaan ke-1

		Coefficients ^a						
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	-7.335	4.388		-1.671	.096		
	SIZE	5.40E-013	.000	.223	3.959	.000	.984	1.016
	INST	19.885	5.822	.192	3.416	.001	.984	1.016

a. Dependent Variable: PBV

Sumber : Hasil Pengolahan Data

Hasil nilai t regresi menunjukkan bahwa variabel kepemilikan institusional memiliki koefisien regresi sebesar 19,88 dengan tingkat signifikansi sebesar 0,001. Pengujian memberikan hasil yang positif dan signifikan. Sehingga dapat kita simpulkan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. **Hipotesis ke-1 diterima.** Hasil ini mendukung hasil penelitian Jensen (1986) yang menyatakan kepemilikan institusional merupakan salah satu alat yang dapat digunakan untuk mengurangi *agency conflict*.

Semakin tinggi tingkat kepemilikan institusional maka semakin kuat tingkat pengendalian yang dilakukan oleh pihak eksternal terhadap perusahaan sehingga *agency cost* yang terjadi di dalam perusahaan semakin berkurang dan nilai perusahaan juga dapat semakin meningkat. Hasil ini juga mendukung hasil penelitian Rachmawati dan Triatmoko (2007) yang menyatakan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Hasil nilai t regresi untuk variabel ukuran perusahaan menunjukkan nilai koefisien regresi sebesar 0,0000000000540 dengan tingkat signifikansi sebesar 0.000. Pengujian menunjukkan hasil yang signifikan. Sehingga dapat disimpulkan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Koefisien regresi menunjukkan angka positif sehingga semakin besar ukuran perusahaan semakin besar nilai perusahaan. **Hipotesis ke-2 diterima.** Hasil ini mendukung hasil penelitian Soliha dan Taswan (2002) yang menunjukkan bahwa variabel ukuran perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Perusahaan besar dapat dengan mudah mengakses ke pasar modal. Kemudahan untuk mengakses ke pasar modal berarti perusahaan memiliki fleksibilitas dan kemampuan untuk mendapatkan dana, karena kemudahan aksesibilitas ke pasar modal dan kemampuannya untuk memunculkan dana lebih besar. Adanya kemudahan tersebut ditangkap oleh investor sebagai sinyal positif sehingga meningkatkan nilai perusahaan.

Regresi persamaan ke-2

a. Koefisien Determinasi (*Adjusted R²*)

Hasil uji regresi persamaan ke-2 menunjukkan nilai *adjusted R²* sebesar 0,014 atau 1,4 %. Hal ini menunjukkan 1,4 % perubahan kebijakan hutang perusahaan dipengaruhi oleh kepemilikan institusional dan ukuran perusahaan Sedangkan 98,6 % dijelaskan oleh faktor lain diluar model penelitian.

b. Nilai F

Nilai F menunjukkan sebesar 3,047 dengan signifikansi sebesar 0,049. Nilai F memberikan hasil yang signifikan. Sehingga dapat kita simpulkan bahwa kepemilikan institusional dan ukuran perusahaan berpengaruh secara simultan terhadap kebijakan hutang perusahaan.

c. Nilai t

Tabel 5. Hasil nilai t regresi persamaan ke-2
Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	.422	.622		.678	.498		
	SIZE	-5.7E-015	.000	-.017	-.294	.769	.984	1.016
	INST	1.976	.825	.139	2.395	.017	.984	1.016

a. Dependent Variable: LEV

Sumber : Hasil Pengolahan Data

Hasil nilai t regresi untuk variabel kepemilikan institusional diperoleh koefisien regresi sebesar 1,976 dengan signifikansi sebesar 0,017. Pengujian memberikan hasil yang signifikan. Sehingga dapat disimpulkan kepemilikan institusional berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan hutang perusahaan. **Hipotesis ke-3 diterima.** Hasil penelitian ini mendukung hasil penelitian Tarjo dan Jogianto (2003) dan Chu (2005) yang menyatakan bahwa semakin besar prosentase pemegang saham institusional akan semakin besar *leverage*. Hal ini dikarenakan pemegang saham menghendaki ada pihak ketiga yang ikut mengawasi kinerja manajemen dalam hal ini *debtholder*. *Debtholder* berkepentingan atas hutangnya dalam perusahaan sehingga akan ikut memonitor kinerja manajemen.

Hasil nilai t regresi untuk variabel ukuran perusahaan diperoleh koefisien regresi sebesar -0,0000000000569 dengan signifikansi sebesar 0,769. Pengujian memberikan hasil yang tidak signifikan. Sehingga dapat disimpulkan ukuran perusahaan tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang perusahaan. **Hipotesis ke-4 ditolak.** Hasil penelitian ini tidak mendukung hasil penelitian Cristianti (2006) yang menyatakan bahwa semakin banyak aktiva tetap sebagai bagian dari ukuran perusahaan suatu perusahaan berarti semakin banyak *collateral assets* untuk bisa mendapatkan sumber dana eksternal berupa hutang. Hal ini mungkin disebabkan karena aset perusahaan bukan merupakan faktor utama yang dijadikan pertimbangan oleh kreditur dalam memberikan hutangnya. Kreditur mungkin saja lebih mempertimbangkan faktor bunga yang diperoleh atau lebih memperhatikan kredibilitas manajer perusahaan dalam memberikan hutangnya. Mengacu pada *Pecking Order Theory* (POT) perusahaan besar lebih suka mencari sumber pendanaan dari sumber internal, sehingga dalam penelitian ini ukuran perusahaan tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang perusahaan.

SIMPULAN DAN SARAN

Simpulan

Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh kepemilikan institusional dan ukuran perusahaan terhadap kebijakan hutang dan nilai perusahaan pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia

Dari hasil analisis data dapat disimpulkan bahwa:

1. Kepemilikan institusional berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Hal ini dapat dibuktikan dengan koefisien regresi sebesar 19,88 dengan tingkat signifikansi sebesar 0,001. Hasil ini mendukung hasil penelitian Rachmawati dan Triatmoko (2007).

2. Ukuran perusahaan berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Hal ini dapat dibuktikan dengan koefisien regresi sebesar 0,00000000054 dengan tingkat signifikansi sebesar 0,000. Hasil ini mendukung hasil penelitian Soliha dan Taswan (2002).
3. Kepemilikan institusional berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang perusahaan. Hal ini dapat dibuktikan dengan koefisien regresi sebesar 1,976 dengan signifikansi sebesar 0,017. Hasil penelitian ini mendukung hasil penelitian Tarjo dan Jogianto (2003)
4. Ukuran perusahaan tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang perusahaan. Hal ini dapat dibuktikan dengan koefisien regresi sebesar -0,000000000569 dengan signifikansi sebesar 0,769. Hasil ini tidak mendukung hasil penelitian Cristianti (2006).

Implikasi Penelitian

1. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa kepemilikan institusional dan ukuran perusahaan berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian ini juga menunjukkan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan. Hasil penelitian ini diharapkan dapat menjadi literatur dalam mengembangkan penelitian selanjutnya.
2. Penelitian ini diharapkan dapat memberikan gambaran bagi manajer bahwa ukuran perusahaan berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Sehingga apabila perusahaan menginginkan nilai perusahaan yang baik maka manajer harus meningkatkan kinerja sehingga aktiva perusahaan bisa meningkat.
1. Bagi investor maupun kreditur hendaknya memperhatikan aspek aktiva perusahaan ketika akan melakukan investasi. Karena aktiva perusahaan merupakan jaminan bagi prospek investasi yang dilakukan baik bagi investor maupun kreditur.

Keterbatasan dan Saran

1. Penelitian ini belum dapat membuktikan pengaruh ukuran perusahaan terhadap kebijakan hutang perusahaan. Penelitian ini hanya menggunakan perusahaan manufaktur, penelitian selanjutnya disarankan menggunakan jenis perusahaan lain di luar perusahaan manufaktur.
2. Penelitian ini menggunakan periode penelitian yang relatif pendek yaitu dari tahun 2006 sampai dengan 2008. Penelitian selanjutnya disarankan untuk memperpanjang periode penelitian.
3. Penelitian ini memberikan nilai *adjusted R²* yang relatif kecil, sehingga penulis menduga ada faktor lain yang diperkirakan berpengaruh terhadap nilai perusahaan dan kebijakan hutang namun belum dimasukkan dalam model penelitian. Penelitian selanjutnya disarankan untuk menguji variabel lain yang diduga berpengaruh terhadap kebijakan hutang dan nilai perusahaan, seperti indeks *corporate governance*, indeks intelektual capital atau likuiditas perusahaan.

DAFTAR PUSTAKA

- Achmad, K., I. Subekti, dan S. Atmini, 2007. Investigasi Motivasi dan Strategi Manajemen Laba pada Perusahaan Publik di Indonesia. *Kumpulan Makalah*, Simposium Nasional Akuntansi(SNA) X, Makassar, 26-27 Juli, h 1-26.
- Barros, Lucas Ayres B. de C. and Alexandre Di Miceli da Silveira. 2007. Overconfidence, Managerial Optimisme and the Determinants of Capital Structure. Available on line at www.ssrn.com
- Bao, B. H., and D.H. Bao, 2004. Income Smoothing, Earnings Quality and Firm Valuation. *Journal of Business Finance & Accounting* 31, No. 9-10, November, pp 1525-1557.
- Bjuggren, Per-Olof, Johan E. Eklund, and Daniel Wiberg, 2007. Institutional Owners and Firm Performance: The Impact of Ownership Categories on Investments. *Working Paper*, Jonkoping International Business School (JIBS), and Centre of Excellence for Science and Innovation Studies (CESIS), Royal Institute of Technology, Stockholm, Sweden, February, pp 1-26.
- Boediono, Gideon SB., 2005. Kualitas Laba: Studi Pengaruh Mekanisme *Corporate Governance* dan Dampak Manajemen Laba dengan Menggunakan Analisis Jalur. Simposium Nasional Akuntansi 8 :Ikatan Akuntan Indonesia.
- Bringham, Eugene; Louis C. Gapenski dan Philip R. Daves. 1999. *Intermediate Financial Management*. New Jersey-USA: Prentice-Hall.
- Claessens, S., S. Djankov, and L.H.P. Lang, 2000a. The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporation. *Journal of Financial Economics* 58, pp 81-112
- , and Joseph P.H. Fan 2000b. Expropriation of Minority Shareholders: Evidence from East Asia. *Policy Research Working Paper* 2088, The World Bank, <http://www.worldbank.org/html/dec/Publications/Workpapers/wps2000series/wps2088/wps2088.pdf>, pp 1-33.
- Chen, Carl Steiner, TL. 1999. Managerial Ownership and Agency Conflict :a Nonlinear Simultaneous Equation Analysis of Managerial Ownership Risk Taking, Debt Policy and Dividen Policy. *Financial Review*, Vol 34, pp 119-137
- Christianti, Ari. 2006. Penentuan Perilaku Kebijakan Struktur Modal Pada Perusahaan Manufaktur Di Bursa Efek Jakarta: Hipotesis Static Trade Off Atau Pecking Order Theory. SNA IX : Ikatan Akuntansi Indonesia
- Chu, Ei Yet. 2005. Large shareholder, capital structure and diversification. Evidence from Malaysia manufacturing firms. Available on line at www.ssrn.com
- Darmawati, D., 2003. Corporate Governance dan Manajemen Laba: Suatu Studi Empiris. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, Vol. 5, No. 1, h 47-68.
- Deb Solvan.S and Chaturvedula.. 2002. Ownership Structure and Firm Value: Empirical Study on *Corporate governance* System of Indian Firms. Available on line at www.ssrn.com
- Demsetz and B. Villalonga, 2001. Ownership Structure and Corporate Performance. *Journal of Corporate Finance* 7, Vol. 7, Issue 3, September, pp 209-233.
- Faccio, Mara, and L.H.P Lang, 2002. The Ultimate Ownership of Western European Corporations. *Journal of Financial Economics*, Vol. 65, pp 365-395.
- Foster, George, 1986. *Financial Statement Analysis, Second Edition*, Englewood Cliffs, New Jersey: Prentice-Hall, A Division of Simon & Schuster, Inc.

- Friend, I and L.H.P. Lang, 1988, An Empirical Test of The Impact of Managerial Self-Interest on Corporate Capital Structure, *The Journal of Finance*; 43, pp. 271-282
- Ghozali, Imam. 2005. *Analisis Multivariat dengan Program SPSS*. Badan Penerbit Universitas Diponegoro : Semarang
- Ghozali, Imam, 2006. *Structural Equation Modeling: Metode Alternatif dengan Partial Least Square*. Semarang: Badan Penerbit, Universitas Diponegoro.
- Gomes, A., G. Gorton, and L. Madureira, 2005. SEC Regulation Fair Disclosure, Information, and the Cost of Capital. *Working Paper*, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=529162, September, pp 1-57.
- Hair, J.F., Rolph E. Anderson, Ronald L. Tatham, and William C. Black, 1998. *Multivariate Data Analysis*, Fifth Edition. New Jersey: Prentice-Hall Int, Inc.
- Herawati, Erna, 2007. Pengaruh Elemen-elemen Mekanisme *Good Corporate Governance* terhadap *Earnings Management* dan Kinerja Perusahaan. *Disertasi*, Program Pascasarjana Universitas Airlangga, Surabaya, pp 1-216.
- Haruman, tendi. 2008. Pengaruh Struktur Kepemilikan Terhadap Keputusan Keuangan Dan Nilai Perusahaan Survey pada Perusahaan Manufaktur di PT. Bursa Efek Indonesia. SNA XI : Ikatan Akuntan Indonesia.
- Herry dan Hamin, 2005. Tingkat Kepemilikan Manajerial dan Nilai Perusahaan: Bukti Empiris pada Perusahaan Publik di Indonesia, Ikatan Sarjana Ekonomi Indonesia (ISEI) Cabang Surabaya. *Simposium Riset Ekonomi II*, Surabaya, 23-24 Nopember, h 1-16.
- Hsu, Grace C.M., and Ping-Sheng Koh, 2005. Does the Presence of Institutional Investors Influence Accruals Management? Evidence from Australia. *Corporate Governance: An International Review*, Volume 13, Issue 6, November, pp 809-823.
- Jennings, William W., 2002. Further Evidence on Institutional Ownership and Corporate Value. *Working Paper*, U.S. Air Force Academy, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=555886, pp 1-27.
- Jensen, Michael. C. 1986. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *AEA Papers and Proceedings*, May, Vol. 76 No. 2, 323-329.
- Jones, Steward, and Rohit Sharma, 2001. The Impact of Free Cash Flows, Financial Leverage and Accounting Regulation on Earnings Management in Australia 'Old' and 'New' Economics. *Managerial Finance*, Vol. 27 (12), pp 18-39.
- Komalasari, Puput Tri, dan Zaki Baridwan, 2001. Asimetri Informasi dan Cost of Capital. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, Vol. 4., No. 1, Januari, h 64-81.
- La Porta, Rafael, F. Lopez-De-Silanes, and A. Shleifer, 1999. Corporate Ownership Around the World. *Journal of Finance*, Vol. 54, No. 2, pp 471-517.
- , and R. W. Vishny, 2000. Agency Problems and Dividend Policies Around the World. *Journal of Finance*, Vol. LV, No. 1, pp 1-33.
- Midiastuty, P.P. dan M. Machfoedz, 2003. Analisis hubungan Mekanisme Corporate Governance dan Indikasi Manajemen Laba. *Kumpulan Makalah*, Simposium Nasional Akuntansi (SNA) VI, Surabaya, 16-17 Oktober, h 176-186.
- Mitra, Santanu, 2002. The Impact of Institutional Stock Ownership on a Firm's Earnings Management Practice: an Empirical Investigation. *A Dissertation*, Submitted to the Graduate Faculty of the Louisiana State University and Agricultural and Mechanical College in Partial Fulfillment of the Requirements for the Degree of Doctor of Philosophy in The Department of Accounting, December, pp 1-154.

- Mursalim, 2005. Income Smoothing dan Motivasi Investor: Studi Empiris pada Investor di BEJ. *Kumpulan Makalah*, Simposium Nasional Akuntansi (SNA) VIII, Solo, 15-16 September, h 195-206.
- Penman, Stephen H., 2004. *Financial Statement Analysis and Security Valuation*, 2nd Ed., Singapore: McGraw-Hill/Irwin.
- Pizarro, V., S. Mahenthiran, D. Cademamartori, and C. Roberto, 2006. The Influence of Insiders and Institutional Owners on the Value, Transparency, and Earnings Quality of Chilean Listed Firms. *Editorial Manager (tm) for Contemporary Accounting Research Manuscript Draft*, <http://ssrn.com/abstract=982697>, pp1-33.
- Putra, Teguh.P. 2008. Pengaruh Struktur Aktiva, Growth, Market To Book Ratio, Size, Tangibility, dan Profitability Terhadap Struktur Modal (Kajian Empiris Perusahaan Manufaktur di Indonesia Yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta Periode 2003-2005). Skripsi FE UNS.
- Putri, Imanda dan Mohammad Nasir. 2006. Analisis Persamaan Simultan Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Risiko, Kebijakan Hutang dan Kebijakan Dividen Dalam Perspektif Teori Keagenan. SNA 9 : Ikatan Akuntan Indonesia.
- Rahcmawati, Andri dan Hanung Triatmoko. 2007. Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kualitas Laba dan Nilai Perusahaan. SNA 10 : Ikatan Akuntan Indonesia
- Siallagan, Hamonangan dan Mas'ud Machfoed. 2006. Mekanisme *corporate governance*, kualitas laba dan nilai perusahaan. SNA IX : Ikatan Akuntan Indonesia.
- Scott, William R., 2003. *Financial Accounting Theory*. Third Edition, Toronto, Ontario: Pearson Education Canada Inc.
- Siregar Baldrice, 2008. Ekspropriasi Pemegang Saham Minoritas Dalam Struktur Kepemilikan Ultimat, SNA 11 : Ikatan Akuntan Indonesia.
- Soliha, Euis, dan Taswan, 2002. Pengaruh Kebijakan Hutang terhadap Nilai Perusahaan serta Beberapa Faktor yang Mempengaruhinya. *Jurnal Bisnis dan Ekonomi*, September, h 1-17.
- Subekti, Imam, 2005. Asosiasi antara Praktik Perataan Laba dan Reaksi Pasar Modal di Indonesia. *Kumpulan Makalah*, Simposium Nasional Akuntansi (SNA) VIII, Solo, 15-16 September, h 223-237.
- Sujianto, Agus Eko .2001. analisis Variabel-Variabel yang Mempengaruhi Struktur Keuangan Pada Perusahaan Manufaktur yang Go Publik di Bursa Efek Jakarta. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis*. Vol 2, No 2.
- Tarjo dan Jogianto. 2003. Analisa Free Cash Flow Dan Kepemilikan Manajerial Terhadap Kebijakan Utang Pada Perusahaan Publik Di Indonesia. SNA VI : Ikatan Akuntansi Indonesia.
- Umar, hussein. 2004. Metode Riset Ilmu Administrasi Negara, Pembangunan dan Niaga. PT. Gamedia Pustaka : Jakarta
- Wahyudi dan Perwestri, Hartini.P. 2006. Implikasi struktur Kepemilikan Terhadap Nilai Perusahaan dengan keputusan keuangan sebagai variabel intervening. SNA IX : Ikatan Akuntan Indonesia.
- Wasilah, 2005. Hubungan antara Asimetri Informasi dengan Praktek Perataan Penghasilan di Indonesia. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan Indonesia* 2 (1), h1-23.
- Wardani, Kusuma. 2008. Pengaruh *Corporate governance* Terhadap Kinerja Perusahaan. Universitas Islam Indonesia. Yogyakarta. www.uii.com.
- Wardhani, Ratna. 2006. Mekanisme *Corporate governance* dalam Perusahaan yang Mengalami Masalah Keuangan. SNA 9 : Ikatan Akuntan Indonesia.

- Widyaningdyah, A. U., 2001. Analisis Faktor-Faktor yang berpengaruh terhadap *Earnings Management* pada Perusahaan *Go Public* di Indonesia. *Jurnal Akuntansi & Keuangan*, Nopember Vol. 3, No. 2.
- Zhang, Y., Donald R. Deis, P. Huang, and J.S. Moffitt, 2004. Earnings Smoothing Choice, Firm Value and Corporate Monitoring. *Working Paper*, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=591282, September, p 1-40.