

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)

Sujoko

Staf Pengajar Fakultas Ekonomi Universitas 17 Agustus Surabaya
Jl. Semolowaru 45, Surabaya

Ugy Soebiantoro

Staf Pengajar Fakultas Ekonomi, UPN Veteran Jawa Timur Surabaya
Jl. Raya Rungkut Madya-Gunung Anyar, Surabaya

ABSTRAK

Tujuan utama dari studi ini adalah untuk menguji pengaruh struktur kepemilikan, leverage, faktor ekstern, dan faktor intern terhadap nilai perusahaan di Bursa Efek Jakarta. Tidak seperti pada permasalahan keagenan di pasar modal yang sudah maju, problem keagenan di Bursa Efek Jakarta adalah terjadinya perbedaan kepentingan antara pemilik minoritas dengan pemilik mayoritas. Hipotesis dalam penelitian ini adalah : (1) struktur kepemilikan, faktor ekstern, dan faktor intern berpengaruh signifikan terhadap leverage, (2) struktur kepemilikan, faktor ekstern, faktor intern dan leverage berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Studi ini ingin menguji teori keagenan, Jensen dan Meckling (1976), Pecking Order Theory, Myers (1984), Trade off model dan Signaling Theory, Bhattacharya (1979). Populasi dalam studi ini adalah perusahaan publik yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta. Sebanyak 134 perusahaan diambil sebagai sample dengan menggunakan purposive sampling. Data dianalisis dengan menggunakan Structural Equation Modelling. Hasil studi ini menunjukkan bahwa struktur kepemilikan, faktor intern dan faktor ekstern berpengaruh signifikan terhadap leverage. Struktur kepemilikan, faktor ekstern, faktor intern, dan leverage berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Hasil studi ini tidak mendukung teori keagenan, Jensen dan Meckling (1976) tetapi hasil studi ini mendukung Pecking Order Theory, Myers (1984), Trade off model dan Signaling theory, Bhattacharya (1979).

Kate kunci: *Tobins'Q, leverage, struktur kepemilikan.*

ABSTRACT

The main objective of the study is to examine the impact of ownership structure, leverage, external factor, internal factor on the value of the firms in Jakarta Stock Exchange. It is argued that unlike the agency problem advanced stock market, the agency problem in the Jakarta Stock Exchange is the divergence of interest between the minority holders and majority holders. This is because the Jakarta Stock Exchange is characterized, among other things, by the domination of large shareholders. It is hypothesized that : (1) there are the impact ownership structure, external factor, internal factor, on leverage, (2) there are the impact of ownership structure, external factor, internal factor, leverage on value of the firm. This study is to examine Agency Theory, Jensen and Meckling (1976), Pecking Order Theory, Myers (1984), Trade Off Model and Signaling Theory (1979). Population in this study are public company listed in Jakarta Stock Exchange during 2000 – 2004. As much as 134 firms listed in Jakarta Stock Exchange were taken as a sample using a purposive sampling method. The data were then analyzed by the structural equation modeling (SEM) analysis, using the AMOS Program version 4.01. The results of this study show that (1) there are the impact of ownership structure, external factor, internal factor on leverage, (2) there are the impact of ownership structure, external factor, internal factor, leverage, on value of the firm. The result of the study is not support the Agency Theory, Jensen and Meckling (1976), but the result of the study is support Pecking Order Theory, Myers (1984), Trade off model and Signaling Theory, Battacharya (1979).

Keywords: *Tobins'Q, leverage, ownership structure.*

PENDAHULUAN

Perkembangan riset pasar modal telah memotivasi penulis untuk melakukan penelitian bidang keuangan. Beberapa penelitian tentang struktur modal terhadap nilai perusahaan telah banyak dilakukan oleh peneliti dan hasilnya saling kontradiksi. Jensen dan Meckling (1976) berargumentasi bahwa konflik keagenan terjadi karena adanya pemisahan kepemilikan dan pengendalian. Konflik keagenan menyebabkan penurunan nilai perusahaan. Penurunan nilai perusahaan akan mempengaruhi kekayaan dari pemegang saham sehingga pemegang saham akan melakukan tindakan pengawasan terhadap perilaku manajemen. Secara singkat ada dua pandangan yang terus diperdebatkan oleh ahli-ahli keuangan di dunia. Pandangan pertama dikenal dengan pandangan tradisional yang menyatakan bahwa struktur modal mempengaruhi nilai perusahaan. Pandangan tradisional diwakili oleh dua teori yaitu *Trade off Theory* dan *Pecking Order Theory*, Myers (1984). Pandangan kedua dikemukakan oleh Modigliani dan Miller yang menyatakan bahwa struktur modal tidak mempengaruhi nilai perusahaan. Myers dan Majluf (1984), menyatakan bahwa perusahaan cenderung mempergunakan *internal equity* terlebih dahulu, dan apabila memerlukan *external financing*, maka perusahaan akan mengeluarkan *debt* sebelum menggunakan *external equity*.

Dari beberapa penelitian yang dilakukan pada perusahaan-perusahaan di Indonesia ditemukan hasil bahwa perusahaan-perusahaan di Indonesia cenderung mengikuti *pecking order theory*. Sartono (2001) telah menemukan bahwa pada umumnya para manajer perusahaan di Indonesia cenderung mengikuti hirarki pendanaan (*pecking order theory*). Struktur modal perusahaan diprediksi juga dipengaruhi oleh faktor ekstern dan faktor intern perusahaan. Struktur kepemilikan menjadi penting dalam teori keagenan karena sebagian besar argumentasi konflik keagenan disebabkan oleh adanya pemisahan kepemilikan dan pengelolaan. Konflik keagenan tidak terjadi pada perusahaan dengan kepemilikan seratus persen oleh manajemen (Jensen dan Meckling, 1976). Struktur kepemilikan saham diprediksi berpengaruh dalam penentuan struktur modal. Semakin terkonsentrasi kepemilikan saham perusahaan cenderung akan mengurangi utang. Semakin terkonsentrasi kepemilikan saham, maka akan terjadi pengawasan yang efektif terhadap manajemen. Manajemen akan semakin berhati-hati dalam melakukan peminjaman, sebab jumlah utang yang terlalu tinggi akan menimbulkan risiko *financial distress* sehingga nilai perusahaan akan menurun. Jumlah utang yang

melewati titik optimalnya akan membuat penghematan pajak dari penggunaan utang lebih rendah dari pada nilai sekarang dari *financial distress* dan *agency cost (model trade off)*. Semakin terkonsentrasi kepemilikan saham perusahaan juga diprediksi akan meningkatkan nilai perusahaan.

KERANGKA KONSEPTUAL DAN MODEL HIPOTESIS

Secara teoritis, pembiayaan perusahaan dihadapkan oleh berbagai macam pertimbangan. 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 risiko. 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*.

Struktur kepemilikan secara teoritis mempunyai hubungan dengan *leverage*. Semakin terkonsentrasi kepemilikan saham maka pengawasan yang dilakukan pemilik terhadap manajemen akan semakin efektif. Manajemen akan semakin berhati-hati dalam memperoleh pinjaman, sebab jumlah utang yang semakin meningkat akan menimbulkan *financial distress*. Terjadinya *financial distress* akan mengakibatkan nilai perusahaan akan mengalami penurunan sehingga mengurangi kemakmuran pemilik.

Suku bunga merupakan biaya modal bagi perusahaan. Suku bunga yang tinggi berarti biaya penggunaan dana semakin tinggi sehingga perusahaan enggan untuk melakukan peminjaman dan selanjutnya *leverage* akan menurun. Keadaan pasar modal semakin bergairah akan mengurangi minat perusahaan untuk melakukan peminjaman karena

perusahaan lebih tertarik melakukan pembiayaan melalui pasar modal sehingga leverage akan menurun. Pertumbuhan pasar yang tinggi menunjukkan peluang pasar yang bagus sehingga akan mendorong perusahaan untuk melakukan peminjaman sehingga leverage akan meningkat. Profitabilitas yang meningkat akan meningkatkan laba yang ditahan sehingga akan mengurangi minat perusahaan untuk melakukan peminjaman dan leverage akan menurun. Pembayaran dividen yang meningkat akan mengurangi laba yang ditahan sehingga sumber dana intern akan menurun dan perusahaan akan tertarik untuk melakukan peminjaman sehingga leverage akan meningkat. Ukuran perusahaan menunjukkan aktivitas perusahaan yang dimiliki perusahaan. Semakin besar ukuran perusahaan berarti semakin besar aktiva yang bisa dijadikan jaminan untuk memperoleh utang sehingga leverage akan meningkat. Pangsa pasar relatif menunjukkan daya saing perusahaan lebih tinggi dibandingkan pesaing utamanya sehingga akan mendorong perusahaan untuk melakukan peminjaman dan leverage akan meningkat. Kepemilikan institusional akan mendorong pemilik untuk melakukan peminjaman kepada manajemen sehingga manajemen terdorong untuk meningkatkan kinerjanya, selanjutnya nilai perusahaan akan meningkat. Kepemilikan manajerial akan mendorong manajemen untuk meningkatkan kinerja perusahaan, karena mereka juga memiliki perusahaan. Kinerja perusahaan yang meningkat akan meningkatkan nilai perusahaan. Suku bunga yang tinggi akan mengurangi minat investor untuk menginvestasikan dananya ke pasar modal sehingga aktivitas perdagangan akan menurun dan nilai perusahaan akan menurun. Pertumbuhan pasar menunjukkan kinerja perusahaan membaik sehingga investor akan merespon positif dan nilai perusahaan akan meningkat. Profitabilitas yang tinggi menunjukkan prospek perusahaan yang baik sehingga investor akan merespon positif sinyal tersebut dan nilai perusahaan akan meningkat. Singnally theory, Bhattacharya (1979) mengemukakan bahwa profitabilitas yang tinggi menunjukkan prospek perusahaan yang bagus sehingga investor akan merespon positif dan nilai perusahaan akan meningkat. Pembayaran dividen yang semakin meningkat menunjukkan prospek perusahaan semakin bagus sehingga investor akan tertarik untuk membeli saham dan nilai perusahaan akan meningkat. Ukuran perusahaan yang besar menunjukkan perusahaan mengalami perkembangan sehingga investor akan merespon positif dan nilai perusahaan akan meningkat. Pangsa pasar relatif menunjukkan daya saing perusahaan lebih tinggi dibanding pesaing utamanya. Investor akan merespon

positif sehingga nilai perusahaan akan meningkat. Leverage yang semakin tinggi akan menimbulkan *financial distress* sehingga nilai perusahaan menurun. Balancing Theory, Stiglitz (1976) menyatakan bahwa ada keseimbangan antara manfaat dan pengorbanan dalam kaitannya dengan hutang.

Hipotesis Penelitian

- H1 = Kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap *leverage*
- H2 = Kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap leverage
- H3 = Suku bunga berpengaruh negatif terhadap *leverage*
- H4 = Keadaan pasar modal berpengaruh negatif terhadap *leverage*
- H5 = Pertumbuhan pasar berpengaruh positif terhadap *leverage*
- H6 = Profitabilitas berpengaruh negatif terhadap *leverage*
- H7 = Pembayaran dividen berpengaruh positif terhadap *leverage*
- H8 = Ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap *leverage*
- H9 = Pangsa pasar relatif berpengaruh positif terhadap *leverage*
- H10 = Kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan
- H11 = Kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan
- H12 = Suhu bunga berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan
- H13 = Keadaan pasar modal berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan
- H14 = Pertumbuhan pasar berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan
- H15 = Profitabilitas berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan
- H16 = Pembayaran dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan
- H17 = Ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan
- H18 = Pangsa pasar relatif berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan
- H19 = Leverage berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan

METODE PENELITIAN

Populasi dan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan yang terdaftar di BEJ. Pengambilan sampel dilakukan dengan *purposive sampling*, yaitu sampel yang memiliki kriteria sebagai berikut:

1. Perusahaan tercatat di BEJ tahun 2000 – tahun 2004.
2. Data laporan keuangan tersedia berturut-turut untuk laporan tahun 2000 – tahun 2004.
3. Perusahaan mempublikasikan laporan keuangan yang telah diaudit dengan menggunakan tahun buku yang berakhir pada tanggal 31 Desember.

Variabel Penelitian

Variabel Endogen

1. Leverage (Struktur Modal)
Struktur modal adalah perbandingan nilai hutang dengan nilai modal sendiri yang tercermin pada laporan keuangan perusahaan akhir tahun. Variabel ini dinyatakan dalam rasio total hutang dengan penjumlahan total hutang dan modal sendiri pada neraca akhir tahun. Pengukuran ini mengacu dari penelitian Friend dan Lang (1988), Homaifar (1994), dan Sudarma (2003).
2. Nilai Perusahaan
Nilai perusahaan didefinisikan sebagai persepsi investor terhadap tingkat keberhasilan perusahaan dalam mengelola sumberdaya pada tahun t yang tercermin pada harga saham tahun $t + I$. Pengukuran variabel nilai perusahaan adalah rasio kenaikan/penurunan harga saham tahun $t + I$ dengan nilai buku per saham pada neraca akhir tahun t . Pengukuran ini sesuai dengan pengukuran yang digunakan dalam penelitian Miller (1961) dan Husnan (1994), dan Sudarma (2003).

Variabel Eksogen

1. Struktur Kepemilikan saham
Struktur kepemilikan saham adalah proporsi kepemilikan institusional dan manajemen dalam kepemilikan saham perusahaan.
 - a. Kepemilikan institusional
Kepemilikan institusional merupakan proporsi kepemilikan saham oleh institusi dalam hal ini institusi pendiri perusahaan, bukan institusi pemegang saham publik yang diukur dengan prosentase jumlah saham yang dimiliki oleh investor institusi intern. Pengukuran ini mengacu dari penelitian Sudarma (2003), Friend dan Hasbrouk (1988).
 - b. Kepemilikan Manajerial
Kepemilikan saham manajerial merupakan kepemilikan saham terbesar oleh manajemen perusahaan yang diukur dengan prosentase jumlah saham yang dimiliki manajemen. Pengukuran ini mengacu dari Sudarma (2003).

2. Faktor Ekstern
Merupakan pengelompokan dari variabel-variabel yang tidak dapat dikendalikan perusahaan. Variabel yang termasuk dalam faktor ekstern adalah tingkat suku bunga, keadaan pasar modal, dan pertumbuhan pasar.
 - a. Tingkat suku bunga
Pengertian operasional variabel tingkat suku bunga adalah tingkat bunga kredit investasi dan tingkat bunga kredit modal kerja bank umum pemerintah rata-rata per tahun yang dibebankan kepada perusahaan atas penggunaan dana modal kerja dalam bentuk hutang jangka pendek dan dana investasi dalam bentuk hutang jangka panjang pada akhir tahun.
 - b. Keadaan pasar modal
Keadaan pasar modal merupakan besarnya nilai transaksi perdagangan di BEJ pada akhir tahun sebagai cermin perkembangan BEJ. Variabel keadaan pasar modal diukur dengan \ln dari nilai perdagangan saham di Bursa Efek Jakarta pada akhir tahun.
 - c. Pertumbuhan Pasar
Adalah persepsi tentang peluang bisnis yang tersedia di pasar yang harus direbut oleh perusahaan. Pertumbuhan pasar ini diukur dari nilai rasio selisih volume penjualan industri pada tahun t dengan volume penjualan industri pada tahun $t-1$ dibagi dengan volume penjualan industri pada tahun $t-1$. Pengukuran ini sesuai dengan penelitian Sulastri (2003).
3. Faktor intern
Faktor intern merupakan sekumpulan variabel-variabel yang dapat dikendalikan oleh perusahaan. Variabel-variabel yang termasuk dalam variabel faktor intern adalah profitabilitas, pembayaran dividen, ukuran perusahaan dan pangsa pasar relatif.
 - a. Profitabilitas
Adalah kemampuan perusahaan untuk menghasilkan profit atau laba selama satu tahun yang dinyatakan dalam rasio laba operasi dengan penjualan dari data laporan laba rugi akhir tahun.
 - b. Pembayaran dividen
Pembayaran dividen merupakan besarnya laba yang dibagikan kepada pemegang saham pada akhir tahun yang juga akan mencerminkan besarnya laba yang akan ditanamkan pada laba ditahan akhir tahun. Variabel ini dinyatakan dalam rasio dividen per lembar saham dengan laba per lembar saham akhir tahun.

- c. Ukuran perusahaan
Ukuran perusahaan dalam penelitian ini merupakan cerminan besar kecilnya perusahaan yang nampak dalam nilai total aktiva perusahaan pada neraca akhir tahun, yang diukur dengan \ln dari total aktiva.
- d. Pangsa pasar relatif
Adalah persepsi tentang kekuatan dan kelemahan perusahaan dibandingkan dengan pesaing utamanya di pasar. Pengukuran variabel ini menggunakan volume penjualan perusahaan dibagi dengan volume penjualan pesaing utama.

Data Penelitian

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder yang terdiri dari:

1. Laporan keuangan 31 Desember 2000, 31 Desember 2001, 31 Desember 2002, 31 Desember 2003, 31 Desember 2004.
2. Harga saham akhir bulan pada tahun 2000 sampai dengan tahun 2004 dan harga saham akhir tahun 2000 sampai dengan tahun 2004.
3. Rata-rata tingkat suku bunga kredit modal kerja akhir bulan dan rata-rata tingkat suku bunga kredit investasi akhir bulan dari Bank Umum Pemerintah untuk tahun 2000 sampai dengan 2004.

HASIL ANALISA DATA

Hasil analisis SEM menggunakan AMOS 4,01 disajikan pada Tabel 1 di bawah ini. Hasil uji terhadap koefisien perusahaan pada setiap jalur model struktural dapat dilihat pada Tabel 1 sebagai berikut:

Tabel 1. Hasil Pengujian Hipotesis

Hipotesis	Variabel independent	Variabel dependen	Koefisien path (p-value)	Keputusan
H1	Kepemilikan institusional	Leverage	-0,107 (0,008)	Signifikan
H2	Kepemilikan manajerial	Leverage	0,011 (0,309)	Tidak Signifikan
H3	Suku bunga	Leverage	-0,401 (0,000)	Signifikan
H4	Keadaan pasar modal	Leverage	0,261 (0,610)	Tidak Signifikan
H ₅	Pertumbuhan pasar	Leverage	0,380 (0,010)	Signifikan
H ₆	Profitabilitas	Leverage	-0,201 (0,004)	Signifikan
H7	Dividen	Leverage	0,047 (0,001)	Signifikan
H8	Ukuran perusahaan.	Leverage	0,051 (0,041)	Signifikan
H9	Pangsa pasar relatif	Leverage	0,062 (0,504)	Tidak Signifikan

Sumber: Hasil Analisis

Tabel 2. Hasil Pengujian Hipotesis

Hipotesis	Variabel independent	Variabel dependen	Koefisien path (p-value)	Keputusan
H10	Kepemilikan institusional	Nilai Perusahaan	-0,106 (0,014)	Signifikan
H11	Kepemilikan manajerial	Nilai Perusahaan	0,047 (0,677)	Tidak Signifikan
H12	Suku bunga	Nilai Perusahaan	-0,098 (0,001)	Signifikan
H13	Keadaan pasar modal	Nilai Perusahaan	0,252 (0,005)	Tidak Signifikan
H14	Pertumbuhan pasar	Nilai Perusahaan	0,156 (0,007)	Signifikan
H15	Profitabilitas	Nilai Perusahaan	0,205 (0,000)	Signifikan
H16	Dividen	Nilai Perusahaan	0,048 (0,008)	Signifikan
H17	Ukuran perusahaan.	Nilai Perusahaan	0,012 (0,002)	Signifikan
H18	Pangsa pasar relatif	Nilai Perusahaan	0,155 (0,001)	Signifikan
H19	Leverage	Nilai Perusahaan	-0,391 (0,000)	Signifikan

Sumber: Hasil Analisis

PEMBAHASAN

Hasil pengujian secara parsial menunjukkan bahwa variabel kepemilikan institusional mempunyai pengaruh negatif dan signifikan terhadap *leverage*. Semakin meningkat kepemilikan institusional diharapkan semakin kuat kontrol terhadap manajemen. Bila biaya monitoring tersebut tinggi maka perusahaan akan menggunakan pihak ketiga yaitu kreditor untuk membantu melakukan pengawasan. Variabel kepemilikan manajerial tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *leverage*. Temuan penelitian ini juga tidak mendukung *agency theory*, Jensen dan Meckling (1976) yang menjelaskan tentang adanya pemisahan yang jelas antara fungsi kepemilikan dengan fungsi pengelolaan. Manajemen tidak mempunyai kendali dalam menentukan hutang karena banyak dikendalikan oleh pemilik mayoritas. Variabel suku bunga berpengaruh negatif terhadap *leverage*. Semakin tinggi suku bunga akan mengurangi minat perusahaan untuk melakukan peminjaman sehingga *leverage* akan menurun. Hasil penelitian ini mendukung hasil penelitian Ratnawati (2001) yang menemukan bahwa tingkat suku bunga berpengaruh negatif terhadap *leverage*. Keadaan pasar modal tidak berpengaruh signifikan terhadap *leverage*. Semakin bergairah pasar modal ternyata tidak mengurangi minat perusahaan untuk melakukan peminjaman ke bank. Fenomena ini adalah menarik untuk dikaji. Banyak perusahaan besar di Indonesia yang masih menggantungkan dirinya pada pem-

biayaan dari sektor perbankan. Pertumbuhan pasar berpengaruh positif terhadap *leverage*. Temuan penelitian ini mendukung hasil penelitian Sulastri (2003) yang menemukan bahwa pertumbuhan pasar berpengaruh terhadap *leverage*. Semakin tinggi pertumbuhan pasar maka peluang bisnis perusahaan semakin besar. Profitabilitas berpengaruh negatif terhadap *leverage*. Temuan penelitian ini mendukung hasil penelitian Sudarma (2003) yang menemukan bahwa profitabilitas berpengaruh negatif terhadap *leverage*. Profitabilitas yang semakin meningkat akan meningkatkan laba yang ditahan. Tersedianya dana intern yang semakin meningkat akan menurunkan minat perusahaan untuk melakukan pembiayaan melalui hutang sehingga *leverage* menurun. Variabel pembayaran dividen mempunyai pengaruh positif dan signifikan terhadap *leverage*. Hasil penelitian ini mendukung *pecking order theory*, dimana dalam melakukan pembiayaan, perusahaan mendasarkan pada urutan dari laba yang ditahan, kemudian hutang dan yang terakhir adalah emisi saham baru. Ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap *leverage*. Perusahaan besar mempunyai *assets* dalam jumlah besar yang bisa dijadikan jaminan untuk memperoleh pembiayaan dari hutang sehingga *leverage* akan meningkat. Pangsa pasar relatif tidak berpengaruh signifikan terhadap *leverage*. Temuan penelitian ini tidak mendukung hasil penelitian Sulastri (2003) yang menemukan bahwa variabel pangsa pasar relatif berpengaruh positif terhadap *leverage*. Variabel kepemilikan institusional mempunyai pengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Temuan penelitian ini konsisten dengan temuan penelitian Sudarma (2003) yang menemukan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan. Variabel kepemilikan manajerial tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap nilai perusahaan. Manajemen perusahaan tidak mempunyai kendali terhadap perusahaan. Manajemen lebih banyak dikendalikan pemilik mayoritas sehingga manajemen hanya sebagai kepanjangan tangan pemilik mayoritas. Temuan penelitian ini konsisten dengan temuan penelitian Sudarma (2003) yang menemukan bahwa kepemilikan manajerial tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Variabel tingkat suku bunga mempunyai pengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Jika suku bunga meningkat maka investor lebih tertarik menanamkan dananya pada sector perbankan dan mengurangi minat investor untuk menanamkan dananya ke pasar modal. Jika permintaan saham menurun maka harga saham akan menurun sehingga nilai perusahaan akan menurun. Keadaan pasar modal mempunyai pengaruh positif

dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Temuan penelitian ini menunjukkan bahwa para pemodal di Indonesia yaitu pemodal asing dan pemodal domestik secara umum akan mempertimbangkan faktor perkembangan pasar modal dalam membeli saham. Variabel pertumbuhan pasar mempunyai pengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Temuan penelitian ini menunjukkan bahwa meningkatnya pertumbuhan pasar akan mempengaruhi *earning* perusahaan. *Earning* perusahaan yang semakin meningkat menunjukkan prospek perusahaan yang bagus di masa yang datang. Prospek bagus tersebut akan direspon positif oleh investor. Respon positif dari investor tersebut akan meningkatkan harga saham untuk selanjutnya akan meningkatkan nilai perusahaan. Variabel profitabilitas mempunyai pengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Temuan penelitian ini mendukung *signaling theory*, Battacharya (1979) yang menyatakan bahwa perusahaan yang mempunyai *earning* yang semakin meningkat merupakan *signal* bahwa perusahaan tersebut mempunyai prospek bagus di masa yang akan datang. Variabel pembayaran dividen mempunyai pengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Temuan ini mendukung hasil penelitian Sujoko (1999) yang menemukan bahwa pembayaran dividen berpengaruh positif terhadap return saham. Ukuran perusahaan mempunyai pengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan. Temuan penelitian ini konsisten dengan temuan penelitian Sudarma (2003) dan Ratnawati (2001). Temuan penelitian ini menunjukkan bahwa investor mempertimbangkan ukuran perusahaan dalam membeli saham. Ukuran perusahaan dijadikan patokan bahwa perusahaan tersebut mempunyai kinerja bagus. Pangsa pasar relatif mempunyai pengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan. Temuan penelitian ini menunjukkan bahwa dalam melakukan pembelian saham banyak investor yang mempertimbangkan pangsa pasar relatif. *Leverage* mempunyai pengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian ini mendukung teori struktur modal model *trade off* yang menyatakan bahwa jumlah hutang yang semakin meningkat akan menurunkan nilai perusahaan.

IMPLIKASI DAN KETERBATASAN

Penelitian ini belum memberikan informasi seberapa jauh kepemilikan perusahaan publik di Indonesia bisa dikurangi agar konflik keagenan bisa semakin kreatif. Kepemilikan perusahaan publik yang diamati dalam penelitian ini juga belum mengamati kepemilikan oleh pemilik asing. Penelitian mendatang

perlu memasukkan kepemilikan oleh investor asing agar kita bisa mengamati bagaimana pelaksanaan *good corporate governance* dalam perusahaan publik. Analisis *good corporate governance* dalam penelitian ini juga hanya didasarkan pada data data sekunder.

DAFTAR PUSTAKA

- Adedeji, A., 1998, "Does The Pecking Order Hypothesis Explain The Dividend Payout Ratios of Firm in The UK", *Journal of Business Finance & Accounting*, 25, pp. 1127-1155.
- Allen, D.E., 1993, "The Pecking Order Hypothesis: Atralian Evidence", *Applied Financial Economics*, Spring, pp. 26-35.
- Ang, James S., Rebel A. Cole, dan James Wuh Lin, 2000, Agency Costs and Ownership Structure, *Journal of Finance* 55 (1), pp. 81-106.
- Bank Indonesia, 2002, *Laporan Bank Indonesia Akhir Tahun 2001 Jakarta*.
- Bank Indonesia, 2005, *Laporan Bank Indonesia Akhir Tahun 2004 Jakarta*.
- Barclay M.J., and Smith C.W., 1995, "The Maturity Structure of Corporate Debt", *The Journal of Finance*, Vol. L. No. 3, pp. 609-631.
- Bargee, W.C., Mukerjee, S, and Raines, G.A., 1996, "Do Sales-Price and Debt Equity Explain Stock Returns Better than Book – Market and Firm Size?", *Financial Analysis Journal*.
- Bennett, M., dan Donnelly, R., 1993, "The Determinants of Capital Structure: Come UK Evidence", *British Accounting Review*, 25, pp. 43-59.
- Brigham, E.F., Gapenski L.C. dan Daves P.R., 1999, *Intermediate Financial Management*, Sixth Edition, the Dryden press, Harcourt Brace College Publishers.
- Chen, C.R. and Steiner T., 1999, "Managerial Ownership and Agency Conflicts; A Non Linear Simultaneous Analysis of Managerial Ownership, Risk Taking, Debt Policy, and Dividend Policy", *The financial Review*, 34, pp. 119-136.
- Copeland, T.E. dan Weston, J. F., 1992, *Financial Theory and Corporate Policy*, Addison-Wesley.
- Dhillon, U.S. and Johnson, H, 1994, "The Effect of Dividend Changes on Stock and Bond Prices", *The Journal of finance*, Wol. Xlix, No. 1.
- Donaldson, G., 1961, *Corporate Debt Capacity: a Study of Corporate Debt Policy and The Determination of Corporate Debt Capacity*, Boston, Dividion of Research, Harvard Graduate School of Business Administration.
- Easterbrook, F.H., 1984, "Two-agency-cost explanation of dividends", *American Economic Review*, 74 (4) 650-659.
- Friend, I. and Hasbrouck, 1988, "Determinants of Capital Structure", *Research in Finance*, 7, pp. 1-19.
- Friend, I. and Lang L., 1988, "An Empirical Test of The Impact of Managerial Self – Interest on Corporate Capital Structure", *Journal of Finance*, 43, pp. 271-281.
- Gill, J., and Green J.P., 1993, *Dividend Policy and its Relationship to Investment and Financing Policies: UK Empirical Evidence*, Working Paper (University of Ulster).
- Greene, W.H., 1993, *Econometric Analysis*, 2nd ed., Macmillan.
- Harris, M., dan Raviv A., 1991, "The Theory of Capital Structure", *Journal of Finance*, March, pp. 297-355.
- Homaifar G, Zietz J, and Benkato O, 1994, "An Empirical Model of Capital Structure: Come New Evidence", *Journal of Business Finance & Accounting*, 21 (1), pp. 1-44.
- Husnan S, Pujiastuti E., 1994, *Manajemen Keuangan*, Edisi 1, Yogyakarta, UPP AMP YKPN.
- Jensen, M. and Meckling, W., 1976, "Theory of the Firm : Managerial Behavior Agency Cost, and Ownership Structure", *Journal of Finance Economics* 3, pp. 305-360.
- Kim, W. and Sorenson E., 1986, "Evidence on the Impact of the agency Cost of debt on Corporate Debt Policy", *Journal of Finance and Quantitative Analysis* 21, pp.131-144.
- Koutsoyiannis A, 1985, *Theory of Econometrics*, Second Edition, Hong kong: MacMillan Publishers Ltd.
- Larry Lang, Elijek, Renc M Stulx, 1994, "Leverage, Investment, and Firm Growth", *Journal of Financial Economics*.
- Liller M. H, 1991, "Leverage", *The Journal of Finance*, Vol. XLVI, No. 2, pp. 479-488.
- Modigliani, F., Miller, M.H., 1958, "The Cost Of Capital, Corporae finance and the Theory of Investement", *The American Economics review*, Vol. XIVIII. No. 3, pp. 261-297.

- Moh'd MA., Rimbey, 1998, "The Impact of Ownership Structure on Corporate Debt Policy: A time Series Cross Sectional Analysis", *The Financial Review* , 33, pp. 85-98.
- Myers , S and Majluf, 1984, "Corporate Financing and Investment Decision When Firms have information Investors Do not Have", *Journal of Finance Economics* 13, pp. 187-221.
- Myers, S., 1984, "The capital structure puzzle", *Journal of Finance* , Vol XXXIX, July.
- Pangeran P., 2000, *Pemilihan Penawaran Ekuitas dan Hutang: Pengujian Pecking Order theory*, thesis Program Pasca Sarjana Universitas Gadjah Mada, Tidak Dipublikasikan.
- Ratnawati, Kusuma, 2001, *Analisis Perbedaan Struktur Modal dan faktor Intern, Faktor ekstern, Perusahaan Industri PMA dan PMDN di BEJ*, Disertasi: Program Pasca Sarjana Universitas Airlangga Surabaya.
- Rumelt, Ricahard, 1974, *Strategy, Structure and Economic Performance*, Boston Mass: Graduate School of Business Administration," Harvard University.
- Sartono, A., 2001, "Long Term Financing Decisiona : Views and Practices of Financials Management of Listed Publics Firm in Indonesia", *Gadajah Mada International Journal Business*, 3, pp. 35-40.
- Sudarma, Made, 2003, *Pengaruh Struktur Kepemilikan saham, Faktor Intern, Faktor Ekstern terhadap Struktur Modal dan Nilai Perusahaan*, Disertasi program Pasca sarjana Universitas Brawijaya Malang.
- Sujoko, 1999, *Analisis kandungan Informasi Dividen, pengaruhnya terhadap return saham*, thesis Program pasca sarjana universitasgadjahmada Yogyakarta.
- Sulastri, 2003, *Diversifikasi atau Fokus, Dampaknya Terhadap Kinerja Perusahaan*, Disertasi Program Pasca Sarjana Universitas Diponegoro Semarang, Tidak Dipublikasikan.
- Theobald, M., 1978, "Intertemporal Devidends Models, An Empirical Analysis Using recent UK data", *Journal Of Business Fimmance and Accounting* , 5, pp. 123- 132.
- Undang-undang No. 8 tahun 1995 Tentang Pasar Modal.
- Walsh dan Seward, 1990, "On the efficiency of internal and external corporate control mechanism", *Academy of management Review* 15, pp. 421-458.
- Wibowo, Erkaningrum, 2002, "Analisis hubungan Dividen, Financial Leverage dan Investasi Dalam Pengujian Hipotesis Pecking Order", *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*, 16, pp. 33- 54.