

**ANALISIS DESKRIPTIF IMPLIKASI KEPEMILIKAN SAHAM DAN  
KEPUTUSAN KEUANGAN PERUSAHAAN**

Salmah Said

Jurusan Akuntansi, UIN Alauddin Makassar, Jl. St. Alauddin No. 36, Gowa  
ajiesaid@gmail.com**ABSTRACT**

*Financial decisions such as financing, investment and dividend policies are employed by management in order to fulfill the main objective of the company, i.e. to maximize the value of the company, which at the end, will maximize the wealth of the stockholders. However, manager often doesn't act in line with the interest of the stockholders, which causes conflict of interest between the manager as agent and the stockholders as principal.*

*Generally, the ownership structure of the company's shares is totally owned by the shareholders. However, as agency theory claims that managers have opportunities to increase their wealth that will, in turn, decrease the wealth of the shareholders. One effort of the principal to ensure that the manager fulfills the objective of the company is to offer certain proportion of stock ownership of the company to manager. In other words, manager is one of the owners of the company. By doing so, the manager, as part of the owner of the company, will run the company to maximize the wealth of the shareholders.*

**Keywords:** *Financial Decisions, Share Ownership Structure, Wealth of the Shareholders*

**I. PENDAHULUAN**

Secara umum, tujuan perusahaan dalam jangka panjang adalah memaksimalkan nilai perusahaan yang dapat ditempuh melalui implementasi keputusan keuangan yang terdiri dari keputusan pendanaan, keputusan investasi dan kebijakan dividen. Menurut Jensen (2001)<sup>1</sup>, nilai perusahaan yang harus dicapai terdiri dari nilai ekuitas, hutang, *warrant* maupun saham preferen. Proses tersebut akan memunculkan berbagai perbedaan kepentingan antara manajer (*agent*) dan pemegang saham (*principal*) menimbulkan konflik keagenan (*agency conflict*). Kondisi ini timbul akibat pemisahan tugas antara manajer dan pemegang saham,<sup>2</sup> yaitu manajer bertindak sebagai pelaksana operasional perusahaan. Hal ini selanjutnya akan memengaruhi tindakan manajer:

<sup>1</sup> Lihat dalam Rawi dan Munawar Muslich, "Kepemilikan Manajemen, Kepemilikan Institusi, Leverage dan Corporate Social Responsibility", *Simposium Nasional Akuntansi 13 Purwokerto 2010*.

<sup>2</sup> Arthur J. Keown, et al, *Manajemen Keuangan: Prinsip dan Penerapan*, Edisi Bahasa Indonesia, (Edisi Kesepuluh, Jilid 1, Jakarta: Penerbit Indeks, 2008), h. 18

memenuhi kepentingan pribadinya semata atau untuk memaksimalkan kekayaan pemegang saham. Jadi, karakteristik umum pada suatu struktur kepemilikan perusahaan dapat memengaruhi pencapaian tujuan dan akan memengaruhi keputusan keuangan perusahaan (pendanaan, investasi dan dividen).

Suatu keputusan pendanaan (keputusan struktur modal) yang diambil oleh manajer harus dipertimbangkan secara teliti karena memiliki konsekuensi finansial yang berbeda. Sumber dana perusahaan adalah semua perkiraan yang terdapat pada sisi pasiva neraca, mulai dari hutang dagang hingga laba ditahan. Menurut Riyanto<sup>3</sup>, ditinjau dari asalnya sumber dana adalah dari internal (laba ditahan) dan eksternal (dari para kreditur) perusahaan, yang merupakan metode *debt financing*. Sedangkan dana dari pemilik akan menjadi modal sendiri perusahaan tersebut (*equity financing*). Keputusan struktur modal adalah salah satu keputusan penting dalam kaitannya dengan kelangsungan operasi perusahaan. Manajer harus mampu menghimpun dana (dari dalam dan luar perusahaan) dengan meminimalkan biaya modal yang harus ditanggung perusahaan, yang merupakan konsekuensi langsung dari keputusan tersebut. Ketika manajer menggunakan hutang, biaya modalnya adalah sebesar biaya bunga yang dihabiskan oleh kreditur. Sedangkan jika manajer menggunakan dana internal, akan timbul *opportunity cost* dari dana sendiri yang digunakan. Keputusan pendanaan yang tidak cermat akan menimbulkan biaya tetap yaitu biaya modal yang tinggi, yang dapat mengakibatkan rendahnya profitabilitas perusahaan.<sup>4</sup>

Pembahasan artikel ini dibagi dalam lima bagian: pendahuluan, tinjauan teoritis, metode penelitian, pembahasan, serta penutup yang berisi simpulan dan saran.

## II. TINJAUAN TEORITIS

Kepemilikan saham perusahaan dapat dikelompokkan menjadi: kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional. Kepemilikan manajerial adalah proporsi saham yang dimiliki oleh manajer perusahaan, sehingga mengukuhkan manajer sebagai

<sup>3</sup> Bambang Riyanto, *Manajemen Keuangan*, (Yogyakarta: BPFE-Yogyakarta, 2001), h. 214.

<sup>4</sup> Jatmiko Wibowo dan Indri Erkaningrum, "Studi Keterkaitan antara Dividend Payout Ratio, Financial Leverage dan Investasi dalam Pengujian Hipotesis Pecking Order". Simposium Nasional Keuangan: In Memoriam Prof. Dr. Bambang Riyanto, Dies Natalis ke - 47 Fakultas Ekonomi UGM, Yogyakarta, 2002, h. 57- 87.

pemilik perusahaan.<sup>5</sup> Mathiesen mengemukakan bahwa kepemilikan manajemen adalah prosentase suara yang menunjukkan kepemilikan manajer dan direksi suatu perusahaan yang terkait dengan saham dan *option*.<sup>6</sup> Sedangkan, kepemilikan institusional merupakan proporsi kepemilikan saham oleh institusi, yaitu institusi pendiri perusahaan, bukan institusi pemegang saham publik yang diukur dengan prosentase jumlah saham yang dimiliki oleh investor institusi intern.<sup>7</sup> Sedangkan kepemilikan institusional adalah proporsi saham yang dimiliki oleh institusi pendiri perusahaan dan institusi investor. Institusi investor ini dikenal dengan investor yang canggih, karena lebih dapat menggunakan informasi periode saat ini untuk memprediksi laba di masa depan dibanding investor non-institusional.<sup>8</sup> Struktur kepemilikan (*stakeholder theory*) adalah proporsi kepemilikan institusional dan manajemen dalam kepemilikan saham perusahaan. Pihak – pihak ini dapat memengaruhi dan dipengaruhi oleh kegiatan perusahaan. Dengan kata lain, kontinuitas hidup perusahaan dipengaruhi oleh dukungan para *stakeholders*.<sup>9</sup>

Kebijakan pendanaan/kebijakan struktur modal sering menimbulkan konflik terutama dengan para pemegang saham. Konflik keagenan terjadi karena adanya pemisahan kepemilikan dan pengendalian,<sup>10</sup> yang muncul karena adanya perbedaan kepentingan antara manajemen dengan pemilik perusahaan (pemegang saham). Hal ini digambarkan oleh *agency theory*. Perbedaan kepentingan tersebut antara lain terletak pada maksimalisasi utilitas *principal* (pemilik) dengan manfaat dan insentif yang

<sup>5</sup> Wahyu Widarjo, dkk. "Pengaruh Ownership Retention, Investasi dari Proceeds, dan Reputasi Auditor terhadap Nilai Perusahaan, dengan Kepemilikan Manajerial dan Institutional sebagai Variabel Pemoderasi", Simposium Nasional Akuntansi 13 Purwokerto, 2010. Lihat pula Yulius Yogi Christiawan, dan Joshua Tarigan, "Kepemilikan Manajerial: Kebijakan Hutang, Kinerja, dan Nilai Perusahaan", *Jurnal Akuntansi dan Keuangan* Vol. 9 No. 1, 1 – 8, Mei 2007.

<sup>6</sup> Mathiesen, H. 2004. *Empirical Studies on Ownership Structure and Performance*, <http://www.encycogov.com>, 2004, diakses tanggal 1 Desember 2011.

<sup>7</sup> Made Sudarma, 2003. "Pengaruh Struktur Kepemilikan Saham, Faktor Intern, dan Faktor Ekstern terhadap Struktur Modal dan Nilai Perusahaan", *Disertasi Program Pascasarjana Universitas Brawijaya Malang*. Lihat pula Friend, I dan Hasbrouk, "Determinants of Capital Structure", *Journal Research in Finance*, 7, pp. 1 – 19, 1988.

<sup>8</sup> Wulandari dan Ratu Ayu, "Pengaruh Sistem Hukum terhadap Manajemen Laba dengan Kepemilikan Institusional sebagai Variabel Pemoderasi: Studi Perbandingan Inggris dan Perancis", *Simposium Nasional Akuntansi 13 Purwokerto*, 2010.

<sup>9</sup> Lihat Gray et al (1994) dalam Imam Ghozali dan Anis Chariri, *Teori Akuntansi*, (Semarang: Penerbit: Universitas Diponegoro, 2007), h. 409.

<sup>10</sup> M.C. Jensen dan W.H. Meckling, "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, No. 4, 1976.

diterima oleh *agent* (manajemen). Hal ini menimbulkan masalah keagenan jika manajer memiliki tujuan yang berbeda dengan pemegang saham.<sup>11</sup> Untuk mengatasi konflik tersebut dapat dilakukan melalui empat mekanisme antara lain meningkatkan kepemilikan manajemen di dalam perusahaan (*insider shareholders*) sehingga manajemen merasa ikut memiliki dan merasakan langsung dari hasil keputusan yang diambil. Manajer (*agent*) akan termotivasi untuk meningkatkan kinerja dan juga akan sangat hati-hati melakukan berbagai kecurangan dalam pelaporan keuangan. Mekanisme kedua, meningkatkan *dividend payout ratio (DPR)*. Ketiga, meningkatkan pendanaan dengan hutang; serta keempat menguatkan kepemilikan *institutional investor*.

Perilaku manajer memanfaatkan sumber-sumber pendanaan untuk membiayai investasi merupakan isu penting secara praktik dan teori. Secara praktik, penentuan sumber pendanaan untuk membiayai investasi melibatkan kepentingan pemilik, kreditor, investor potensial dan manajer perusahaan. Hubungan keputusan pendanaan dengan keputusan investasi, secara teori, masih menjadi perdebatan dalam literatur keuangan. Terdapat dua isu terkait dengan hal ini: (1). apakah terdapat saling keterkaitan antara keputusan investasi dan *leverage*; (2). perbedaan prediksi mengenai arah dan bentuk hubungan keputusan pendanaan (dalam memilih modal internal dan eksternal) dan keputusan investasi yang terkait pula dengan tingkat *leverage*.

Isu perdebatan teori tersebut mulai berkembang setelah Modigliani dan Miller (MM)<sup>12</sup> mengajukan proposisi bahwa struktur modal tidak relevan dengan nilai perusahaan. Studi pada periode awal lebih menekankan pada isu tentang proposisi (1). *leverage* tidak relevan dengan nilai perusahaan, serta proposisi (2). *leverage* tidak relevan dengan *expected rate of return*. Studi pada periode sekarang mengarah pada perdebatan proposisi 3 dalam studi MM: keputusan investasi tidak ditentukan oleh pemilihan bentuk-bentuk sekuritas untuk membiayai investasi. Dua teori yang memperdebatkan isu proposisi 3 bermula dari studi Myers<sup>13</sup> tentang urutan urutan pembentukan modal (*pecking order*) dan studi Jensen mengenai persoalan keagenan

<sup>11</sup> Eugene F. Brigham dan Joel F. Houston, *Manajemen Keuangan*, Buku 2 Edisi Bahasa Indonesia (Edisi Kesepuluh, Jakarta: Penerbit Salemba Empat, 2006), h. 40.

<sup>12</sup> F. Modigliani dan M. Miller, The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment, *American Economic Review*, 261 – 297, 1958.

<sup>13</sup> S.C. Myers, Capital Structure Puzzle, *Journal of Finance*, 39 (3), July, pp. 575 – 592, 1984.

tentang aliran kas bebas (*free cash flow*). Kedua teori mengangkat isu yang sama bahwa manajer lebih menyukai menggunakan modal internal untuk membiayai investasi, tetapi kedua teori memiliki penjelasan yang berlawanan.

Manajer sangat mempertimbangkan sumber-sumber pendanaan utamanya yang berasal dari eksternal dalam keputusan pendanaan perusahaan. Penggunaan dana berasal dari luar akan menimbulkan biaya modal (dari tingkat bunga kredit). Apabila digunakan dana eksternal maka urutan pendanaan: laba ditahan, hutang, dan terakhir penerbitan ekuitas baru.<sup>14</sup> Jika pendanaan atas dasar *Pecking Order Theory*, perusahaan cenderung memilih pendanaan internal daripada eksternal.

### III. METODE PENELITIAN

Analisis deskriptif digunakan untuk mengkaji teori tentang kepemilikan saham (kepemilikan manajerial dan institusional). Selain itu juga dikaji tentang keputusan keuangan (investasi, pendanaan, dan kebijakan dividen). Terakhir, kajian ini juga membahas keterkaitan antara kepemilikan saham perusahaan dengan keputusan keuangan perusahaan.

### IV. PEMBAHASAN

Komposisi kepemilikan saham memiliki pengaruh yang amat penting pada sistem kendali 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.<sup>15</sup>

Kepemilikan manajerial muncul sebagai salah satu konsekuensi dari keputusan pemilik perusahaan (pemegang saham) menyerahkan pengelolaan perusahaan kepada pihak lain (manajemen). Kondisi ini menimbulkan konflik kepentingan antara pemegang saham dan manajer perusahaan, inti pembahasan dalam teori keagenan

<sup>14</sup> *Ibid.*

<sup>15</sup> Crutchley, Claire E. Martin dan R.H. Jensen, John S. Jahera, Jr., Jennie E. Raymond, "Agency Problem and the Simultaneity of Financial Decision Making: The Role of Institutional Ownership", *International Review of Financial Analysis*, 2, pp. 177 - 197, 1999. Crutchley et al, 1999.

(*agency theory*). Salah satu upaya untuk memastikan manajemen bertindak sesuai kepentingan pemilik adalah pemberian proporsi dalam kepemilikan saham perusahaan, yang menjadi *agency cost* bagi pemegang saham. Namun, penelitian Sujoko & Ugy Soebiantoro<sup>16</sup> menunjukkan hasil yang bertolak belakang dengan *Agency Theory Jensen dan Meckling* (1976) tersebut. Penelitian ini menunjukkan bahwa masalah kecagnaan perusahaan di Indonesia adalah perbedaan kepentingan antara pemilik minoritas dan mayoritas, bukan antara manajemen dan pemilik perusahaan. Namun, penelitian ini mendukung *Pecking Order Theory Myers* (1984) tentang keputusan pendanaan, dan *Trade-off model* dan *Signaling Theory Bhattacharya* (1979) mengenai kebijakan dividen.

Terkait dengan kebijakan pendanaan, Kim dan Sorenson mengemukakan tentang *demand* dan *supply hypothesis*.<sup>17</sup> *Demand hypothesis* menjelaskan bahwa perusahaan yang dikuasai oleh *insider* menggunakan hutang dalam jumlah besar untuk mendanai perusahaan, karena *insider* ingin mempertahankan efektifitas kontrol terhadap perusahaan dengan kepemilikan yang besar. Sedangkan *Supply hypothesis* menjelaskan bahwa perusahaan yang dikontrol oleh *insider* memiliki *debt agency cost* yang kecil sehingga meningkatkan penggunaan hutang. Hutang mengurangi kebutuhan ekuitas eksternal dan meningkatkan proporsi kepemilikan manajerial. Namun, di lain pihak, hutang yang berlebihan akan meningkatkan *bankruptcy cost* yang mengurangi minat manajer untuk menambah kepemilikan.<sup>18</sup>

Kepemilikan manajerial yang tinggi menyebabkan dividen yang dibayarkan pada pemegang saham rendah.<sup>19</sup> Penetapan dividen rendah disebabkan manajer memiliki harapan investasi di masa yang akan datang yang dibiayai dari sumber internal. Sebaliknya jika pemegang saham lebih menyukai dividen yang tinggi, akan menimbulkan perbedaan kepentingan, sehingga diperlukan peningkatan dividen. Crutchley *et al* menyatakan bahwa pengaruh kepemilikan institusional terhadap dividen

<sup>16</sup> Sujoko, dan Ugy Subiantoro "Pengaruh Struktur Kepemilikan Saham, Leverage, Faktor Internal, dan Faktor Eksternal terhadap Nilai Perusahaan (Studi Empirik pada Perusahaan Manufaktur dan Non-Manufaktur di Bursa Efek Indonesia)", *Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan*, Vol. 9, No. 1, 41-48, 2007.

<sup>17</sup> W. Kim, dan 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, 1986.

<sup>18</sup> I. Friend, dan L.H.P. Lang, "An empirical Test of the Impact of Managerial Self-Interest on Corporate Capital Structure", *the Journal of Finance*, 43, pp. 271 -282, 1988.

<sup>19</sup> Rozeff, Michael S, "Growth, Beta, and Agency Cost as Determinants of Dividend Payout Ratios", *Journal of Finance Research*, 5, p. 249, 1982.

adalah negatif.<sup>20</sup> Semakin tinggi kepemilikan institusional maka semakin kuat kontrol eksternal terhadap perusahaan dan mengurangi biaya keagenan, sehingga perusahaan akan cenderung untuk menggunakan dividen yang rendah.

Investasi adalah kegiatan menempatkan dana pada satu atau lebih asset selama periode tertentu untuk memperoleh penghasilan dan peningkatan nilai investasi.<sup>21</sup> Keputusan investasi ini mengandung ketidakpastian, karena ada unsur risiko bagi investor. Pengetahuan tentang risiko adalah suatu hal penting, yaitu setidaknya harus mempertimbangkan dua hal, yaitu *expected return* dan risiko dari alternatif investasi. Umumnya risiko selalu terdapat pada setiap alternatif investasi: (a). *real assets* (tanah, bangunan, mesin, emas), (b). *financial assets* (saham dan obligasi), tetapi besar kecilnya risiko tergantung jenis investasinya.

Dari uraian di atas, jadi investasi adalah kegiatan penanaman sejumlah dana tertentu saat ini untuk memberikan *return* di masa mendatang. Namun, investasi ini mempunyai risiko lebih besar daripada alternatif lain (obligasi, deposito dan tabungan). Hal ini disebabkan *expected return*-nya memiliki unsur ketidakpastian (*uncertainty*) di masa datang. Risiko investasi saham tercermin pada variabilitas *return* (*individual return* dan *market return*) di pasar modal. Risiko investasi diukur dengan varians/*standard deviation return* tersebut.<sup>22</sup>

### 1. Tujuan Investasi

Salah satu tujuan investasi adalah memperoleh hasil yang memadai. Hasil yang diperoleh dalam satu periode tertentu merupakan ukuran tingkat pertumbuhan investasinya. Menurut Ross, tujuan investasi adalah memaksimalkan nilai investasi tersebut.<sup>23</sup> Hal ini tidak dapat diabaikan karena investasi modal adalah aspek utama kebijakan manajemen keuangan yang dalam realisasinya harus menghasilkan

<sup>20</sup>Crutchley *et al.*, *op.cit.*, 1999.

<sup>21</sup> Farid Harianto dan Siswanto, *Perangkat dan Teknik Analisis Investasi di Pasar Modal Indonesia* (Jakarta : PT. Bursa Efek Jakarta, 1998), h. 2. Menurut Harianto dan Siswanto (1998: 2

<sup>22</sup> Francis, Jack Clark., *Investment: Analysis and Management*, (Bakersville USA McGraw-Hill, Inc., 1991), h. 18.

<sup>23</sup> Stephen A. Ross, *et.al.*, *Corporate Finance*, (3<sup>rd</sup> Edition, Boston USA: Richard D. Irwin, Inc., 1993), h. 4.

keuntungan di masa datang.<sup>24</sup> Hal ini didukung oleh Francis yang menyatakan bahwa tujuan investor dan manajer investasi adalah memaksimalkan tingkat pengembalian atau seimbang dengan nilai akhir investasi, yaitu *ending wealth* investor yang tercermin dalam harga saham perusahaan. Dengan demikian, tujuan investasi adalah untuk memaksimalkan hasil akhir/memaksimalkan nilai kekayaan di masa sekarang dan akan datang.<sup>25</sup>

## 2. Set Kesempatan Investasi (*Investment Opportunities Set*)

Pertumbuhan perusahaan yang berkelanjutan adalah tingkat dimana penjualan dapat tumbuh tergantung pada dukungan aset terhadap peningkatan penjualan.<sup>26</sup> Pertumbuhan perusahaan juga terkait dengan ketersediaan dana (berupa *current liabilities, debt, retained earnings and new sales*) terhadap pertumbuhan aset, dengan asumsi perusahaan mau dan mampu menyediakan *new debt* dan *new equity*. Asumsi ini untuk mengatasi keterbatasan finansial terhadap pertumbuhan perusahaan. Penelitian Jogiyanto menunjukkan pertumbuhan aset perusahaan adalah suatu harapan yang diinginkan pihak internal (manajemen) dan eksternal (investor dan kreditur). Pertumbuhan ini diharapkan memberikan kesempatan berinvestasi di perusahaan tersebut.<sup>27</sup> Bagi investor, perusahaan yang bertumbuh adalah suatu prospek menguntungkan, karena memberikan *return* tinggi. Penelitian Vogt menunjukkan perusahaan yang bertumbuh akan direspon positif oleh pasar.<sup>28</sup>

Implikasi teori IOS berkaitan dengan keputusan pendanaan terdiri dari keputusan pendanaan jangka pendek, menengah dan jangka panjang. Peneliti yang sudah menguji perspektif *efficiency contracting* hubungannya dengan potensi pertumbuhan perusahaan adalah Smith dan Watts.<sup>29</sup> Penelitian ini mengacu pada

<sup>24</sup> Harmono, *Manajemen Keuangan Berbasis Balance Scorecard: Pendekatan Teori, Kasus, dan Riset Bisnis*, (Cetakan Pertama, Jakarta: Bumi Aksara, 2009), h. 9.

<sup>25</sup> Francis, *op.cit.*, 1991.

<sup>26</sup> Alan Sharpe, *Modern Corporate Finance*, (3<sup>rd</sup> Edition, New York: MacMillan Publishing Company, 1991).

<sup>27</sup> Jogiyanto, "Confirmatory Factor Analysis: Gabungan Proksi Investment Opportunity Set dan Hubungannya terhadap Realisasi Pertumbuhan", *Simpodium Nasional Akuntansi V*, Ikatan Akuntan Indonesia, Kompartemen Akuntan Pendidik, Semarang, 2002.

<sup>28</sup> Vogt, "Cash Flow and Capital Spending: Evidence from Capital Expenditure Announcements", *Journal of Financial Management*, 1997.

<sup>29</sup> C. Smith, Jr. dan Watts R.L., "The Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend, and Compensation Policies", *the Journal of Financial Economics*, December, pp. 263 – 292, 1992.

masalah agensi yang berkaitan dengan keputusan pendanaan, dividen dan kompensasi. Menurut Smith dan Watts, peluang pertumbuhan perusahaan tersebut terlihat pada kesempatan investasi yang diproksikan dengan berbagai macam kombinasi nilai set kesempatan investasi (IOS = *Investment Opportunity Set*). *Investment Opportunity Set* adalah grafik proyek-proyek potensial yang didasarkan pada IRR (*Internal Rate of Return*) proyek-proyek tersebut.<sup>30</sup> Tri Ratnawati menyimpulkan bahwa sebelum krisis kesempatan investasi memengaruhi keputusan pendanaan secara langsung dan signifikan.<sup>31</sup> Smith dan Watts menemukan adanya bukti empiris bahwa perusahaan yang memiliki kesempatan tumbuh lebih besar mempunyai *debt to equity ratio* yang lebih rendah dalam struktur modalnya karena *equity financing* cenderung mengurangi masalah-masalah agensi yang potensial berasosiasi dengan eksistensi hutang yang berisiko dalam struktur modalnya.

Kebijakan dividen (*dividend policy*) berdampak penting bagi investor dan perusahaan pembayar dividen. Para investor bertujuan meningkatkan kesejahteraannya melalui *return* (dividen dan *capital gain*). Sedangkan perusahaan mengharapkan pertumbuhan secara kontinu dan sekaligus juga memberikan kesejahteraan yang lebih besar kepada investor. Hal ini menjadi unik karena kebijakan dividen sangat penting untuk memenuhi harapan para pemegang saham dan di satu sisi juga tidak harus menghambat pertumbuhan perusahaan. Menurut Sinuraya, *dividend policy* adalah terkait keputusan penentuan besarnya proporsi dari keuntungan harus dibayarkan kepada pemegang saham dan berapa banyak yang harus ditanam kembali dalam perusahaan.<sup>32</sup> Dividen membentuk arus uang yang semakin mengalir ke tangan

<sup>30</sup> Lukas S. Atmaja, *Teori dan Praktik Manajemen Keuangan*, (Edisi 1, Yogyakarta: Penerbit ANDI, 2008), h. 211. Lihat pula Agus R. Sartono, *Manajemen Keuangan: Teori dan Aplikasi*, (Edisi 4, Cetakan Pertama, Yogyakarta: BPFE-Yogyakarta, 2001), h. 218.

<sup>31</sup> Tri Ratnawati, "Pengaruh Langsung dan Tidak Langsung Faktor Eksternal, Kesempatan Investasi dan Pertumbuhan Aset terhadap Keputusan Pendanaan Perusahaan yang Terdaftar pada Bursa Efek Indonesia (Studi pada Industri Manufaktur Sebelum dan Saat Krisis)", *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*, Vol. 9, No. 2, 2007.

<sup>32</sup> Murthada Sinuraya, *Teori Manajemen Keuangan*, (Yogyakarta: BPFE-Yogyakarta, 1999), h. 69.

pemegang saham, karena kebijakan dividen oleh manajer perusahaan memberikan informasi, sehingga pengumuman dividen disebut sebagai *signalling device*.<sup>33</sup>

Penelitian tentang kepemilikan perusahaan kaitannya dengan keputusan keuangan telah banyak dilakukan di Indonesia. Salah satunya adalah penelitian Untung dan Pawestri terhadap perusahaan yang terdaftar di BEI.<sup>34</sup> Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa kepemilikan manajemen berpengaruh terhadap pengambilan keputusan investasi dan pendanaan, namun tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Penelitian ini juga membuktikan bahwa kepemilikan institusi memengaruhi keputusan pendanaan. Penelitian Awaluddin<sup>35</sup> tentang signifikansi pengaruh faktor eksternal, struktur kepemilikan, manajemen laba, keputusan investasi, keputusan pendanaan, dan kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan pada perusahaan manufaktur di Indonesia. Penelitian ini membuktikan adanya pengaruh signifikan struktur kepemilikan, manajemen laba, keputusan investasi, keputusan pendanaan, dan kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan.

## V. PENUTUP

Keputusan pemegang saham sebagai pemilik (*principal*) perusahaan untuk memberikan proporsi kepemilikan saham kepada manajer (*agent*) menimbulkan konflik kepentingan antara keduanya. Hal ini kemudian memengaruhi keputusan keuangan (keputusan investasi, keputusan pendanaan, dan kebijakan dividen) yang diambil oleh manajer perusahaan. Hal ini menjadi penting karena setiap keputusan manajer perusahaan dalam tiga hal tersebut secara signifikan akan memengaruhi kontinuitas operasional perusahaan. Adanya proporsi kepemilikan saham manajemen menjadi alat kontrol bagi manajemen untuk bertindak sesuai dengan kepentingan pemilik perusahaan. Oleh karenanya penentuan proporsi kepemilikan saham oleh manajemen

<sup>33</sup> Didit Herlianto, *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*, (Edisi Pertama, Yogyakarta: Widyadarmas Press UPN Veteran, 2008), h. 122; Lihat pula Mamduh H. Hanafi, *Manajemen Keuangan*, (Edisi 1, Cetakan Kedua, Yogyakarta: BPFE-Yogyakarta, 2008), h. 371.

<sup>34</sup> Walyudi Untung dan Hartini Prasetyaning Pawestri, "Implikasi Struktur Kepemilikan terhadap Nilai Perusahaan dengan Keputusan Keuangan sebagai Variabel Intervening". *Symposium Nasional Akuntansi 9*, Padang, 2006.

<sup>35</sup> Murtiadi Awaluddin, *Kajian Faktor Penentu Nilai Perusahaan untuk Perusahaan Manufaktur terdaftar di Bursa Efek Indonesia*. Disertasi Program Doktor Ilmu Ekonomi Program Pascasarjana Universitas Hasanuddin, 2009.

perusahaan perlu dipertimbangkan secara hati-hati sehingga *agency cost* dapat diminimalkan.

#### DAFTAR PUSTAKA

- Alnajjar dan A.R. Belkoui, "Empirical Validation of A General Model of Growth Opportunities", *Managerial Finance* 27, 3; *ABIJ INFORM Research*, 2001.
- Atmaja, Lukas S. *Teori dan Praktik Manajemen Keuangan*, Edisi 1, Penerbit ANDI, Yogyakarta. 2008.
- Awaluddin, Murtiadi. *Kajian Faktor Penentu Nilai Perusahaan untuk Perusahaan Manufaktur terdaftar di Bursa Efek Indonesia*. Disertasi Program Doktor Ilmu Ekonomi Program Pascasarjana Universitas Hasanuddin. 2009.
- Bhattacharya, S, "Imperfect Information, Dividend Policy and the Bird in the Hand", *Journal of Economics (Spring)*; pp. 259 – 270, 1979.
- Booth *et.al.* "The Association between Financing Decision and Investment Decision", *Jurnal Bisnis dan Ekonomi (Dian Ekonomi) Vol VII No. 2* September, pp. 151 – 164, 2001.
- Brigham, Eugene F. dan Joel F. Houston, *Manajemen Keuangan*, Buku 2, Edisi Kesepuluh, Edisi Bahasa Indonesia, Penerbit Salemba Empat, Jakarta, 2006.
- Brigham, Eugene F. dan Louis C. Gapenski, *Financial Management: Theory and Practice*, 7<sup>th</sup> Edition, the Dryden Press, New York, 1994.
- Christiawan, Yulius Yogi dan Joshua Tarigan. "Kepemilikan Manajerial: Kebijakan Hutang, Kinerja, dan Nilai Perusahaan", *Jurnal Akuntansi dan Keuangan* Vol. 9 No. 1, 1 – 8, Mei 2007.
- Cooper, R. Donald dan Emory C. Williams, *Metode Penelitian Bisnis*, Edisi Bahasa Indonesia, Penerbit Erlangga, Jakarta, 1997.
- Crutchley, Claire E. Martin dan R.H. Jensen, John S. Jahera, Jr., Jennie E. Raymond. "Agency Problem and the Simutaneity of Financial Decision Making: The Role of Institutional Ownership", *International Review of Financial Analysis*; 2, pp. 177 – 197, 1999.
- Damodaran, Aswath, *Corporate Finance: Theory and Practice*, John Wiley & Sons, Inc., New York, 1997.
- Francis, Jack Clark. *Investment: Analysis and Management*, McGraw-Hill, Inc., Bakersville USA, 1991.

- Friend, I dan L.H.P. Lang, "An empirical Test of the Impact of Managerial Self-Interest on Corporate Capital Structure", *the Journal of Finance*, 43, pp. 271 -282, 1988.
- Friend, I dan Hasbrouk, "Determinants of Capital Structure", *Journal Research in Finance*, 7, pp. 1 - 19, 1988.
- Gaver, J.J dan K.M. Gaver, "Additional Evidence on the Association Between the Investment Opportunity Set dan Corporate Financing, Dividend, and Compensation Policy", *Journal of Accounting and Economics*, 16, pp. 125 - 160, 1993.
- Ghozali, Imam dan Anis Chariri, *Teori Akuntansi*, Penerbit: Universitas Diponegoro, Semarang, 2007.
- Hanafi, Mamduh H. *Manajemen Keuangan*, Edisi 1, Cetakan Kedua, BPFE-Yogyakarta, Yogyakarta. 2008.
- Harianto, Farid dan Siswanto, *Perangkat dan Teknis Analisis Investasi di Pasar Modal Indonesia*. PT. Bursa Efek Jakarta, Jakarta. 1998.
- Harmono. *Manajemen Keuangan Berbasis Balance Scorecard: Pendekatan Teori, Kasus, dan Riset Bisnis*, Cetakan Pertama, Bumi Aksara, Jakarta. 2009.
- Herlianto, Didit. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*, Edisi Pertama, Wimaya Press UPN Veteran, Yogyakarta. 2008.
- Husnan, Suad. *Dasar - dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas*. Edisi Kedua, Penerbit UPP AMP YPKN, Yogyakarta. 1996.
- Husnan, Suad. *Manajemen Keuangan: Teori dan Penerapan (Keputusan Jangka Panjang)*. Buku 1, Edisi 4, Cetakan Keempat, Yogyakarta: BPFE-Yogyakarta. 2000.
- Jensen, M.C, dan W.H. Meckling, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure*, *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, No. 4, 1976.
- Jogiyanto. *Confirmatory Factor Analysis: Gabungan Proksi Investment Opportunity Set dan Hubungannya terhadap Realisasi Pertumbuhan*, *Simposium Nasional Akuntansi V*, Ikatan Akuntan Indonesia, Kompartemen Akuntan Pendidik, Semarang. 2002.
- Jogiyanto. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*, Edisi Ketiga, Penerbit BPFE - Yogyakarta. Yogyakarta. 2003.
- Kaaro. Investment Decision and Dividend Policy as Determinant of Financing Decision: A New Empirical Evidence, *Jurnal Riset Akuntansi, Manajemen dan Ekonomi*, Vol. 2 No. 1, Februari, pp. 41 - 55. 2002.

- Kallapur, Sanjay dan Mark A. Trombley. "The Association Between Investment Opportunity Set Proxies and Realized Broth", *Journal of Business and Accounting*, 26, April/May, pp. 505 – 519. 1999.
- Keown, Arthur J, et.al. *Manajemen Keuangan: Prinsip dan Penerapan*, Edisi Kescapuluh, Jilid 1, Edisi Bahasa Indonesia, Penerbit Indeks. Jakarta. 2008.
- Kim, W. dan Sorenson E. "Evidence on the Impact of The Agency Cost of Debt on Corporate Debt Policy", *Journal of Finance and Quantitative Analysis*, 21, pp. 131 – 144. 1986.
- Martati, Indah. *Studi Investment Opportunity Set Perusahaan Manufaktur yang Listing di Bursa Efek Indonesia*. Disertasi Program Doktor Ilmu Ekonomi Program Pascasarjana Universitas Hasanuddin. 2010.
- Mathiesen, H. *Empirical Studies on Ownership Structure and Performance*, 2004. <http://www.encycogoy.com> diakses tanggal 1 Desember 2011.
- Modigliani, F. dan M.Miller. "The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment", *American Enconomic Review*, 261 – 297. 1958.
- Myers, S.C. *Capital Structure Puzzle*, *Journal of Finance*, 39(3), July, pp. 575 – 592. 1984.
- Ratnawati, Tri. Pengaruh Langsung dan Tidak Langsung Faktor Eksternal, Kesempatan Investasi dan Pertumbuhan Aset terhadap Keputusan Pendanaan Perusahaan yang Terdaftar pada Bursa Efek Indonesia (Studi pada Industri Manufaktur Sebelum dan Saat Krisis), *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*, Vol. 9, No. 2. 2007.
- Rawi dan Munawar Muslich. Kepemilikan Manajemen, Kepemilikan Institusi, Leverage dan Corporate Social Responsibility, *Simposium Nasional Akuntansi 13 Purwokerto* 2010.
- Riyanto, Bambang. *Manajemen Keuangan*, BPFY-Yogyakarta. Yogyakarta. 2001.
- Ross, Stephen A., et.al. *Corporate Finance*, 3<sup>rd</sup> Edition, Richard D. Irwin, Inc. Boston USA. 1993.
- Rozeff, Michael S. "Growth, Beta, and Agency Cost as Determinants of Dividend Payout Ratios", *Journal of Finance Research*, 5, p. 249. 1982.
- Sartono, Agus R. *Manajemen Keuangan: Teori dan Aplikasi*, Edisi 4, Cetakan Pertama, BPFY-Yogyakarta, Yogyakarta. 2001.
- Sharpe, Alan. *Modern Corporate Finance*, 3<sup>rd</sup> Edition, MacMillan Publishing Company, New York. 1991.
- Simuraya, Murthada, *Teori Manajemen Keuangan*. BPFY-Yogyakarta, Yogyakarta, 1999.

- Smith, Jr. C dan Watts R.L. "The Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend, and Compensation Policies", *the Journal of Financial Economics*, December, pp. 263 – 292. 1992.
- Sudarma, Made, "Pengaruh Struktur Kepemilikan Saham, Faktor Intern, dan Faktor Ekstern terhadap Struktur Modal dan Nilai Perusahaan", *Disertasi Program Pascasarjana Universitas Brawijaya Malang*, 2003.
- Sujoko, dan Ugy Subiantoro, "Pengaruh Struktur Kepemilikan Saham, Leverage, Faktor Internal, dan Faktor Eksternal terhadap Nilai Perusahaan (Studi Empirik pada Perusahaan Manufaktur dan Non-Manufaktur di Bursa Efek Indonesia)", *Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan*, Vol. 9, No. 1, 41 – 48, 2007.
- Sunariyah, *Pengantar Pengetahuan Pasar Modal*. Cetakan Pertama, UPP AMP YPKN, Yogyakarta, 1997.
- Titman, S dan Wessels, "The Determinants of Capital Structure Choice", *the Journal of Finance*, Vol XLIII No. 1, March, pp. 3 – 19, 1988.
- Untung, Wahyudi, dan Hartini Prasetyaning Pawestri, "Implikasi Struktur Kepemilikan terhadap Nilai Perusahaan dengan Keputusan Keuangan sebagai Variabel Intervening". *Simposium Nasional Akuntansi 9*, Padang, 2006.
- Vogt. "Cash Flów and Capital Spending: Evidence from Capital Expenditure Announcements", *Journal of Financial Management*, 1997.
- Wibowo, Jatmiko dan Indri Erkaningrum. "Studi Keterkaitan antara Dividend Payout Ratio, Financial Leverage dan Investasi dalam Pengujian Hipotesis Pecking Order". *Simposium Nasional Keuangan: In Memoriam Prof. Dr. Bambang Riyanto*, Dies Natalis ke – 47 Fakultas Ekonomi UGM, Yogyakarta, 57 – 87, 2002.
- Widarjo, Wahyu dkk. "Pengaruh Ownership Retention, Investasi dari Proceeds, dan Reputasi Auditor terhadap Nilai Perusahaan, dengan Kepemilikan Manajerial dan Institutional sebagai Variabel Pemoderasi", *Simposium Nasional Akuntansi 13 Purwokerto*, 2010.
- Wulandari dan Ratu Ayu, "Pengaruh Sistem Hukum terhadap Manajemen Laba dengan Kepemilikan Institutional sebagai Variabel Pemoderasi: Studi Perbandingan Inggris dan Perancis", *Simposium Nasional Akuntansi 13 Purwokerto*, 2010.