

Interdependensi Antara Kepemilikan Manajerial, Dividen, Investasi, dan Nilai Perusahaan

Petrus Moningga*

Fakultas Ekonomi Universitas Klabat

This research uses simultaneous regression in order to examine interdependent correlation between structure of ownership, financial decision, and firm value, by using four endogenous variables namely managerial ownership, dividend policy, investment decision, and firm value. This research tries to explain how is the interconnection of the policies on the companies categorized as LQ-45 in Indonesia. This research uses four regression models, by employing managerial ownership and dividend policy as a mechanism to suppress conflict of interests between managers and principals with regard to the company's objective to increase the value of the company. Jensen and Meckling (1976) state that agency problem arises due to the separation between ownership and control. Population of this research is companies listed in the Indonesian Stock Exchange (BEI) within the category of LQ-45, with the use of purposive sampling method. There are 23 companies, using data pooling and two stage least square (2SLS) in the data analysis. Findings of this research in a whole shows that there is an interdependent relationship between managerial ownership, dividend policy, investment decision, and firm value. The result of this research also finds the substitutive relationship among managerial ownership and dividend policy in suppressing agency conflicts.

Key words: agency theory, managerial ownership, dividend policy, investment decision, and firm value

LATAR BELAKANG

Tujuan utama setiap perusahaan adalah berusaha untuk meningkatkan kemakmuran pemegang saham atau pemilik yang bisa terlihat dari adanya peningkatan nilai perusahaan. Tetapi tujuan utama ini kadang sulit untuk dicapai karena adanya konflik kepentingan baik antara pihak pemilik dengan para manajer (*agency problem*) maupun antara *debtholder* dan *stockholder*. Konflik kepentingan antara pemilik dan manajer itu terjadi karena adanya ketidaksesuaian tujuan antara pemilik dan manajer. Sedangkan konflik antara *debtholder* dan *stockholder* terjadi karena pihak manajemen memilih proyek yang lebih berisiko diluar perkiraan kreditur.

Pihak pemegang saham, *debtholders* dan manajemen merupakan *stakeholder* yang mempunyai peranan yang sangat penting terhadap kesuksesan perusahaan dan mempunyai kepentingan yang berbeda terhadap perusahaan. Secara umum pihak-pihak tersebut masing-masing ingin meningkatkan kesejahteraan mereka, sehingga dibutuhkan suatu mekanisme untuk mendorong manajemen membuat keputusan meningkatkan kesejahteraan pemegang saham sekaligus meminimalkan kos agensi.

Jensen dan Meckling (1976) menyatakan bahwa penyebab terjadinya konflik agensi adalah karena adanya pemisahan kepemilikan dan kendali (*ownership dan control*). Lebih lanjut Jensen dan Meckling, menyatakan bahwa perusahaan merupakan seperangkat kontrak kerjasama dengan beberapa pihak yang saling bersaing dalam memaksimalkan kemakmuran, persaingan yang terjadi di dalam perusahaan mengakibatkan adanya kelompok yang dirugikan dan menjadi pemicu konflik keagenan.

*alamat korespondensi

Terdapat beberapa mekanisme yang bisa digunakan terkait dengan teori keagenan yang bisa menekan biaya keagenan seperti meningkatkan kepemilikan manajerial, penggunaan utang, memperhitungkan tingkat resiko serta melakukan pembayaran dividen (Crutchley dan Hansen, 1989; Jensen, Solberg dan Zorn, 1992; dan Chen dan Steiner, 1999). Menurut Morck et al. (1988) dalam Kim et al. (2007), pendekatan dengan memberikan kepada manajemen kepemilikan saham bisa berhasil, tetapi bukan berarti tidak punya kelemahan. Jika saat ini manajemen mempunyai kepemilikan saham perusahaan dalam jumlah yang sedikit, maka hal ini akan mendorong manajemen untuk berusaha meningkatkan kesejahteraan pemegang saham dan pada posisi ini maka tujuan dari manajemen pemegang saham menjadi sangat dekat atau dengan kata lain kepentingan mereka menjadi sama. Tetapi apabila proporsi kepemilikan saham dari manajemen meningkat, maka manajer terlindungi dari tindakan disiplin yang disediakan oleh manajerial *labor market* terhadap tindakan atau keputusan mereka yang kurang tepat, dan keputusan mereka yang tidak efisien karena mereka telah menjadi pemegang saham yang cukup besar.

Rozeff (1982) memberikan argumentasi yang terkait dengan kebijakan dividen perusahaan. Pembagian dividen dalam bentuk kas sering diikuti dengan adanya penjualan saham yang baru untuk membiayai investasi yang ada saat ini dan yang akan datang, maka baik pihak individu maupun perusahaan yang membeli saham baru mempunyai insentif atau terdorong untuk memonitor tindakan dari manajer dalam menjalankan perusahaan. Hal ini merupakan tindakan untuk mengurangi kos agensi yang sama dengan penggunaan utang.

Iturriaga dan Sanz (2000) menyatakan bahwa

peran struktur kepemilikan bisa dijelaskan dari dua sudut pandang, yang pertama berdasarkan pendekatan keagenan (*agency approach*) dan yang kedua berdasarkan informasi asimetri (*asymmetric information*). Menurut pendekatan keagenan, struktur kepemilikan adalah merupakan suatu alat bagi perusahaan untuk mengurangi konflik kepentingan diantara pemegang klaim utama (*claimholder*) perusahaan. Sedangkan berdasarkan pendekatan informasi asimetri, struktur kepemilikan adalah merupakan satu cara untuk mengurangi informasi yang tidak seimbang antara pihak *insider* dan *outsider* melalui pengungkapan informasi di pasar modal (Leland dan Pyle, 1977; Berstrom dan Rydqvist, 1990).

Dhrymes dan Kurz (1967) dalam McDonald (1975), dalam penelitian mereka dengan menggunakan data perusahaan di Amerika tahun 1951-1960 dengan menggunakan *single equation* dan *simultaneous equation models*, mereka melaporkan bahwa terdapat interdependensi yang substansial antara investasi dan keputusan dividen.

Iturriaga dan Sanz (2000) menyatakan bahwa nilai perusahaan merupakan hal yang sangat penting, dan mendapat perhatian yang besar dari teori keuangan modern, memaksimalkan nilai pasar perusahaan telah menjadi tujuan yang baru dari kumpulan keputusan keuangan perusahaan. Lebih lanjut Iturriaga dan Sanz (2000) menyatakan bahwa nilai pasar perusahaan (*firm market value*) tidak hanya merupakan hasil dari investasi proyek-proyek perusahaan tetapi juga bergantung pada beberapa isu korporat yang lain seperti struktur keuangan atau kebijakan dividen.

Damayanti (2004) melakukan analisis hubungan simultanitas antara utang, dividen, kepemilikan manajerial, dan kepemilikan institusional terhadap 104 perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEJ dengan menggunakan data tahun 1991-2002, mendapati bahwa terjadi hubungan saling mensubstitusi antara kebijakan utang dan dividen, dan antara kepemilikan institusional dan manajerial, dan terjadi hubungan kausal positif antara kepemilikan institusional dan dividen. Ismiyanti dan Hanafi (2004) yang melakukan analisis hubungan simultanitas antara struktur kepemilikan, resiko dan kebijakan keuangan terhadap 136 perusahaan manufaktur di BEJ pada tahun 1998-2001 dengan menggunakan metode 3 SLS, hasil penelitiannya menunjukkan bahwa terjadi hubungan saling mensubstitusi antara kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional, dan antara utang dan dividen. Kartinah (2006) dalam penelitiannya simultanitas antara kepemilikan insider, kebijakan utang, kebijakan dividen, dan kepemilikan institusional, serta efek bisnis keluarga dalam masalah agensi, menyatakan bahwa terdapat hubungan saling mensubstitusi antara kebijakan utang dan kebijakan dividen.

Jensen dan Meckling (1976) dan Stulz (1988) menunjukkan bahwa struktur kepemilikan mempengaruhi *corporate value*, Jensen dan Meckling (1976) memberikan argumentasi bahwa struktur kepemilikan mempengaruhi *corporate value* dengan mempengaruhi investasi. Mougoue dan Mukherjee (1994) menyatakan indikasi *causality* antara perubahan

pada dividen dan perubahan pada investasi adalah *bidirectional*, negatif dan signifikan secara statistik.

Terdapat beberapa penelitian yang mencari kaitan antara *insider ownership*, *corporate value*, dan *investment* dengan menggunakan model persamaan simultan *two-stage* (2SLS). Cho (1998) menggunakan *insider ownership*, *corporate value*, dan *investment* sebagai variabel simultan dengan menggunakan data di Amerika Serikat. Iturriaga dan Sanz (2000) dalam penelitian mereka juga menggunakan *insider ownership*, *corporate value*, dan *investment* sebagai variabel simultan dengan menggunakan data perusahaan-perusahaan di Spanyol.

Rozeff (1982) melaporkan bahwa kepemilikan manajerial mempengaruhi kebijakan dividen. Sedangkan Jensen (1986) dalam Ismiyanti dan Hanafi (2003) menyatakan bahwa kebijakan dividen mempengaruhi kepemilikan manajerial, dan juga menyatakan bahwa kebijakan dividen dan kepemilikan manajerial adalah saling interdependensi.

Penelitian ini ingin menguji keterkaitan antara struktur kepemilikan, keputusan keuangan, dan nilai perusahaan dengan menggunakan empat variabel endogenus yaitu kepemilikan manajerial, dividen, investasi, dan nilai perusahaan. Dengan demikian penelitian ini dilakukan untuk menguji interdependensi kepemilikan manajerial, dividen, investasi, dan nilai perusahaan.

Perumusan Masalah. Penelitian ini menguji secara simultan hubungan interdependensi antara kepemilikan manajerial, kebijakan dividen, keputusan investasi, dan nilai perusahaan. Bagaimana keterkaitan diantara keempat variabel tersebut, apakah kebijakan tersebut akan saling mempengaruhi atau tidak?

Tujuan Penelitian. Tujuan penelitian ini adalah untuk memperoleh bukti adanya hubungan simultan antara kepemilikan manajerial, kebijakan dividen, keputusan investasi dan nilai perusahaan.

Manfaat Penelitian. Hasil penelitian ini diharapkan selain dapat memberikan bukti empiris, juga dapat bermanfaat:

Manajemen perusahaan, sebagai informasi yang bisa digunakan sebagai dasar pembuatan keputusan untuk mengurangi masalah agensi serta interdependensi kebijakan. Investor dan calon investor, dapat dijadikan sebagai suatu pedoman dalam melakukan monitoring yang baik, sehingga bisa meminimalkan resiko terhadap investasinya. Akademisi, hasil penelitian ini dapat digunakan sebagai acuan untuk penelitian selanjutnya.

Tinjauan Pustaka dan Pengembangan Hipotesis. Hipotesis Kepemilikan Manajerial. Variabel-variabel yang mempengaruhi kepemilikan manajerial yaitu: dividen, investasi, dan nilai perusahaan. Menurut Jensen (1986) dalam Ismiyanti dan Hanafi (2003) menjelaskan, kaitan dividen dan kepemilikan manajerial dapat dijelaskan melalui *free cash flow hypothesis* yang menyatakan bahwa kebijakan dividen digunakan untuk mempengaruhi kepemilikan manajerial sehingga dapat mengurangi biaya keagenan yang berkaitan dengan *free cash flow* (Jensen, 1986). Peningkatan dividen akan memuaskan *stockholder* yang lebih menyukai dividen tinggi (*bird*

in the hand theory), karena dividen yang tinggi memberikan kepastian yang tinggi terhadap pengembalian investasi mereka dan mengurangi resiko substitusi antara kebijakan dividen dan kepemilikan manajerial.

Rozeff (1982) menyatakan bahwa kepemilikan manajerial menyebabkan kebijakan dividen, sedangkan Jensen (1986) menyatakan bahwa kebijakan dividen menyebabkan adanya kepemilikan manajerial. Dengan demikian dividen dan keputusan kepemilikan adalah *interdependent*.

Dampak dari nilai perusahaan terhadap struktur kepemilikan telah dijustifikasi oleh Kole (1994) dalam Iturriaga dan Sanz (2000), yang memberikan argumentasi bahwa dengan tingginya kinerja perusahaan atau nilai pasar saham, maka manajer mempunyai minat yang lebih besar untuk memiliki saham perusahaan. Akibatnya adalah manajer dalam perusahaan yang mempunyai nilai pasar yang tinggi atau dengan kinerja yang sangat baik ingin memiliki porsi saham yang lebih besar, dengan demikian nilai perusahaan mempengaruhi secara positif terhadap kepemilikan manajerial.

Cho (1998) yang melakukan penelitian untuk menguji hubungan antara struktur kepemilikan, nilai perusahaan dan investasi dengan menggunakan persamaan simultan menyatakan bahwa *insider ownership* dan investasi memiliki hubungan yang signifikan pada struktur kepemilikan antara 0%-38%, tetapi menjadi tidak signifikan pada level diatas 38%.

Iturriaga dan Sanz (2000) menyatakan bahwa selama nilai pasar perusahaan meningkat, maka minat manajer untuk memiliki proporsi saham yang lebih besar meningkat. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa nilai perusahaan (Q) mempengaruhi kepemilikan manajerial secara positif. Dengan demikian hipotesis alternatif yang bisa diturunkan adalah: H_{1a} : Pengaruh kebijakan dividen terhadap kepemilikan manajerial adalah negatif H_{1b} : Pengaruh kebijakan investasi terhadap kepemilikan manajerial adalah positif. H_{1c} : Pengaruh nilai perusahaan terhadap kepemilikan manajerial adalah positif

Variabel kontrol yang digunakan dalam persamaan ini adalah LEV (*leverage*) dan CF (*cash flow*). *Leverage* diharapkan dalam penelitian ini mempunyai hubungan yang positif, Jensen dan Meckling (1976) menyatakan bahwa penggunaan modal utang mengurangi kebutuhan ekuitas eksternal dan meningkatkan proporsi kepemilikan manajerial.

Cash flow yang menunjukkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan kas per unit aset diharapkan mempunyai hubungan yang positif dengan kepemilikan manajerial Kim *et al* (2007).

Hipotesis Kebijakan Dividen. Variabel-variabel yang mempengaruhi kebijakan dividen adalah kepemilikan manajerial, investasi dan nilai perusahaan. Rozeff (1982) menyatakan pembayaran *cash dividend* dan kepemilikan saham manajerial dapat mengurangi kos agensi.

Bhattacharya (1979), dan Miller dan Rock (1985) dalam Mougoue dan Mukherjee (1994), menyatakan bahwa dengan kondisi *asymmetric information*, manajer menggunakan dividen sebagai signal tentang

ketidakpastian terkait dengan kebangkrutan perusahaan (Gordon, 1962). Penelitian tersebut membuktikan bahwa terdapat hubungan perusahaan di masa yang akan datang. Hasil penelitian yang dilakukan oleh Chen dan Steiner (1999) menyatakan bahwa kepemilikan manajerial memiliki hubungan yang negatif dengan dividen. Sehingga dalam penelitian ini pengaruh kepemilikan manajerial terhadap dividen adalah negatif.

Mougoue dan Mukherjee (1994) dalam penelitian mereka menyatakan bahwa hubungan sebab akibat antara perubahan terhadap dividen dan perubahan terhadap investasi adalah *bidirectional*, negatif, dan secara statistik signifikan. Hal ini bertentangan dengan temuan dari Smirlock dan Marshall (1983) yang juga menggunakan pendekatan *causality* yang menyatakan bahwa keputusan investasi adalah independen terhadap keputusan dividen. Adedeji (1998) menyatakan dalam penelitiannya bahwa investasi mempengaruhi secara negatif terhadap dividen.

Perusahaan dengan nilai perusahaan tinggi akan membayar dividen tinggi untuk mengurangi ketidakpastian bagi investor yang lebih menyukai dividen saat ini dibandingkan dengan pendapatan *capital gain*, dan mengurangi tingkat keuntungan yang diisyaratkan oleh pemegang saham (ks). Menurut Myron Gordon dan John Lintner dalam (Hanafi, 2004) berpendapat bahwa biaya modal saham (ks) akan naik karena investor lebih menyukai pendapatan dividen dibandingkan dengan pendapatan *capital gain*. Dengan demikian hipotesis alternatif yang bisa diturunkan adalah: H_{2a} : Pengaruh kepemilikan manajerial terhadap dividen adalah negative H_{2b} : Pengaruh investasi terhadap dividen adalah negative. H_{2c} : Pengaruh nilai perusahaan terhadap dividen adalah positif.

Variabel kontrol yang digunakan dalam persamaan ini adalah *size*, likuiditas (LIQ), dan *return on assets* (ROA). *Size* yang menunjukkan ukuran perusahaan diharapkan mempunyai hubungan yang positif dengan kebijakan dividen.

Likuiditas yang merupakan sumber alternatif investasi jangka panjang pada penelitian ini diharapkan mempunyai hubungan yang negatif dengan kebijakan dividen sesuai dengan penelitian Haruman (2008) *Return on assets* (ROA) yang menunjukkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan profit diharapkan mempunyai pengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Makin tinggi profitabilitas perusahaan, maka makin tinggi pula *cash flow* yang dimiliki oleh perusahaan sehingga diharapkan dividen yang dibayarkan semakin tinggi pula (Jensen, Solberg, dan Zorn, 1992).

Hipotesis Investasi. Menurut Iturriaga dan Sanz (2000), yang membagi kepemilikan manajerial menjadi tiga kelompok, yang pertama adalah lebih kecil 20%, kedua 20% - 50%, dan ketiga lebih besar 50%, mendapati bahwa kepemilikan manajerial yang rata-rata dibawah 20% dan diatas 50% adalah positif dan signifikan mempengaruhi investasi, tetapi sebaliknya kepemilikan manajerial diantara 20%-50% mempengaruhi investasi secara negatif. Hasil ini konsisten dengan Jensen dan Meckling (1976) dan

Jensen (1986).

Adedeji (1998) yang melakukan penelitian untuk menguji interaksi dari *dividend payout ratio*, *financial leverage* dan *investment* terhadap 224 perusahaan di Inggris selama periode tahun 1993-1996 mendapati oleh kinerja perusahaan, dan terdapat hubungan yang positif antara nilai perusahaan (Q) dan investasi. Dengan demikian hipotesis alternatif yang bisa diturunkan adalah: H3a: Pengaruh kepemilikan manajerial terhadap investasi adalah negative. H3b: Pengaruh dividen terhadap investasi adalah negative. H3c: Pengaruh nilai perusahaan terhadap investasi positif

Variabel kontrol yang digunakan dalam persamaan ini adalah *size* dan Likuiditas (LIQ). Variabel *size* yang menunjukkan ukuran perusahaan diharapkan mempunyai hubungan yang positif dengan investasi (Iturriaga dan Sanz, 2000).

Menurut Suranta dan Mediastuty (2003), likuiditas perusahaan merupakan sumber pendanaan yang digunakan untuk investasi jangka panjang. Sehingga diharapkan likuiditas mempunyai hubungan yang negatif dengan investasi.

Hipotesis Nilai Perusahaan. Driffield *et.al* (2007) yang menguji pengaruh struktur kepemilikan terhadap struktur modal dan nilai perusahaan di empat Negara yaitu: Indonesia, Korea, Malaysia, dan Thailand, mendapati khususnya di Indonesia bahwa pengaruh variabel kepemilikan terhadap nilai perusahaan adalah positif.

Himmelberg *et al.*, (1999) dalam Suranta dan Mediastuty (2003) yang melakukan pengujian terhadap dampak kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan dengan menggunakan Tobin's Q menyimpulkan bahwa kepemilikan manajerial dan kinerja perusahaan merupakan variabel endogenus yang disebabkan oleh variabel eksogenus seperti lingkungan di luar perusahaan.

Fuerst dan Kang (2000) dalam Suranta dan Mediastuty (2003) yang melakukan pengujian terhadap 1.638 perusahaan publik di NYSE menjelaskan bahwa besarnya kepemilikan dari CEO dan *corporate insiders* mempunyai pengaruh yang positif terhadap kinerja perusahaan dan nilai pasar (*market value*). Mereka menemukan hubungan yang positif antara *insider ownership* dengan nilai pasar setelah mengendalikan kinerja perusahaan.

Ross (1977), Miller dan Rock (1985) dalam Kim, *et al.* (2007) menyatakan bahwa pada kondisi informasi asimetri, manajer menggunakan kebijakan dividen sebagai tanda positif terhadap pasar modal. Rozeff (1982) dividen memiliki informasi (*information content*) atau sebagai isyarat terkait dengan prospek perusahaan. Dengan demikian semakin besar dividen yang dibagikan kepada pemegang saham, maka kinerja perusahaan akan dianggap semakin baik dan hal ini akan tercermin pada harga saham perusahaan.

Iturriaga dan Sanz (2000) menyatakan terdapat hubungan yang positif antara investasi dan nilai perusahaan. Berdasarkan penjelasan di atas, maka hipotesis alternatif yang bisa diturunkan adalah: H_{4a}: Pengaruh kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan adalah positif. H_{4b}: Pengaruh kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan adalah positif. H_{4c}:

bahwa dividen mempengaruhi secara negatif terhadap investasi.

Iturriaga dan Sanz (2000) dalam penelitian mereka menyatakan bahwa investasi perusahaan dipengaruhi

Pengaruh investasi terhadap nilai perusahaan adalah positif.

Variabel kontrol yang digunakan dalam persamaan ini adalah *size*, *growth*, dan likuiditas (LIQ). Growth sebagai ukuran pertumbuhan perusahaan diharapkan mempunyai hubungan yang positif dengan nilai perusahaan. *Size* sebagai ukuran perusahaan diharapkan mempunyai hubungan positif dengan nilai perusahaan sesuai dengan penelitian Iturriaga dan Sanz (2000).

Likuiditas sebagai salah satu sumber alternatif investasi jangka panjang. Investasi jangka panjang tersebut akan berdampak pada nilai perusahaan. Sehingga diharapkan likuiditas mempunyai hubungan positif dengan nilai perusahaan sesuai dengan penelitian Iturriaga dan Sanz (2000).

METODOLOGI PENELITIAN

Sampel Penelitian. Penelitian menggunakan data sekunder yang berasal dari laporan keuangan perusahaan pada *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD), dan data dari Pusat Data Bisnis dan Ekonomi (PDBE) Universitas Gadjah Mada (UGM). Populasi penelitian yang akan digunakan adalah perusahaan yang terdaftar pada bursa efek Indonesia (BEI) dan masuk dalam kategori LQ45, antara tahun 2005 sampai tahun 2007.

Metode pengambilan sampel dalam penelitian ini menggunakan *purposive sampling method*. (Cooper dan Schinder, 2006) Sampel adalah perusahaan yang terdaftar di BEI dan masuk kategori LQ45, dan membagi dividen kas tahun 2005 sampai 2007

Berdasarkan kriteria di atas maka sampel yang digunakan dalam penelitian ini sebanyak 23 perusahaan, periode tahun 2006 dan 2007. Dengan demikian terdiri dari 46 observasi.

Definisi Operasional. Penelitian ini menggunakan empat variabel *endogenous* yaitu kepemilikan manajerial, kebijakan dividen, investasi, nilai perusahaan dan enam variabel eksogenus yaitu *leverage*, *size*, *liquidity*, ROA, *growth* dan *cash flow* (CF)

Kepemilikan Manajerial. Variabel ini diberi simbol MOMN. Variabel ini diukur dengan menggunakan rasio saham yang dimiliki oleh direktur dan komisaris akhir tahun dengan jumlah saham yang beredar. Kepemilikan manajerial adalah pemegang saham yang secara aktif terlibat dalam proses pengambilan keputusan yang dalam hal ini adalah direktur dan komisaris.

Kebijakan Dividen. Variabel ini diberi simbol DPR. *Dividen payout ratio* (DPR) digunakan sebagai proksi kebijakan dividen suatu perusahaan. Digunakan sebagai salah satu cara mengurangi *agency cost of equity* akibat konflik kepentingan antara manajemen dengan pihak pemegang saham Rozeff, 1982, dan Eastbrok, 1984 dalam Ismiyanti dan Hanafi (2003)

Variabel ini diukur dengan menggunakan rasio dari dividen kas dengan *net income*.

$$DPR = \frac{\text{Dividen Kas}}{\text{Net Income}}$$

persamaan $(EMV + D) / (EBV + D)$. *Equity market value* (EMV) diperoleh dari hasil perkalian harga saham penutupan pada akhir tahun dengan jumlah saham yang beredar pada akhir tahun (Iturriaga dan Sanz, 2000; Suranta dan Mediastuty, 2003).

Leverage (LEV). Penggunaan hutang akan mengurangi konflik kepentingan yang terjadi antara *shareholder* dan *agent* (Jensen dan Meckling, 1976). Variabel LEV dihitung dengan membagi total hutang dengan total aset. Formula matematisnya adalah sebagai berikut: (Fenn dan Liang, 2001; Mancinelli dan Ozkan, 2006:)

$$LEV_{it} = \frac{TD_{it}}{\text{Total Asset}_{it}}$$

Keterangan:

TD_{it} = Jumlah total utang perusahaan i pada periode t

Total Asset_{it} = Total aset yang dimiliki perusahaan i pada periode t

Firm Size (SIZE). Variabel *size* menunjukkan ukuran perusahaan, variabel ini dihitung dengan menggunakan *natural logarithm* dari nilai buku ekuitas ditambah dengan nilai utang perusahaan.

Likuiditas (LIQ). Variabel LIQ dihitung dengan membagi total aktiva lancar dengan total aktiva perusahaan. Formula matematisnya adalah sebagai berikut: (Iturriaga dan Sanz, 2000; Suranta dan Mediastuty, 2003)

$$LIQ = \frac{\text{Total Aktiva Lancar}}{\text{Total Aktiva}}$$

Return on Assets. Variabel ini diberi simbol ROA, yang menunjukkan ukuran tingkat pengembalian (profitabilitas) bagi perusahaan. Variabel ROA Yang dinyatakan sebagai perbandingan EBIT terhadap total aset. Formula matematisnya adalah sebagai berikut : (Bathala, Moon dan Rao, 1994)

$$ROA_{it} = \frac{EBIT_{it}}{\text{TOTAL ASSET}_{it}}$$

Keterangan:

$EBIT_{it}$ = Earnings before interest and tax perusahaan i pada periode t

Total Assets_{it} = Jumlah total asset perusahaan i pada periode t.

GROWTH. Variabel ini diberi simbol *GROWTH*, yang merupakan tingkat pertumbuhan perusahaan. Dalam melakukan penilaian terhadap pertumbuhan perusahaan digunakan pertumbuhan penjualan, hal ini disebabkan karena pertumbuhan penjualan itu lebih mudah untuk dideteksi dibandingkan dengan pertumbuhan aset (Chen dan Steiner, 1999). Formula

Investasi (INV). Variabel investasi (INV) dihitung sebagai peningkatan nilai dari *property, plant and equipment* (PPE) ditambah depresiasi dan amortisasi tahun sebelumnya (Suranta dan Mediastuty, 2003).

Nilai Perusahaan (Q). Variabel ini diukur dengan menggunakan Tobin's Q dengan menggunakan matematisnya adalah sebagai berikut:

$$GROWTH = \frac{S_{it} - S_{it-1}}{S_{it-1}}$$

Keterangan:

S_{it} = Penjualan perusahaan i pada periode t

S_{it-1} = Penjualan perusahaan i pada periode sebelum t.

Cash Flow (CF). Variabel *cash flow* (CF) dihitung dengan menggunakan formula matematisnya sebagai berikut: (Kim *et al*, 2007)

$$CF = \frac{\text{Net Income} + \text{Depreciation}}{\text{Total Assets}}$$

Model Penelitian. Model penelitian ini terdiri dari empat persamaan dengan empat variabel endogen dan enam variabel eksogen. Empat persamaan tersebut adalah persamaan MOWN, DPR, INV, dan Q, sedangkan variabel kontrol yang digunakan adalah LEV, SIZE, LIQ, ROA, GROWTH, dan CF. Empat persamaan simultan yang akan diuji pada penelitian ini adalah:

$$MOWN = a_0 + a_1DPR + a_2INV + a_3Q + a_4LEV + a_5CF + \epsilon_1$$

$$DPR = b_0 + b_1MOWN + b_2INV + b_3Q + b_4SIZE + b_5LIQ + b_6ROA + \epsilon_2$$

$$INV = c_0 + c_1MOWN + c_2DPR + c_3Q + c_4SIZE + c_5LIQ + \epsilon_3$$

$$Q = d_0 + d_1MOWN + d_2DPR + d_3INV + d_4SIZE + d_5LIQ + d_6GROWTH + \epsilon_4$$

Keterangan:

MOWN=Kepemilikan manajerial, presentase kepemilikan oleh manajer

DPR= *Dividend Payout Ratio*

INV= Peningkatan nilai PPE ditambah depresiasi dan amortisasi tahun sebelumnya

Q= Nilai perusahaan, dengan menggunakan Tobin's Q

LEV= *Leverage*, yang didapat dari total hutang di bagi total aktiva

SIZE= Ukuran perusahaan, natural logaritma dari nilai buku ekuitas ditambah dengan nilai hutang perusahaan.

LIQ= Likuiditas, total aktiva lancar dibagi total aktiva

ROA= *Return on Assets*. EBIT dibagi total asset

GROWTH=Pertumbuhan perusahaan, diukur dengan pertumbuhan penjualan perusahaan.

CF=Didapat dari *net income* ditambah *depreciation* dibagi *total assets*

Analisis Statistik. Penelitian ini menggunakan model persamaan simultan untuk mengetahui interdependensi dari keempat variabel endogen yaitu kepemilikan manajerial, dividen, investasi, dan nilai perusahaan. Model simultan mempunyai lebih dari satu variabel tidak bebas (*endogenous variable*) dan

lebih dari satu persamaan.

Terdapat perbedaan antara persamaan simultan dengan persamaan tunggal. Persamaan tunggal hanya memiliki satu variabel endogen dengan sejumlah variabel eksogen, sedangkan pada model persamaan simultan variabel endogen dalam salah satu persamaan bisa muncul pada persamaan yang lain (Gujarati, 2003).

least square (2SLS) akan memberikan hasil estimasi yang konsisten dan efisien.

Menurut Jensen *et.al* (1992), persamaan simultan adalah sebagai alat yang digunakan untuk mengidentifikasi dampak dari keputusan yang saling interdependensi.

Teknik Analisis. Teknik analisis data dilakukan dengan menggunakan model persamaan simultan dengan menggunakan program SPSS versi 15. Pengujian dalam penelitian ini dilakukan setelah melalui proses pengujian asumsi klasik. Pengujian asumsi klasik dilakukan dengan tujuan supaya hasil analisis dapat diinterpretasikan dengan tepat dan efisien.

Uji Multikolinearitas. Uji multikolinearitas bertujuan untuk menguji apakah model regresi ditemukan adanya korelasi antar variabel bebas (*independent*). Model regresi yang baik seharusnya tidak terjadi korelasi di antara variabel *independent* (Ghozali, 2006). Uji ini dilakukan dengan melihat *variance inflation factor* (VIP), apabila nilai VIP lebih kecil dari 10 maka dapat disimpulkan tidak ada multikolinearitas antar variabel independen dalam model regresi. Hasil uji ini mendapati nilai VIP semua variabel independen lebih kecil dari 10 sehingga dapat disimpulkan tidak terjadi multikolinearitas dalam model penelitian.

Uji Autokorelasi. Uji autokorelasi bertujuan menguji apakah dalam model regresi linear ada korelasi antar kesalahan pengganggu pada periode t dengan kesalahan pengganggu pada periode $t-1$. Jika terjadi korelasi, maka ada problem autokorelasi (Ghozali, 2006). Uji ini menggunakan uji Durbin Watson (DW), apabila nilai DW terletak di antara du dan $4-du$, maka dapat disimpulkan tidak ada autokorelasi. Semua nilai DW terletak di antara du dan $4-du$ sehingga disimpulkan tidak terjadi autokorelasi.

Uji Heteroskedastisitas. Uji ini bertujuan menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan *variance* dari residual satu pengamatan ke pengamatan lain (Ghozali, 2006).

Hasil uji Glesjer, variabel independen investasi signifikan pada tingkat kepercayaan 5%, dan pada model keempat variabel independen *size* signifikan pada tingkat kepercayaan 5%. Menurut Algifari (2000) menyatakan bahwa jika semua variabel independen signifikan secara statistik maka dalam model terdapat heteroskedastisitas. Dengan demikian model dalam penelitian ini dapat disimpulkan tidak terjadi heteroskedastisitas.

Hasil Penelitian. Pembahasan Persamaan Kepemilikan Manajerial. Berdasarkan hasil perhitungan pada tabel 1, Variabel kebijakan dividen (DPR) menunjukkan hubungan arah yang negatif dan tidak signifikan terhadap kepemilikan manajerial. Hasil penelitian ini mendukung penelitian dari Jensen (1986), Crutchley *et al.* (1999), Chen dan Steiner

Ghozali (2006), Jika suatu persamaan tidak mempunyai hubungan simultanitas, maka *ordinary least square* (OLS) estimator menghasilkan konsisten dan efisien. Sebaliknya jika ada hubungan simultan antar persamaan, maka OLS bukanlah estimator yang efisien dan konsisten. Dengan menggunakan metoda *two stage*

(1999), dan Ismiyanti dan Hanafi (2004). Hubungan antara dividen dengan kepemilikan manajerial bisa dijelaskan dengan hipotesis aliran kas bebas (*free cash flow hypothesis*) Jensen (1986). Variabel investasi menunjukkan hubungan arah negatif dan tidak signifikan terhadap kepemilikan manajerial. Hal ini menunjukkan bahwa para pemegang saham manajerial tidak semua ingin investasi yang tinggi tetapi menginginkan peningkatan kesejahteraan mereka dengan menerima dividen. Hasil penelitian ini mendukung penelitian Suranta dan Mediastuty (2003).

Variabel nilai perusahaan menunjukkan hubungan arah yang positif tetapi tidak signifikan terhadap kepemilikan manajerial. Hasil ini sesuai dengan penelitian Kole (1994) dalam Iturriaga dan Sanz (2000), dengan tingginya kinerja perusahaan atau nilai pasar saham, maka manajer mempunyai minat yang lebih besar untuk memiliki saham perusahaan. Hasil ini juga mendukung Fuerst dan Kang (2000) dalam Suranta dan Mediastuty (2003) yang menyatakan bahwa besarnya kepemilikan dari CEO dan *corporate insiders* mempunyai pengaruh yang positif terhadap kinerja perusahaan dan nilai pasar.

Variabel *leverage* mempengaruhi kepemilikan manajerial secara positif tetapi tidak signifikan. Hasil ini mendukung penelitian Ismiyanti dan Hanafi (2003); dan Jensen dan Meckling (1976) yang menyatakan bahwa penggunaan modal utang mengurangi kebutuhan ekuitas eksternal dan meningkatkan proporsi kepemilikan manajerial.

Variabel *cash flow* (CF) menunjukkan hubungan yang negatif dan tidak signifikan terhadap kepemilikan manajerial. Hubungan yang negatif tidak sesuai dengan yang diperkirakan, tetapi hasil penelitian ini mendukung penelitian dari Kim *et al.*, 2007 yang mendapatkan hasil yang negatif.

Pembahasan Persamaan Kebijakan Dividen. Berdasarkan hasil perhitungan yang terdapat pada tabel 1, variabel kepemilikan manajerial (MOMN) menunjukkan hubungan arah positif tetapi tidak signifikan terhadap kebijakan dividen. Hasil ini sesuai dengan penelitian Wahidahwati (2002), dan Firmantyas dan Nasir (2006) yang menyatakan bahwa apabila manajer memiliki saham perusahaan yang tinggi, maka kekayaannya semakin tidak terdiversifikasi dengan baik, oleh karena itu mereka mengharapkan *return* atas *opportunity cost* lebih besar melalui pembagian dividen yang tinggi. Hasil ini tidak sesuai dengan penelitian Rozeff (1982), Jensen *et al* (1992), Chen dan Steiner (1999), dan Ismiyanti dan Hanafi (2004)

Variabel investasi menunjukkan hubungan arah negatif tetapi tidak signifikan terhadap kebijakan dividen. Hasil penelitian ini mendukung penelitian Adedeji (1998), dan Mougoue dan Mukherjee (1994), namun penelitian Mougoue dan Mukherjee

menemukan hubungan yang signifikan. Hal ini sesuai dengan *pecking order theory* yang menyatakan bahwa sumber dana untuk investasi yang murah adalah berasal dari internal.

Variabel nilai perusahaan menunjukkan hubungan positif dan tidak signifikan terhadap kebijakan dividen. Dengan dividen yang tinggi bisa mengurangi ketidakpastian bagi investor yang lebih menyukai dividen dibandingkan dengan *capital gain* (Hanafi, 2004).

Variabel *size* mempengaruhi kebijakan dividen secara positif dan signifikan. Hasil penelitian ini sesuai dengan yang diharapkan mempengaruhi secara positif kebijakan dividen.

Variabel likuiditas (LIQ) mempengaruhi kebijakan dividen secara negatif dan signifikan. Hasil penelitian ini sesuai dengan yang diharapkan, karena likuiditas sebagai sumber alternatif untuk investasi mempunyai hubungan yang negatif dengan kebijakan dividen. Hasil penelitian ini mendukung penelitian Haruman (2008)

Variabel ROA menunjukkan hubungan negatif dan tidak signifikan terhadap kebijakan dividen. Hasil penelitian ini tidak sesuai dengan yang diharapkan, karena ROA yang menunjukkan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan profit diharapkan mempunyai hubungan yang positif. Hasil ini mendukung penelitian Chen dan Steiner (1999), Crutchley *et al* (1999), Ismiyanti dan Hanafi (2004), dan Kartinah (2006). Pembahasan Persamaan Keputusan Investasi. Berdasarkan hasil perhitungan yang terdapat pada tabel 1, variabel kepemilikan manajerial menunjukkan hubungan yang positif tetapi tidak signifikan terhadap keputusan investasi. Hasil ini sesuai dengan penelitian Suranta dan Mediastuty (2003) yang mendapati bahwa kepemilikan manajerial dibawah 20% mempunyai hubungan yang positif terhadap investasi.

Variabel kebijakan dividen memiliki hubungan negatif dan signifikan terhadap keputusan investasi. Hasil ini menjelaskan bahwa apabila pembayaran dividen meningkat maka investasi perusahaan turun. Hasil ini mendukung penelitian Adedeji (1998), Jensen *et al* (1992). Dengan meningkatnya pembayaran dividen, maka akan mengakibatkan perusahaan kekurangan sumber dana yang berasal dari internal untuk melakukan investasi.

Variabel nilai perusahaan memiliki hubungan positif dan signifikan terhadap keputusan investasi. Hasil penelitian ini mendukung penelitian Suranta dan Mediastuty (2003), walaupun hasil penelitian mereka tidak signifikan. Mereka menyatakan bahwa hasil estimasi parameter yang positif tersebut menjelaskan bahwa semakin besar nilai perusahaan akan mengakibatkan terjadinya peningkatan investasi, dan juga meningkatkan peluang investasi di masa yang akan datang.

Variabel *size* memiliki hubungan positif dan signifikan terhadap keputusan investasi. Hasil penelitian ini sesuai dengan yang diharapkan, dan mendukung penelitian Iturriaga dan Sanz (2000), tetapi tidak sesuai dengan hasil penelitian dari Suranta dan Mediastuty (2003) yang menyatakan bahwa hubungan

size dan investasi adalah negatif dan tidak signifikan.

Variabel likuiditas (LIQ) memiliki hubungan negatif dan signifikan terhadap keputusan investasi. Hasil penelitian ini sesuai dengan yang diharapkan, dan mendukung penelitian Iturriaga dan Sanz (2000), Cho (1998), dan juga penelitian Suranta dan Mediastuty (2003) yang menyatakan bahwa perusahaan akan melakukan suatu *trade-off* dalam investasi. Jika perusahaan cenderung melakukan investasi jangka panjang, maka perusahaan akan mengurangi investasi jangka pendek atau dengan kata lain bahwa likuiditas perusahaan merupakan sumber dana yang akan digunakan untuk melakukan investasi jangka panjang.

Pembahasan Persamaan Nilai Perusahaan. Berdasarkan hasil perhitungan yang terdapat pada tabel 1, variabel kepemilikan manajerial memiliki hubungan yang negatif tetapi tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian ini mendukung penelitian Jensen dan Meckling (1976); Lemons dan Lins (2001), Lins (2002), dan Haruman (2008). Variabel kebijakan dividen memiliki hubungan yang positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Hasil ini mendukung penelitian Ross (1997), Miller dan Rock (1985) yang menyatakan bahwa pada kondisi informasi asimetri, manajer menggunakan kebijakan dividen sebagai tanda positif bagi pasar modal. Hasil ini juga mendukung penelitian Rozeff (1982) yang menyatakan bahwa dividen memiliki *information content* sebagai isyarat terkait dengan prospek perusahaan.

Variabel investasi memiliki hubungan yang positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan pada tingkat 10%. Hubungan yang positif sebagai hasil dari penelitian ini sesuai dengan penelitian Iturriaga dan Sanz (2000). Keputusan investasi saat ini akan menentukan keuntungan dan kinerja perusahaan dimasa yang akan datang yang pada akhirnya keputusan investasi tersebut akan meningkatkan nilai perusahaan. Hasil penelitian ini juga mendukung penelitian McConnel dan Muscarella (1985) yang menyatakan bahwa investasi secara positif mempengaruhi nilai perusahaan.

Variabel *size* memiliki hubungan yang negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian ini tidak sesuai dengan yang diharapkan, dan hasil penelitian tidak sesuai dengan penelitian Iturriaga dan Sanz (2000), Cho (1998), dan Suranta dan Mediastuty (2003) yang mendapati hubungan yang positif dan signifikan.

Variabel likuiditas (LIQ) memiliki hubungan yang positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian ini mendukung penelitian Iturriaga dan Sanz (2000), Cho (1998), dan juga penelitian Suranta dan Mediastuty (2003). Variabel *growth* mempengaruhi nilai perusahaan dengan arah yang positif tetapi tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa semakin besar tingkat pertumbuhan perusahaan maka nilai perusahaan semakin besar pula.

Ringkasan Hasil Analisis Dan Hubungan Antar Variabel. Berdasarkan penjelasan yang telah diberikan pada sub bab 4.1, maka hasil analisis bisa dirangkumkan pada tabel 1

Table 1. Hasil Analisis 2SLS

VARIABEL INDEPENDEN	VARIABEL DEPENDEN			
	MOMN	DPR	INV	Q
	(Prediksi) Konstanta	(Prediksi) Konstanta	(Prediksi) Konstanta	(Prediksi) Konstanta
MOMN		(-) 38,839	(-) 120,190	(+) -204,820
DPR	(-) -0,012		(-) -5,458*	(+) 8,658**
INV	(+) -0,001	(-) -0,160		(+) 1,241*
Q	(+) 0,002	(+) 0,229	(+) 0,641*	
LEV	0,015			
SIZE		0,173*	0,813**	-1,075**
LIQ		-1,323*	-7,294**	10,363**
ROA		-1,104		
GROWTH				1.953
CF	-0.007			

Keterangan:

*** signifikan pada level 1%

** signifikan pada level 5%

* signifikan pada level 10%

Simpulan, Keterbatasan Dan Saran. Penelitian ini adalah merupakan pengembangan atau mengacu pada sejumlah penelitian yang telah dilakukan oleh peneliti-peneliti sebelumnya. Tujuan penelitian ini adalah memperoleh bukti mengenai hubungan interdependensi antara kepemilikan manajerial, kebijakan dividen, keputusan investasi, dan nilai perusahaan. Secara keseluruhan berdasarkan pada analisa data dan pembahasan pada bab IV, dapat disimpulkan bahwa penelitian ini menemukan adanya hubungan interdependensi antara kepemilikan manajerial, kebijakan dividen, keputusan investasi, dan nilai perusahaan.

Penelitian ini membuktikan adanya hubungan substitusi antara kebijakan dividen dan kepemilikan manajerial. Hal ini menunjukkan bahwa kebijakan dividen digunakan untuk mempengaruhi kepemilikan manajerial sehingga dapat mengurangi biaya keagenan yang terkait dengan aliran kas bebas. Hasil ini juga membuktikan bahwa kepemilikan manajerial merupakan suatu mekanisme pengawasan yang efektif untuk mengurangi konflik agensi.

Keterbatasan Dan Saran. Keterbatasan dalam penelitian ini adalah dalam memperoleh sampel yang relatif kecil, walaupun telah menggunakan sistim pooling data pada perusahaan-perusahaan yang masuk dalam kategori LQ45 selama tahun 2005 sampai dengan tahun 2007. 2. Penelitian ini tidak memasukkan *research and development (R&D) expenditure* seperti pada penelitian Cho (1998) karena keterbatasan data di BEI. 3. Untuk mendapatkan hasil estimasi yang lebih akurat, maka untuk penelitian selanjutnya sebaiknya menambah periode observasi agar bisa diperoleh jumlah sampel yang lebih besar.

DAFTAR PUSTAKA

- Adedeji, A. "Does The Pecking Order Hypothesis Explain The Dividen Payout Ratios of Firms In The UK?", *Journal Of Business Finance & Accounting*, 25 (9) & (10), November/December 1998, 0306-686X.
- Algifari, "Uji Asumsi Klasik", *Analisis Regresi Teori, Kasus dan Solusi*, Edisi 2, BPFEE-Yogyakarta, Agustus 2000, 83-85.
- Chen, Carl R. and Steiner, Thomas L. "Managerial Ownership and Agency Conflict: A Nonlinear Simultaneous Equation Analysis of Managerial Ownership, Risk Taking, Debt Policy, and dividend Policy", *The Financial Review*, 34 (1999) 119-136.
- Cho, Myeong-Hyeon, "Ownership Structure, Investment, and The Corporate Value: An Empirical Analysis", *Journal of Financial Economics* 47 (1998) 103-121.
- Cooper, Donald R. and Schindler, Pamela S. *Business Research Methods*, 9th Edition, Mc.Graw-Hill International Edition, 2006.
- Crutchley, Claire E. et al., "Agency Problems and The Simultaneity of Financial Decision Making the Role of Institutional Ownership", *International Review of Financial Analysis*, 8:2 (1999) 177-197.
- Damayanti, "Analisis Hubungan Simultanitas Antara Utang, Dividen, Kepemilikan Insider dan Kepemilikan Institusional", *Tesis Tidak Dipublikasikan*, Universitas Gadjah Mada, Yogyakarta, 2004.
- Driffield, Nigel. Mahambare, Vidya and Pal, Sarmistha., "How Does Ownership Stucture Affect Capital Structure and Firm Value?", *Journal Compilation Economics of Transition*, Vol. 15(3) 2007, 535-573
- Fenn, George W. and Liang, Nellie, "Corporate Payout Policy and Managerial Stock Incentives", *Journal of Financial Economics*, 60 (2001) 45-72.
- Firmantyas dan Nasir, "Analisis Persamaan Simultan Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institutional, Risiko, Kebijakan Hutang dan Kebijakan Dividen Dalam Perspektif Teori Keagenan", *Simposium Nasional Akuntansi 9*. Padang, 23-26 Agustus 2006.
- Ghozali, Imam H. "Model Persamaan Simultan", *Analisis Multivariate Lanjuran Dengan Program SPSS*, Edisi 1, Universitas Diponegoro, Semarang 2006, 37-67.
- _____ "Uji Asumsi Klasik", *Aplikasi Analisis Multivariate Dengan Program SPSS*, Cetakan IV, Universitas Diponegoro, Semarang Oktober 2006 – April 2007, 89-105.
- Gujarati, Damodar N. *Basic Econometrics*, 4th International edition, McGraw-Hill International, 2003.
- Hanafi, Mamduh M. "Kebijakan Dividen", *Manajemen Keuangan*, Yogyakarta, Edisi 2004-2005
- Haruman, Tendi "Pengaruh Struktur Kepemilikan Terhadap Keputusan Keuangan dan Nilai Perusahaan", *Survey Pada Perusahaan Manufaktur di PT. Bursa Efek Indonesia*, *Makalah Simposium Nasional Akuntansi*, Pontianak, 2008.
- Ismiyanti, F. dan Hanafi, M. M. "Struktur Kepemilikan, Resiko dan Kebijakan Keuangan: Analisis Persamaan Simultan", *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*, Vol. 19, No. 2, 2004, 176-196, 2004.
- Iturriaga-Lopez, Felix J. and Sanz-Rodriquez, Juan Antonio. "Ownership Structure, Corporate Value and Firm Investment: A Simultaneous Equation Analysis of Spanish Companies", *Journal of Management and Governance*, 5: 179-204, 2001.
- Jensen, Gerald R. Solberg, Donald P. And Zorn, Thomas S. "Simultaneous Determnation of Insider Ownership, Debt and Dividend Policies", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 27, No. 2, June 1992.

- Jensen, Michael C. and Meckling, William H. "Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, October 1976, Vol. 3, No. 4, pp. 305-360.
- Kartinah, "Simultanitas Antara Kepemilikan Insider, Kebijakan Utang, Kebijakan Dividen, dan Kepemilikan Institutional, Serta Efek Bisnis Keluarga Dalam Masalah Agensi", *Tesis S2*, Universitas Gadjah Mada, Yogyakarta, 2006.
- Kim, Yong H. Rhim, Jong C. and Friesner, Daniel L. "Interrelationships Among Capital Structure, Dividends, and Ownership: Evidence From South Korea", *The Multinational Business Review*, Vol. 15, No. 3, Fall 2007.
- Mancinelli, Luciana and Ozkan, Aydin. "Ownership Structure and Dividend Policy: Evidence From Italian Firms", *The European Journal of Finance*, Vol. 12, No. 3, 265-282, April 2006.
- McDonald, John G. Jacquillat, Bertrand and Nussenbaum, Maurice, "Dividend, Investment and Financing Decisions: Empirical Evidence on French firms", *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 10, No. 5, December 1975, pp. 741-755.
- Mougoue, Mboja and Mukherjee, Tarun K. "An Investigation Into The Causality Among Firms' Dividend, Investment, and Financing Decisions", *The Journal of Financial Research*, Vol. XVII, No. 4, Pages 517-530, Winter 1994.
- Rozeff, Michael S. "Growth, Beta and Agency Costs As Determinants of Dividend Payout Ratios", *The Journal of Financial Research*, Vol. V, No. 3, Fall 1982.
- Suranta, Eddy dan Midiastuty, Pratana Puspa, "Analisis Hubungan Struktur Kepemilikan Manajerial, Nilai Perusahaan dan Investasi dengan Model Persamaan Linear Simultan", *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, Vol. 6, No. 1, Januari 2003.
- Wahidawati, "Kepemilikan Managerial dan Agency Conflict: Analisis Persamaan Simultan NON Linear dari Kepemilikan Managerial, Penerimaan Risiko (*RISK TAKING*), Kebijakan Utang dan Kebijakan Dividen", *Unpublished*, Gadjah Mada University, 2001.