

KEPEMILIKAN MANAJERIAL TERHADAP KEBIJAKAN PENDANAAN DAN DIVIDEN

Soleman H. Abdul Kahar

Fakultas Ekonomi Universitas Khairun Ternate
Jl. Kampus II Gambesi, Ternate Selatan

Abstract: *The aim of this investigation was to provide evidence that managerial ownership effected to financing and dividend policy. The result showed there was positive significance between managerial ownership and financing policy. Manager could monitor the best investment and add capital from extern financing (demand hypothesis). Besides, managerial ownership effect was negative but not significant to dividend policy. Investor as owner and manager of corporate preferred to choose other compensations such as salary, bonus or other long time incentive rather than dividend.*

Keywords: *Managerial Ownership, Financing Policy, Dividend Policy*

Teori *contracting* berasumsi bahwa pemilihan kebijakan perusahaan bertujuan untuk memaksimalkan nilai perusahaan. Perbedaan dalam pemilihan prosedur akuntansi antar perusahaan disebabkan oleh perilaku manajer cenderung bertujuan untuk kepentingannya. Hal ini berkaitan dengan perspektif *efficiency contracting* dan perilaku manajemen yang *opportunistic*. Perspektif *efficiency contracting* menyatakan bahwa manajer cenderung memilih kebijakan yang dapat meminimalkan *agency cost*, sehingga kebijakan yang diambil dapat diterima pemegang saham dan manajemen. Sebaliknya pandangan manajemen yang oportunis terhadap perbedaan kebijakan muncul sebagai akibat dalam merespon kontrak (seperti perjanjian kredit, *bonus plan*) yang dapat mengoptimalkan kepentingannya.

Manajer pada umumnya memiliki informasi yang lebih baik dan lebih cepat (*asymetri information*) berkaitan dengan kondisi mutakhir dan prospek perusahaan dibandingkan investor luar. Munculnya asimetri informasi tersebut menyulitkan investor dalam menilai secara obyektif berkaitan dengan kualitas perusahaan. Pernyataan yang dibuat manajer diragukan kebenarannya karena baik perusahaan buruk atau bagus akan sama-sama mengklaim bahwa prospek perusahaannya bagus, sedangkan untuk pembuktian benar-salahnya pernyataan tersebut tidak dapat diketahui secara langsung.

Untuk mengurangi konflik keagenan dan asimetri informasi dengan cara meningkatkan kepemilikan manajerial yaitu untuk mensejajarkan kedudukan manajer dengan pemegang saham sehingga manajer bertindak sesuai dengan keinginan pemegang saham. Peningkatkan persentase kepemilikan, manajer akan termotivasi untuk meningkatkan kinerja dan bertanggung jawab meningkatkan kemakmuran pemegang

Korespondensi dengan Penulis:

Soleman H. Abdul Kahar: Telp. +62 921 326 227

Email: jurkubank@yahoo.com

saham. Peningkatan kepemilikan saham oleh manajer ini akan berpengaruh terhadap keputusan kebijakan keuangan ketika memanfaatkan kesempatan investasi.

Leland dan Pyle (1977) dalam Sudarma (2004) mengatakan bahwa keputusan manajer dapat merupakan *signal* bahwa perusahaan berkinerja baik yaitu ketika perusahaan memutuskan menggunakan dana eksternal, karena hanya perusahaan dengan pendapatan relatif stabil yang berani menambah utangnya. Easterbrook (1984) dalam Ismiyanti dan Mamduh (2003), juga berargumentasi bahwa pemegang saham akan melakukan pengawasan (*monitoring*) terhadap manajemen namun bila biaya *monitoring* tersebut tinggi maka mereka akan menggunakan pihak ketiga (*debtholders* dan atau *bondholders*) untuk membantu melakukan *monitoring*. *Debtholders* yang sudah menanamkan dananya di perusahaan dengan sendirinya akan berusaha melakukan pengawasan terhadap penggunaan dana tersebut. Biasanya *monitoring* yang dilakukan *debtholders* melalui mekanisme *debt covenant*.

Sumber pendanaan internal adalah arus kas dari laba ditahan. Pendanaan internal untuk membiayai investasi, terkait dengan kebijakan dividen. Kebijakan dividen adalah keputusan manajemen tentang besar kecilnya jumlah dividen yang akan dibayarkan kepada pemegang saham. Hal ini merupakan *trade off* antara jumlah keuntungan yang akan dibayarkan sebagai dividen dan jumlah keuntungan yang akan ditahan perusahaan sebagai komponen *internal financing*. Laba ditahan (*retained earning*) merupakan salah satu sumber dana paling penting dalam pertumbuhan perusahaan, karena dapat digunakan untuk membiayai operasi perusahaan selanjutnya.

Menurut Rozeff (1982), dalam Ismiyanti dan Mamduh (2003) kepemilikan manajerial yang tinggi menyebabkan dividen yang dibayarkan pada pemegang saham rendah. Penetapan

dividen rendah disebabkan manajer memiliki harapan investasi di masa mendatang yang dibiayai dari sumber internal. Apabila sebagian pemegang saham menyukai dividen tinggi maka menimbulkan perbedaan kepentingan sehingga diperlukan peningkatan dividen. Sebaliknya, apabila terjadi kesamaan preferensi antara pemegang saham dan manajer maka tidak diperlukan peningkatan dividen. Pada sisi lain penambahan dividen memperkuat posisi perusahaan untuk mencari tambahan dana dari pasar modal sehingga kinerja perusahaan dimonitor oleh tim pengawas pasar modal. Pengawasan ini menyebabkan manajer berusaha mempertahankan kualitas kinerja dan tindakan ini menurunkan konflik keagenan.

Kepemilikan saham manajerial, pendanaan (utang) dan dividen merupakan kebijakan yang penting dalam pengambilan keputusan. Penelitian tentang pengaruh kepemilikan manajerial terhadap kebijakan pendanaan dan dividen dilakukan oleh Ismiyanti dan Mamduh (2003) menemukan bahwa variabel kepemilikan manajerial mempunyai hubungan positif dan signifikan terhadap kebijakan utang. Hal ini terjadi karena kontrol yang besar dari pihak manajerial menyebabkan mereka mampu melakukan investasi dengan lebih baik sehingga memerlukan tambahan dana melalui utang untuk pendanaannya (*demand hypothesis*). Variabel kepemilikan manajerial memiliki hubungan negatif tetapi tidak signifikan terhadap DPR. Kebijakan dividen dan kepemilikan manajerial digunakan sebagai substitusi untuk mengurangi biaya keagenan. Perusahaan dengan menetapkan persentase kepemilikan manajerial yang besar membayar dividen dalam jumlah kecil sedangkan pada persentase kepemilikan manajerial kecil menetapkan dividen pada jumlah besar.

Nurhayati (2004) hasil penelitiannya membuktikan bahwa kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap kebijakan utang, hal ini terjadi karena keluarga masih memiliki kontrol

yang beredar di pasar, meskipun sebenarnya informasi ini bersifat murah dan harus tersedia bagi semua pihak. Namun, karena persaingan pasar antar investor membuat informasi baru segera direfleksikan dalam harga saham di pasar secara cepat sehingga terjadi pula kompetisi dalam mencari informasi untuk mendapatkan keuntungan sesaat. *Asymmetric information* menjadi dasar munculnya teori-teori selanjutnya dalam *capital structure* seperti *signalling theory* dan *agency theory*.

SIGNALLING THEORY

Signalling theory merupakan langkah-langkah manajemen dalam perusahaan yang sebenarnya memberikan petunjuk secara implisit kepada investor tentang bagaimana manajemen memandang prospek perusahaan. Umumnya perusahaan yang menguntungkan akan berusaha menghindari penjualan saham dan berusaha mencari sumber dana alternatif lain. Sedangkan perusahaan yang kurang menguntungkan akan berusaha menjual sahamnya. Pengumuman emisi saham sebenarnya merupakan sinyal bahwa manajemen perusahaan memandang prospek perusahaan sedang suram, itulah sebabnya pada saat awal emisi saham, harga saham akan rendah. Selanjutnya sejalan dengan kepercayaan investor maka harga saham akan meningkat.

Penggunaan sumber pendanaan dari luar (utang) lebih banyak menunjukkan signal bahwa perusahaan memiliki prospek yang baik. Namun, penggunaan utang juga merupakan *trade off* yang dapat menyebabkan kemungkinan kebangkrutan semakin meningkat. Selain penggunaan utang yang lebih besar, pembayaran dividen juga dapat menunjukkan signal. Jika perusahaan mengumumkan peningkatan dividen, maka investor akan menganggap kondisi perusahaan saat ini dan akan datang relatif baik dan sebaliknya.

PECKING ORDER THEORY

Konsep pendanaan ini pertama kali dikemukakan oleh Donaldson (1961) dalam Hanafi (2004) bahwa manajer lebih memilih untuk menggunakan pendanaan internal dalam melakukan pendanaan kecuali bila terjadi kekurangan dalam melakukan pemenuhan dana tersebut. Kekurangan pendanaan akan dipenuhi dengan pendanaan eksternal yaitu menerbitkan utang (*debt*) dan penerbitan saham baru (*issued new stock*) sebagai alternatif terakhir.

Konsep pendanaan tersebut dimunculkan kembali oleh Myers (1984) dalam bentuk teori yang kemudian menjadi teori alternatif pendanaan yang disebut dengan *Pecking Order Theory* (POT). Myers (1984) mendasarkan teori alternatif pendanaan pada hubungan simultan antara *financial leverage*, *dividend pay out ratio* dan investasi. Berdasarkan konsep alternatif pendanaan melalui *Pecking Order* dari Donaldson dan *Modified Pecking Order Theory* dari Myers, maka dapat disimpulkan bahwa untuk meminimalisasi pendanaan melalui pendanaan eksternal, kebijakan keuangan perusahaan harus mampu menghubungkan antara profitabilitas, investasi, pembiayaan dan *dividend payout ratio*. Tetapi pandangan kedua pakar tersebut juga memiliki banyak perbedaan yang mendasar tentang pilihan pendanaan perusahaan untuk mengutamakan pendanaan internal dari pendanaan eksternal. Donaldson (1961) dalam Hanafi (2004) menyatakan bahwa biaya penerbitan (*floatation cost*) pada pendanaan eksternal menyebabkan perusahaan mengutamakan pendanaan internal. Sedangkan Myers (1984) menyatakan bahwa keberadaan pemegang saham lama lebih mengutamakan pendanaan internal.

Konsep POT mengemukakan bahwa perusahaan cenderung mengutamakan pendanaan internal guna membayar dividen dan

mendanai investasi, bila kebutuhan dana kurang maka digunakan dana eksternal sebagai tambahannya. Pendanaan internal diperoleh dari saldo laba dan arus kas dari penyusutan (depresiasi). Pendanaan eksternal dilakukan terutama dengan menerbitkan obligasi daripada dengan penerbitan saham baru. Hal tersebut dilakukan perusahaan untuk menghindari adanya biaya penerbitan (*floatation cost*) yang melekat pada pendanaan eksternal, dimana *floatation cost* untuk penerbitan obligasi lebih kecil daripada penerbitan saham baru (Nurnajamuddin, 2004).

Pendanaan internal lebih diutamakan daripada pendanaan eksternal, karena perusahaan tidak perlu melibatkan pihak ketiga di luar manajemen dan pemegang saham, dan akan terhindar dari biaya penerbitan (*floatation cost*). Dalam hal ini, pihak manajemen sebagai pelaksana perusahaan lebih mengutamakan pada peningkatan dan memaksimalkan kekayaan pemegang saham yang ada. Selain itu dengan pendanaan internal, perusahaan dapat terhindar dari kesulitan keuangan (*fnancial distress*). Namun, apabila pendanaan eksternal terpaksa dilakukan karena kebutuhan dana yang belum tercukupi, maka perusahaan akan menerbitkan obligasi atau utang jangka panjang sebagai prioritas utama dibandingkan dengan menerbitkan saham baru.

KEPEMILIKAN MANAJERIAL DAN KEBIJAKAN PENDANAAN

Kepemilikan saham manajerial, pendanaan (utang) dan dividen merupakan kebijakan yang penting dalam pengambilan keputusan. Beberapa penelitian tentang pengaruh struktur kepemilikan dengan keputusan keuangan telah banyak dilakukan, namun hasilnya masih beragam. Crutchley *et al.* (1999) menunjukkan empat keputusan yang saling terkait menyangkut *leverage, dividend, insider ownership*, dan

institutional ownership ditentukan secara simultan dalam kerangka *agency cost*. Crutchley *et al.* (1999) juga membuktikan bahwa kepemilikan institusional merupakan substitusi kepemilikan manajerial

Hasil penelitian Ismiyanti dan Mamduh (2003) menemukan bahwa variabel kepemilikan manajerial mempunyai hubungan positif dan signifikan terhadap kebijakan utang. Hal ini terjadi karena kontrol yang besar dari pihak manajerial menyebabkan mereka mampu melakukan investasi dengan lebih baik sehingga memerlukan tambahan dana melalui utang untuk pendanaannya (*demand hypothesis*).

Wahyudi dan Hartini (2006) menemukan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh signifikan terhadap keputusan pendanaan. Puteri dan Mohammad (2006), menemukan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh secara negatif terhadap kebijakan utang, yang berarti bahwa penggunaan utang akan meningkatkan *monitoring* dari *bondholder* dan membuat *shareholder* lebih tenang karena pembiayaan investasi tidak menggunakan dananya sehingga mengurangi risiko dari *shareholder*.

KEPEMILIKAN MANAJERIAL DAN KEBIJAKAN DIVIDEN

Hasil penelitian Claessens *et al.* (2000) menyatakan bahwa belum terdapat pemisahan yang jelas antara kepemilikan dan kontrol pada perusahaan yang terdaftar di BEJ. Kebanyakan perusahaan masih dimiliki keluarga pendiri dan posisi manajer dipegang oleh pemegang saham mayoritas atau dari kalangan keluarga (hanya 30% yang dimiliki publik). Kondisi yang masih terkonsentrasi pada sedikit pemegang saham yang menguasai mayoritas saham sekaligus pengendali perusahaan, sehingga memudahkan pemilik mengambil kebijakan dan strategi

pendanaan, investasi dan pembayaran dividen. Indonesia sebagai negara berkembang memiliki perbedaan dengan negara maju. Perbedaan kondisi gagasan transformasi penyebaran kepemilikan dan kekuatan transformasi para eksekutif-manajer masih merupakan tanda petik, karena tata kepemilikan bisnisnya ditandai oleh konsentrasi bukan dispersi (Priyono, 2002 dalam Sudarma 2004).

Ismiyanti dan Mamduh (2003) menemukan bahwa variabel kepemilikan manajerial memiliki hubungan negatif tetapi tidak signifikan terhadap DPR. Kebijakan dividen dan kepemilikan manajerial digunakan sebagai substitusi untuk mengurangi biaya keagenan. Perusahaan dengan menetapkan persentase kepemilikan manajerial yang besar membayar dividen dalam jumlah kecil sedangkan pada persentase kepemilikan manajerial kecil menetapkan dividen pada jumlah besar.

Nuringsih (2005), menemukan bahwa variabel kepemilikan manajerial berpengaruh secara positif terhadap kebijakan dividen. Perilaku manajer mengarah pada dividen yang relatif tinggi sebagai *return* atas kepemilikan saham. Puteri dan Mohammad (2006), menemukan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen, yang berarti bila manajer memiliki saham perusahaan yang tinggi, maka kekayaannya semakin tidak terdiversifikasi dengan baik, oleh karena itu manajer akan mengharapkan *return* atas *opportunity cost* lebih besar yaitu pembagian dividen yang lebih tinggi.

HIPOTESIS

H₁ : Kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap kebijakan pendanaan

H₂ : Kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap kebijakan dividen

METODE

Penelitian ini menggunakan satu variabel independen dan dua variabel dependen. Variabel independen diwakili oleh kepemilikan manajerial, dan variabel dependen diwakili oleh variabel kebijakan pendanaan dan kebijakan dividen. Defenisi konseptual dari masing-masing variabel adalah sebagai berikut: (a) Kebijakan pendanaan (*financing policy*) adalah keputusan manajemen tentang penggunaan sumber pendanaan perusahaan yang berasal dari luar perusahaan (*extern financing*), berupa penerbitan utang (*issue bonds*) dan penerbitan saham baru (*issuing new stock*), sehingga kebijakan pendanaan merupakan perbandingan antara modal pinjaman terhadap modal sendiri, variabel ini dihitung dengan rasio nilai pasar utang pada ekuitas (MD/E), dengan formulasi sebagai berikut:

$$MD/E = (\text{total utang}) : (\text{lembar saham beredar} \times \text{harga pasar})$$

(b) Kebijakan dividen adalah keputusan manajemen tentang besar kecilnya jumlah dividen yang akan dibayarkan kepada pemegang saham. Hal ini merupakan *trade off* antara jumlah keuntungan yang akan dibayarkan sebagai dividen dan jumlah keuntungan yang akan ditahan perusahaan sebagai komponen *internal financing*. Laba ditahan (*retained earning*) merupakan salah satu sumber dana paling penting dalam pertumbuhan perusahaan, karena dapat digunakan untuk membiayai operasi perusahaan selanjutnya. Variabel ini diprosikan dengan *dividen yield* (DY), dengan formulasi sebagai berikut:

$$DY = (\text{dividen per lembar saham}) : (\text{harga penutupan})$$

(c) Variabel independen: Kepemilikan manajerial (MOWN) adalah jumlah prosentase saham yang

Tabel 1. Rekapitulasi Hasil Analisis Regresi Sederhana (MOW – MDE)

Variabel Dependen	Variabel Independen	Keofisien regresi	t- hitung	Sig.
MDE	MOW	138,759	5,924	0,000
Kostanta = 498,288				
Multiple R = 0,492				
R.Squares = 0,242				
F hitung = 35,091				
Sig. = 0,000				
N = 112				

Ket: Signifikansi statistik $p < 0,05$

Koefisien determinasi parsial (*R squares*) untuk variabel kepemilikan manajerial adalah sebesar 0,242. Hal ini memberikan makna bahwa secara parsial kemampuan variabel kepemilikan manajerial dalam menjelaskan keragaman MDE adalah sebesar 24,2%, sedangkan sisanya sebesar 75,8 % dipengaruhi oleh faktor lain. Koefisien regresi pada variabel kepemilikan manajerial terhadap kebijakan pendanaan (MDE) sebesar 138,759 menunjukkan bahwa dengan peningkatan kepemilikan manajerial (MOW) akan dapat meningkatkan kebijakan pendanaan. Pengaruh variabel kepemilikan manajerial (MOW) terhadap kebijakan pendanaan (MDE) dimana nilai signifikansi sebesar 0,000 nilai ini lebih kecil dari $\alpha = 0,05$, dengan demikian secara statistik H_1 diterima, artinya hipotesis yang menyatakan “kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap kebijakan pendanaan” dapat dibuktikan kebenarannya sehingga hipotesis tersebut dapat diterima.

Hipotesis 2 (H_2)

Pada Tabel diperlihatkan hasil analisis regresi pengaruh kepemilikan manajerial terhadap kebijakan dividen (H_2).

Tabel 2. Rekapitulasi Hasil Analisis Regresi Sederhana (MOW – DY)

Variabel Dependen	Variabel Independen	Keofisien regresi	t- hitung	Sig.
DY	MOW	0,000195	- 0,488	0,627
Kostanta = 0,02271				
Multiple R = 0,046				
R.Squares = 0,002				
F hitung = 0,238				
Sig. = 0,627				
N = 112				

Ket: Signifikansi statistik $p < 0,05$

Koefisien determinasi parsial (*R squares*) untuk variabel kepemilikan manajerial adalah sebesar 0,002. Hal ini memberikan makna bahwa secara parsial kemampuan variabel kepemilikan manajerial dalam menjelaskan keragaman variabel dividen (DY) adalah sebesar 0,2%, sedangkan sisanya sebesar 98,8 % dipengaruhi oleh faktor lain. Koefisien regresi pada variabel kepemilikan manajerial terhadap kebijakan dividen (DY) sebesar 0,000195 menunjukkan bahwa dengan peningkatan kepemilikan manajerial (MOW) akan dapat meningkatkan kebijakan dividen. Pengaruh variabel kepemilikan manajerial (MOW) terhadap kebijakan dividen (DY) dimana nilai signifikansi sebesar 0,627 nilai ini lebih besar dari $\alpha = 0,05$, dengan demikian secara statistik H_2 ditolak. Hal ini berarti hipotesis yang menyatakan “kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap kebijakan dividen” tidak dapat dibuktikan kebenarannya sehingga hipotesis tersebut ditolak.

PEMBAHASAN

Berdasarkan hasil uji statistik diketahui bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh

(2006). Hasil penelitian Nurhayati (2004) menemukan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh negatif tetapi tidak signifikan, hal ini terjadi karena kondisi manajemen perusahaan masih didominasi oleh manajemen keluarga, sedangkan hasil penelitian Puteri dan mohammad (2006) menemukan bahwa kepemilikan manajerial secara statistik berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan hutang, hal ini karena penggunaan hutang akan meningkatkan monitoring dari *bondholders* dan membuat *shareholders* lebih tenang karena pembiayaan investasi tidak menggunakan dananya sehingga mengurangi risiko dari *shareholders*.

Hasil uji statistik diketahui bahwa kepemilikan manajerial memiliki pengaruh negatif tetapi tidak signifikan terhadap kebijakan dividen atau hipotesis kedua (H_2) yang diajukan tidak terbukti atau tidak dapat diterima. Hal ini terjadi karena pemegang saham yang sekaligus sebagai pengelola perusahaan cenderung memilih kompensasi berupa gaji dan bonus atau intensif jangka panjang lainnya dibandingkan dengan dividen. Konsep *pecking order theory* mengemukakan bahwa perusahaan cenderung mengutamakan pendanaan internal guna membayar dividen dan mendanai investasi. Pendanaan internal lebih diutamakan daripada pendanaan eksternal, karena perusahaan tidak perlu melibatkan pihak ketiga diluar manajemen dan pemegang saham, dan akan terhindar dari biaya penerbitan (*floatation cost*). Selain itu dengan pendanaan internal, perusahaan dapat terhindar dari kesulitan keuangan (*fnancial distress*).

Penelitian ini mengindikasikan bahwa kebijakan dividen dan kepemilikan manajerial digunakan sebagai substitusi untuk mengurangi biaya keagenan, tetapi tidak mampu membuktikan secara empiris bahwa memang terjadi fenomena substitusi kepemilikan manajerial terhadap dividen sesuai dengan teori keagenan. Perusahaan dengan menetapkan

persentase kepemilikan manajerial yang besar membayar dividen dalam jumlah kecil sedangkan pada persentase kepemilikan manajerial kecil menetapkan dividen pada jumlah besar.

Hasil penelitian ini mendukung penelitian dari Ismiyati dan Mamduh (2003), Wahyudi dan Hartini (2006) yang juga menemukan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh signifikan terhadap keputusan pendanaan, tetapi tidak terhadap kebijakan dividen. Ini membuktikan bahwa pemegang saham yang sekaligus sebagai pengelola perusahaan cenderung memilih kompensasi berupa gaji dan bonus atau intensif jangka panjang lainnya dibandingkan dengan dividen.

Hasil penelitian ini berbeda dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Nuringasih (2005), yang menemukan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh secara positif terhadap kebijakan dividen, hal ini terjadi karena perilaku manajer mengarah pada dividen yang relatif tinggi sebagai *return* atas kepemilikan saham. Hasil penelitian ini juga berbeda dengan temuan Putri dan Muhammad (2006) yang menemukan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap kebijakan dividen, hal ini terjadi karena manajer yang memiliki saham perusahaan yang tinggi, maka kekayaan semakin tidak terdiversifikasi dengan baik, oleh karena itu manajer akan mengharapkan *return* atas *opportunity cost* lebih besar yaitu dari pembagian dividen yang tinggi.

KESIMPULAN DAN SARAN

Kesimpulan

Penelitian ini bertujuan untuk menguji kembali hasil-hasil penelitian tentang pengaruh kepemilikan manajerial terhadap kebijakan pendanaan dan dividen. Hasil penelitian menunjukkan bahwa semakin tinggi kepemilikan manajerial maka semakin tinggi utang. Hal ini

KEUANGAN ■■■■■

Sudarma, M. 2004. Pengaruh Struktur Kepemilikan Saham, Faktor Intern dan Faktor Ekstern Terhadap Struktur Modal dan Nilai Perusahaan. *Disertasi*. Tidak dipublikasikan. Universitas Brawijaya Malang

Wahyudi, U. dan Pawestri, H.P. 2006. Implikasi Struktur Kepemilikan terhadap Nilai Perusahaan: Dengan Keputusan Keuangan Sebagai Variabel Intervening. *Proceeding*. Simposium Nasional Akuntansi 9 Padang.