



PENGARUH KEBIJAKAN PERUSAHAAN TERHADAP NILAI PERUSAHAAN

Muhammad Istan

Institut Agama Islam Negeri Curup
muhammadistan@iaincurup.ac.id

Info Artikel :

Diterima : 1 November 2021

Disetujui : 10 November 2021

Dipublikasikan : 29 Desember 2021

ABSTRAK

Kata Kunci:
Leverage
Keuangan,
Pengeluaran
Modal, Insentif
Manajerial,
Kinerja
Perusahaan,
dan Nilai
Perusahaan

Penelitian ini bertujuan untuk menguji apakah kinerja perusahaan memediasi kebijakan perusahaan dalam mempengaruhi nilai perusahaan. Penelitian ini mengambil sampel sebanyak 116 perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2004 sampai 2006, dengan metode purposive sampling. Teori yang mendasari penelitian ini adalah teori struktur modal (Modigliani dan Miller, 1963), dan teori keagenan (Jensen dan Meckling, 1976). Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa financial leverage berpengaruh negatif signifikan terhadap kinerja perusahaan, dan berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan. Belanja modal berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap kinerja perusahaan dan nilai perusahaan. Sedangkan insentif manajer berpengaruh positif signifikan terhadap kinerja perusahaan, namun tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Temuan khusus dari penelitian ini adalah bahwa kinerja perusahaan memediasi pengaruh insentif manajer perusahaan terhadap nilai perusahaan.

ABSTRACT

Keywords:
Financial
Leverage,
Capital
Expenditure,
Managerial
Incentive, Firm
Performance,
and Firm
Value

This study aimed to test whether the company's performance mediated the company policy in influencing the value of the firm. The study took a sample of 116 manufacturing companies listed in Indonesia Stock Exchange period of 2004 until 2006, with purposive sampling method. The theory underlying this research is theory of capital structure (Modigliani and Miller, 1963), and agency theory (Jensen and Meckling, 1976). Results of this research show that financial leverage significant negative effect on company's performance, and a significant positive influence firm value. Capital expenditure is not significant negative effect on the company's performance and firm value. While the manager incentives has a significant positive on company's performance, but no significant effect on firm value. Specific findings of this research is that the company's performance mediates the influence of corporate managers incentives to firm value.

PENDAHULUAN

Harga saham sebagai representasi dari nilai perusahaan ditentukan oleh tiga faktor utama, yaitu faktor internal perusahaan, eksternal perusahaan, dan teknikal. Faktor internal dan eksternal perusahaan merupakan faktor fundamental yang sering digunakan sebagai dasar pengambilan keputusan oleh para investor di pasar modal. Sedangkan faktor teknikal lebih bersifat teknis dan psikologis, seperti volume

perdagangan saham, nilai transaksi perdagangan saham, dan kecenderungan naik turunnya harga saham. Studi ini mengasumsikan bahwa para pemodal adalah rasional, sehingga aspek fundamental menjadi dasar penilaian (*basic valuation*) yang utama. Hal ini dikarenakan bahwa nilai saham mencerminkan nilai perusahaan, tidak hanya nilai intrinsik pada suatu saat, tetapi juga mencerminkan harapan akan kemampuan perusahaan dalam meningkatkan nilai kekayaan di masa depan. Faktor fundamental sangat kompleks dan luas cakupannya, meliputi faktor fundamental makro yang berada di luar kendali perusahaan dan faktor fundamental mikro yang berada di dalam kendali perusahaan (Syahib, 2000).

Penelitian ini menekankan pada faktor internal perusahaan yang sering dipandang sebagai faktor penting untuk menentukan harga saham. Faktor internal perusahaan dalam analisis pasar modal sering disebut dengan faktor fundamental perusahaan, faktor ini bersifat *controllable* sehingga dapat dikendalikan perusahaan. Faktor internal perusahaan dapat dikelompokkan dalam faktor kebijakan perusahaan dan faktor kinerja perusahaan. Faktor kebijakan perusahaan dalam penelitian ini ditekankan pada kebijakan manajemen keuangan, yang meliputi kebijakan pendanaan, kebijakan investasi dan kebijakan dividen (Weston dan Copeland, 1992). Kebijakan pendanaan diproksi dengan *leverage* keuangan, kebijakan investasi diproksi dengan *capital expenditure* dan kebijakan dividen diproksi dengan insentif manajer. Sedangkan faktor kinerja perusahaan ditekankan pada aspek *financial performance* yang diproksi dengan *ROA*.

Menurut Fuller dan Farrell (1987), faktor internal perusahaan yang menentukan harga saham adalah keuntungan-keuntungan perusahaan yang diharapkan di masa depan dan dividen. Keuntungan - keuntungan tersebut antara lain *ROA*, *ROE*, *Residual Income*, dan *EVA* yang merupakan *financial performance* dari kinerja perusahaan. Seperti dijelaskan di atas, bahwa penelitian ini menggunakan *ROA* sebagai indikator kinerja perusahaan, karena variabel ini dalam beberapa penelitian sebelumnya menunjukkan pengukuran kinerja yang lebih baik (Dodd and Chen, 1996), dan *ROA* lebih merepresentasikan kepentingan *stake-holders*.

Penelitian ini dimaksudkan untuk menguji pengaruh dari faktor internal perusahaan yang menekankan pada aspek kebijakan perusahaan yang diproksi dengan *leverage* keuangan, *capital expenditure* serta insentif manajer, dan kinerja perusahaan yang diproksi dengan *ROA* dalam mempengaruhi nilai perusahaan yang di proksi dengan *Tobins'Q*. Konsep pengaruh antar variabel dalam penelitian ini adalah pengaruh berjenjang, dengan menempatkan kinerja perusahaan sebagai variabel mediasi atau variabel *intervening*. Penelitian ini dimotivasi oleh beberapa penelitian terdahulu, antara lain penelitian dari Dodd dan Chen (1996), Anuchitworawong (2000), Pasternak dan Rosenberg (2002), Coles, *et al* (2004), Villalonga dan Amit (2004), Al Farouque, *et al* (2005), Aivazian, *et al* (2005), Uchida (2006), Schulz and Tubbs (2006), Lingling (2006), dan Guo (2006). Penelitian ini memfokuskan pada area penelitian manajemen keuangan yang dikemas dalam sebuah judul **"Pengaruh Kebijakan Perusahaan Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Kinerja Perusahaan Sebagai Variabel Intervening"** yang bertujuan untuk meneliti apakah kinerja perusahaan memediasi kebijakan perusahaan dalam mempengaruhi nilai perusahaan?.

Sebuah pengembangan model teoritis dan studi empiris pada perusahaan manufaktur yang *listed* di Bursa Efek Indonesia (BEI), dan diharapkan dapat memperjelas isu dalam meningkatkan nilai perusahaan, melalui faktor internal perusahaan. Studi ini diharapkan dapat memberikan kontribusi dalam pengembangan

disiplin ilmu manajemen keuangan, serta praktek-praktek manajemen dalam pengambilan keputusan untuk meningkatkan kinerja perusahaan dan nilai perusahaan sehingga tujuan perusahaan untuk meningkatkan kemakmuran *stakeholders* atau meningkatkan nilai perusahaan tercapai.

TINJAUAN PUSTAKA

Teori struktur modal modal (*capital structure theory*) modern dimulai dengan paper Modigliani dan Miller (1958), yang merupakan terobosan baru dalam manajemen keuangan modern. Proposisi yang diajukan Modigliani dan Miller memiliki pendukung yang sangat besar sampai sekarang. Proposisi yang menyatakan tidak relevannya keputusan *financing* memberikan implikasi penting, yaitu pada kondisi bagaimana keputusan tersebut menjadi tidak relevan, dan secara implisit juga menimbulkan pertanyaan pada kondisi bagaimana keputusan tersebut menjadi relevan (Harris dan Raviv, 1991).

Setelah mengalami diskusi yang sangat panjang, Modigliani dan Miller (1963), melonggarkan salah satu asumsinya tentang adanya pajak penghasilan. Bahwa apabila ada pajak penghasilan, maka keputusan *financing* menjadi relevan, penggunaan utang akan meningkatkan nilai perusahaan. Perkembangan selanjutnya selama lebih dari empat puluh tahun, berbagai riset teoritis dan empiris telah banyak dilakukan dengan melepaskan beberapa asumsi dasar dari proposisi Modigliani dan Miller. Berbagai riset telah memperkaya proposisi Modigliani dan Miller dengan memasukkan faktor pajak, *costs of financial distress*, *bankruptcy costs*, *agency costs*, dan *transaction costs* (Myers, 1977, 1984; Jensen dan Meckling, 1976).

Upaya dalam memasukkan berbagai faktor dan menanggalkan satu per satu dari berbagai ketidak sempurnaan pasar ini telah melahirkan dua teori keuangan baru dari teori struktur modal (*capital structure theory*), yang saling berlawanan, yaitu *trade-off theory* atau yang dikenal dengan *balanching theory* dan *pecking order theory* (Myers dan Majluf, 1984). Meskipun kedua teori tersebut menyatakan bahwa keputusan *financing* adalah relevan dalam kebijakan struktur modal pada kondisi pasar modal yang tidak sempurna.

Trade-off theory (Myers, 1977; 1984), memprediksi bahwa dalam mencari hubungan antara *capital structure* dengan nilai perusahaan terdapat satu tingkat *leverage* (*debt ratio*) yang optimal. Penggunaan utang akan meningkatkan nilai perusahaan sampai batas *leverage* tertentu (optimal), dan sesudahnya penggunaan utang akan menurunkan nilai perusahaan, karena penggunaan utang setelah *leverage* optimal akan menimbulkan biaya kebangkrutan (*bankruptcy cost*) yang lebih besar. Menurut teori ini, perusahaan-perusahaan besar pada umumnya cenderung kecil kemungkinan untuk bangkrut, sehingga lebih mudah untuk menarik pinjaman dari bank dibandingkan dengan perusahaan kecil.

Pecking order theory merupakan bentuk pengembangan dari teori *Static Trade-Off* (STO), yang dikemukakan oleh Myers dan Majluf (1984). Menurut teori ini, bahwa penentuan struktur modal yang optimal didasarkan pada keputusan pendanaan secara hierarki berdasarkan biaya modal yang paling murah yang bersumber pada sumber dana internal (laba) sampai dengan sumber dana eksternal (hutang dan saham). Pada mulanya teori ini kurang mendapatkan dukungan teoritis dan bukti empiris (Baskin, 1989), namun kemudian setelah mendapat suntikan dukungan dari argumen *information asymmetry*, disamping argumen keuntungan dari pajak, dan signifikannya biaya

transaksi, maka *pecking order theory* lebih dikenal secara luas (Myers, 1984; Myers dan Mjlf, 1984).

Perkembangan selanjutnya dari teori struktur modal adalah ditemukannya teori keagenan (*agency theory*) oleh Jensen dan Meckling (1976), yang menyatakan bahwa antara pemilik dan manajemen mempunyai kepentingan yang berbeda. Prinsip utama teori ini menyatakan adanya hubungan kerja antara pihak yang memberi wewenang (*prinsipal*), yaitu pemilik dengan pihak yang menerima wewenang (*agent*), yaitu manajer. Adanya berbagai kepentingan ini, masing-masing pihak berusaha untuk memperbesar keuntungan bagi dirinya sendiri. *Principal* (pemilik) menginginkan pengembalian yang sebesar-besarnya dan secepatnya atas investasi yang telah dilakukan. Sedangkan *agent* (manajer) menginginkan kepentingannya diakomodir sebesar-besarnya atas kinerjanya. *Agency theory* mengasumsikan bahwa semua individu bertindak atas kepentingan mereka sendiri. Pemegang saham sebagai *prinsipal* diasumsikan hanya tertarik pada hasil keuangan berupa pembagian dividen yang bertambah. Sedangkan manajer sebagai *agent* diasumsikan menerima kepuasan berupa kompensasi keuangan yang tinggi dan syarat-syarat yang menyertai dalam hubungan tersebut. Dengan demikian, maka perbedaan kepentingan antara pemegang saham dan manajer terletak pada maksimisasi manfaat (*utility*) pemegang saham (*principal*) dengan kendala manfaat (*utility*) dan insentif yang akan diterima manajer (*agent*). Adanya perbedaan kepen-tingan inilah yang memicu konflik antara pemilik (*principal*) dan manajer (*agent*). *Agency theory* pada dasarnya merupa-kan model yang digunakan untuk merumus-kan permasalahan yang berupa konflik antara pemegang saham sebagai pemilik perusahaan (*principal*) dengan manajer sebagai pihak yang ditunjuk atau diberi wewenang oleh para pemegang saham (*agent*) untuk menjalankan perusahaan sesuai dengan kepentingannya. Sebagai bentuk tanggung jawab manajer yang telah diberi wewenang oleh pemilik (*principal*), maka manajer akan menginformasikan kinerja yang telah dicapainya melalui laporan keuangan. Di dalam konteks ini, manajer (*agent*) mempunyai informasi yang *superior* dibandingkan dengan pemilik (*prinsipal*). Pada saat pemilik (*prinsipal*) tidak dapat memonitor secara sempurna aktivitas manajerial, maka manajer memiliki potensi dan peluang untuk menentukan kebijakan yang menguntungkan dirinya, dan disinilah muncul konflik dengan pemilik karena pemilik tidak menyukai tindakan tersebut.

Jensen & Meckling (1976), menyatakan bahwa manajer sebagai pihak *insider* yang diberi amanat oleh pemilik modal untuk mengamankan modal yang diinves-tasikannya dalam perusahaan, untuk itu pihak *insider* berhak atas gaji, bonus, insentif dan kompensasi lainnya karena menjalankan amanat termasuk mengambil keputusan-keputusan bisnis yang diharapkan terbaik bagi pemilik modal. Sehingga pihak *insider* bekerja untuk memaksimalkan nilai perusahaan atau kemakmuran para peme-gang saham, dan karenanya sebagai *insider*, manajer disebut sebagai agen.

Insentif manajer merupakan kompensasi yang diterima oleh manajer karena telah menjalankan tugas dan kewajibannya sesuai dengan keinginan pemilik. Agar manajer mau menjalankan perintah pemilik untuk menjalankan perusahaan sesuai dengan keinginannya, maka manajer diberi kom-pensasi baik berupa gaji maupun non gaji. Pemberian insentif ini juga dimaksudkan untuk mengendalikan perilaku oportunistik manajer, sehingga kebijakan-kebijakan yang diambil adalah kebijakan yang berpihak atau menguntungkan bagi para pemilik, yaitu para pemegang saham. Adanya insentif yang tinggi bagi manajer diharapkan akan memacu kinerjanya, sehingga kinerja perusahaan meningkat, demikian juga dengan nilai perusahaan. Insentif manajer dapat

diberikan dalam bentuk kas maupun non kas, dan dalam penelitian ini insentif manajer yang dimaksud adalah pemberian insentif kepada manajer dalam bentuk non kas, yaitu berupa saham atau yang dikenal dengan bonus saham (*stock bonus*). Seperti halnya penelitian pengeluaran modal (*capital expenditure*), maka penelitian yang berkenaan dengan insentif manajer juga telah banyak dilakukan sebelumnya. Hutchinson (2001), dalam penelitiannya menemukan *compensation incentives* berpengaruh positif tetapi tidak signifikan terhadap kinerja perusahaan. Pasternak & Rosenberg (2002), dalam penelitiannya menemukan *leverage* berpengaruh negative dan signifikan terhadap insentif. Insentif berpengaruh positif dan signifikan terhadap *Tobin's Q*. Aggarwal, *et al* (2003), dalam penelitiannya menemukan investasi berpengaruh positif terhadap insentif.

Leverage keuangan menggambarkan adanya faktor penggunaan hutang didalam operasi perusahaan. Penelitian yang berkenaan dengan *leverage* keuangan antara lain telah dilakukan oleh Pasternak & Rosenberg (2002), yang dalam penelitiannya menemukan bahwa *leverage* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *insentif*, *leverage* berpengaruh positif tetapi tidak signifikan terhadap *investasi*, dan *leverage* berpengaruh negatif tetapi tidak signifikan terhadap *nilai perusahaan (Tobin's Q)*. Anuchitworawong (2004), melakukan penelitian di Thailand dengan membandingkan dua periode, yaitu periode sesudah masa krisis (2000) dan periode sebelum masa krisis (1996). Hasil temuannya adalah; sesudah masa krisis (2000), *leverage* berpengaruh negative dan signifikan terhadap kinerja perusahaan (*ROA*). Hasil penelitian ini sesuai dengan hasil penelitian yang ditemukan oleh Aivazian, *et al* (2005), yang menemukan bahwa *leverage* berpengaruh negative dan signifikan terhadap investasi Demikian juga dengan hasil penelitian dari Guo (2006), juga menemukan bahwa *leverage* berpengaruh negative dan signifikan terhadap *ROA*. Akan tetapi temuan hasil penelitian tersebut berbeda dengan temuan hasil penelitian sebelum masa krisis (1996), bahwa *leverage* berpengaruh negative tetapi tidak signifikan terhadap kinerja perusahaan (*ROA*). Sedangkan Uchida (2006), dalam penelitiannya menemukan bahwa *leverage (debt)* berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan (*Tobin's Q*).

Penelitian berkenaan dengan investasi (*capital expenditure*) juga telah banyak dilakukan, antara lain telah dilakukan oleh Aggarwal, *et al* (2003). Hasil penelitian Aggarwal, *et al* (2003), menemukan pengaruh yang positif antara investasi dan kinerja perusahaan. Coles, *et al* (2004), dalam penelitiannya menemukan *capital expenditure* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *stock price volatility (vega)*, sedangkan terhadap *CEO pay-performance volatility (delta)*, *capital expenditure* berpengaruh positif dan signifikan. Penelitian lainnya dilakukan oleh Guo (2006), menemukan bahwa *stock bonus* berpengaruh negative dan signifikan terhadap *ROA*. Pasternak & Rosenberg (2002), dalam penelitiannya menemukan investasi berpengaruh negative tetapi tidak signifikan terhadap insentif, namun terhadap *Tobin's Q*, investasi berpengaruh positif dan signifikan, dan *leverage* berpengaruh positif tetapi tidak signifikan terhadap investasi. Anuchitworawong (2004), dalam penelitiannya yang dilakukan menemukan bahwa sesudah masa krisis (2000), *capital expenditure* berpengaruh negative dan signifikan terhadap kinerja perusahaan (*ROA*), demikian juga sebelum masa krisis (1996), *capital expenditure* berpengaruh negative dan signifikan terhadap kinerja perusahaan (*ROA*). Penelitian yang dilakukan oleh Aivazian, *et al* (2005), menemukan bahwa *leverage* berpengaruh negative dan signifikan terhadap investasi.

Hipotesis

Berdasarkan penjelasan teori dan hasil riset sebelumnya, maka dapat dikembangkan tujuh hipotesis sebagai berikut:

- H₁: *Leverage* keuangan berpengaruh positif dan signifikan terhadap kinerja perusahaan.
- H₂: *Capital expenditure* berpengaruh positif dan signifikan terhadap kinerja perusahaan.
- H₃: Insentif manajer berpengaruh positif dan signifikan terhadap kinerja perusahaan.
- H₄: *Leverage* keuangan berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.
- H₅: *Capital expenditure* berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.
- H₆: Insentif manajer berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.
- H₇: Kinerja perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan.

METODE PENELITIAN

Penelitian dilakukan di Bursa Efek Jakarta, dengan mengambil sampel perusahaan-perusahaan manufaktur yang *listed* periode 2004 s/d 2006. Metode pengambilan sampel dengan menggunakan metode *purposive sampling*, dengan jumlah sampel sebesar 116 perusahaan yang memenuhi kriteria dari 152 perusahaan.

Metode analisis menggunakan metode regresi berganda dengan beberapa asumsi klasik yang diperyaratkan dalam model, serta menggunakan analisis jalur (*path analysis*). Pengujian hipotesis dilakukan dengan menggunakan uji t dan uji *sig-t*. Pengujian efek mediasi dilakukan dengan menghitung nilai koefisien langsung dan tidak langsung dari variabel independen terhadap variabel dependennya.

Metode analisis menggunakan metode regresi berganda dengan beberapa asumsi klasik yang diperyaratkan dalam model, serta menggunakan analisis jalur (*path analysis*). Pengujian hipotesis dilakukan dengan menggunakan uji t dan uji *sig-t*. Pengujian efek mediasi dilakukan dengan menghitung nilai koefisien langsung dan tidak langsung dari variabel independen terhadap variabel dependennya.

Hasil Analisis

Hasil analisis dijelaskan dengan men-deskripsikan variable-variabel penelitian dan hasil uji hipotesis serta uji mediasi.

Deskripsi Variabel Penelitian

Capital expenditure (CAPEX), memiliki nilai standar deviasi terbesar yaitu sebesar 1023,81% dengan nilai *mean* sebesar 74,96%. Sedangkan yang memiliki nilai standar deviasi terendah adalah kinerja perusahaan (KINPER) yaitu sebesar 5,33% dengan nilai *mean* sebesar 2,74%. Insentif manajer (INMA) memiliki nilai standar deviasi sebesar 47,80% dengan nilai *mean* sebesar 65,00%. Selanjutnya *leverage* keuangan (LEVKEU) sebagai variabel dependen ke 3 memiliki nilai standar deviasi sebesar 35,39% dengan nilai *mean* sebesar 57,51%.

Tingginya nilai standar deviasi pada variable *capital expenditure* menggambarkan bahwa *capital expenditure* tiap-tiap perusahaan yang diobservasi relative berbeda jauh. Mengingat bahwa *capital expenditure* adalah proksi dari kebijakan investasi, maka berarti kemampuan tiap-tiap perusahaan yang diobservasi dalam berinvestasi relatif sangat berbeda. Perbedaan ini kemungkinan besar disebabkan karena kekuatan atau kemampuan dalam menyediakan dana, dan dalam memandang kesempatan investasi di masa mendatang Meskipun masih dibidang relative rendah insentif manajer, namun nilai standar deviasi insentif manajer relative lebih tinggi dari *leverage* keuangan dan kinerja perusahaan pada tiap-tiap perusahaan yang diobservasi. Insentif manajer diproksi dengan variable *dummy* sehingga *rangennya* hanya 1, yaitu antara 0 dan 1 dengan nilai standar deviasi sebesar 47,80% dan nilai mean sebesar 65,00%. Jadi jika dibandingkan dengan *leverage* keuangan dan kinerja perusahaan, maka nilai insentif manajer pada perusahaan-perusahaan yang diobservasi relatif lebih menyebar dan lebih jauh dari nilai *mean*-nya apabila dibandingkan dengan nilai *leverage* keuangan dan kinerja perusahaan pada tiap-tiap perusahaan yang diobservasi..

Leverage keuangan sebagai variable independen ke 3 memiliki nilai standar deviasi yang lebih rendah dari insentif manajer, yaitu sebesar 35,39% dengan nilai mean 57,511%. *Leverage* keuangan dalam penelitian ini merupakan variabel yang menggambarkan penggunaan utang jangka panjang relatif terhadap total aktiva. Jika dilihat dari nilai standar deviasinya sebesar 35,39%, maka penggunaan hutang pada perusahaan-perusahaan yang diobservasi variabilitasnya relatif rendah, sehingga mendekati rata-rata industrinya.

Seperti halnya *leverage* keuangan, maka kinerja perusahaan dalam model persamaan ini memiliki distribusi data yang lebih homogen dibandingkan dengan nilai insentif manajer dan *leverage* keuangan, karena nilai standar deviasinya paling rendah yaitu sebesar 5,33% dengan nilai *mean* sebesar 2,75%. Kondisi ini menunjukkan bahwa nilai kinerja perusahaan pada tiap-tiap perusahaan yang diobservasi mendekati nilai rata-rata industrinya.

Nilai mode dari *capital expenditure*, *leverage* keuangan, dan kinerja perusahaan semuanya lebih rendah dari nilai meannya. Artinya bahwa *capital expenditure*, *leverage* keuangan, kinerja perusahaan dan nilai perusahaan dari perusahaan-perusahaan yang diobservasi masih dapat ditingkatkan. Sedangkan nilai mode dari insentif manajer adalah 1, berarti sebagian besar perusahaan-perusahaan yang diobservasi telah membagi bonus saham.

Nilai perusahaan (Y_3) pada perusahaan -perusahaan yang diobservasi memiliki nilai standar deviasi 67,34% dengan *nilai mean* sebesar 116,49%. Nilai standar deviasi ini lebih rendah dari nilai standar deviasi *capital expenditure*, tetapi lebih tinggi standar deviasi insentif manajer, *laverage* keuangan, dan kinerja perusahaan pada perusahaan-perusahaan yang diobservasi.

Kondisi tersebut menggambarkan bahwa nilai perusahaan tiap-tiap perusahaan yang diobservasi relative berbeda. Mengingat bahwa nilai perusahaan diproksi dengan *Tobin.s Q*, maka perbedanan ini kemungkinan besar disebabkan karena perbedaan nilai pasar saham dan nilai kekayaan atau aktiva pada perusahaan-perusahaan yang diobservasi. Hal ini ditunjukkan dari besarnya nilai *mode* dari nilai perusahaan yang lebih rendah dari nilai *mean*-nya dan juga nilai standar deviasi dari *leverage* keuangan yang relatif rendah.

Pengujian Kekuatan dan Kesesuaian Model

Pengujian normalitas *error* menghasilkan rasio *skewness* sebesar 0,481 terletak pada posisi -2 sampai +2 atau lebih kecil dari 2. Oleh karena itu, dapat disimpulkan bahwa data berdistribusi normal sehingga sesuai standar ketentuan yang dipersyaratkan dalam model OLS.

Hasil pengujian multikolonieritas pada menghasilkan nilai VIF untuk masing-masing variable independen lebih kecil 10 ($VIF < 10$). Insentif Manajer (INMA) mempunyai nilai VIF sebesar 1,007. *Capital expenditure* (CAPEX) mempunyai nilai VIF sebesar 1,006. Sedangkan *leverage* keuangan (LEVKEU) mempunyai nilai VIF sebesar 1,001. Dikarenakan semua variabel independen mempunyai nilai VIF lebih kecil dari 10, maka dapat disimpulkan bahwa semua variabel independen yang dimasukkan dalam model regresi terbebas dari persoalan multikolonieritas.

Hasil pengujian heteroskedastisitas seperti yang tersaji di Tabel 1 pada lampiran 1 menunjukkan bahwa semua variable independen yang dimasukkan dalam model regresi secara statistik tidak signifikan ($sig-t = > 0,05$) berpengaruh terhadap residual, maka model regresi terbebas dari persoalan heteroskedastisitas. Hasil pengujian heteroskedastisitas di Table 1 pada lampiran 1 menunjukkan bahwa insentif manajer (INMA) mempunyai nilai $t = -1,260$ dengan nilai $sig-t = 0,209$. *Capital expenditure* (CAPEX) mempunyai nilai t sebesar -1,451 dengan nilai $sig-t$ sebesar 0,148. Sedangkan *leverage* keuangan (LEVKEU) mempunyai nilai t sebesar -1,511 dan nilai $sig-t$ sebesar 0,132. Jadi, semua variable independen secara statistik tidak ada yang signifikan terhadap *absolute residual* atau mempunyai nilai $sig-t$ lebih besar dari 0,05, sehingga dapat disimpulkan bahwa semua variable independen yang dimasukkan dalam model regresi terbebas dari persoalan heteroskedastisitas.

Hasil pengujian *Durbin-Watson* (DW) menunjukkan nilai *Durbin-Watson* (DW) sebesar 1,294 terletak pada daerah autokorelasi positif, sehingga dapat disimpulkan bahwa model regresi tidak terbebas dari persoalan autokorelasi. Namun menurut Cooper dan Emory (1996), bahwa persoalan autokorelasi dapat diabaikan sepanjang model tersebut tidak digunakan untuk memprediksi, akan tetapi digunakan untuk menjelaskan fenomena empirik (*to descriptive*), sehingga persoalan autokorelasi pada persamaan 1 ini dapat diabaikan.

Pengujian kesesuaian model (*goodness of fit*) dilakukan dengan melihat nilai dari *R-square* dan signifikansi F. Nilai *R-square* menjelaskan kemampuan variable-variabel independen didalam mempengaruhi variable dependen dan signifikansi F menjelaskan tingkat keyakinan bahwa model tersebut adalah sesuai (*goodness of fit*). Hasil pengujian kekuatan dan kesesuaian model selengkapnya dapat dilihat pada Tabel 2 dan Tabel 3 di lampiran 2 dan lampiran 3.

Hasil pengujian persamaan 1 menunjukkan bahwa nilai *R-square* sebesar 0,589 dan nilai nilai F sebesar 128,743 dengan $sig-t = 0,000$. Jadi, variable-variabel kebijakan perusahaan seperti; insentif manajer (INMA), *capital expenditure* (CAPEX), dan *leverage* keuangan (LEVKEU) yang dimasukkan dalam model regresi mempunyai kemampuan menjelaskan kinerja perusahaan (KINPER) sebesar 58,90 persen, sedangkan sisanya sebesar 41,10 persen dijelaskan oleh faktor lain yang tidak dimasukkan dalam model regresi. Model regresi yang digunakan sesuai dengan bukti empiris memenuhi kesesuaian model (*goodness of fit*) pada *level* signifikansi kurang dari 1 persen ($sig-t = 0,000$).

Hasil Hasil pengujian persamaan 2 menunjukkan bahwa nilai *R-square* sebesar 0,238 dan nilai nilai F sebesar 21,013 dengan $sig-t = 0,000$. Jadi, variable-variabel

kebijakan perusahaan seperti; insentif manajer (INMA), *capital expenditure* (CAPEX), *leverage* keuangan (LEVKEU), kinerja perusahaan (KINPER) dan yang dimasukkan dalam model regresi mem-punyai kemampuan menjelaskan nilai perusahaan (NILPER) sebesar 23,80 persen, sedangkan sisanya sebesar 76,20 persen dijelaskan oleh faktor lain yang tidak dimasukkan dalam model regresi. Model regresi yang digunakan sesuai dengan bukti empiris memenuhi kesesuaian model (*goodness of fit*) pada *level signifikansi* kurang dari 1 persen ($\text{sig-t} = 0,000$).

Pengujian Regresi

Hasil pengujian regresi persamaan 1 adalah: $\text{KINPER} = 0,160\text{INMA} - 0,008\text{CAPEX} - 0,755\text{LEVKEU}$. Nilai koefisien insentif manajer (INMA) sebesar 0,160 (positif), berarti insentif manajer berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan (KINPER). Nilai koefisien *capital expenditure* (CAPEX) sebesar -0,008 (negatif), berarti *capital expenditure* berpengaruh negatif terhadap kinerja perusahaan (KINPER). Nilai koefisien *leverage* keuangan (LEVKEU) sebesar -0,755 (negatif), berarti *leverage* keuangan berpengaruh negatif terhadap kinerja perusahaan (KINPER).

Hasil pengujian regresi persamaan 2 adalah: $\text{NILPER} = -0,051\text{INMA} - 0,016\text{CAPEX} + 0,725\text{LEVKEU} + 0,427\text{KINPER}$. Nilai koefisien insentif manajer (INMA) sebesar -0,051 (negatif), berarti insentif manajer berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan (NILPER). Nilai koefisien *capital expenditure* (CAPEX) sebesar -0,016 (negatif), berarti *capital expenditure* berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan (NILPER). Nilai koefisien *leverage* keuangan (LEVKEU) sebesar 0,725 (positif), berarti *leverage* keuangan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan (NILPER). Sedangkan nilai koefisien kinerja perusahaan (KINPER) sebesar 0,427 (positif), berarti kinerja perusahaan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan (NILPER).

Pengujian Hipotesis

Pengujian hipotesis dilakukan untuk menjawab *riset question* seperti yang telah dijelaskan di depan. Penelitian ini menguji 7 hipotesis yang dikembangkan dari penelaahan pustakan dan hasil riset sebelumnya.

Hipotesis 1

Hasil pengujian hipotesis 1, secara statistik, *leverage* keuangan berpengaruh negative dan signifikan pada *level of significant* kurang dari 1% ($t_h = -19,335$; dengan nilai $\text{sig-t} = 0,000$) terhadap kinerja perusahaan. Jadi, berdasarkan hasil pengujian secara statistik tersebut di atas *leverage* keuangan berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kinerja perusahaan. Oleh karena itu, dapat disimpulkan bahwa hipotesis 1 (H_1) ditolak, karena arahnya berbeda, yaitu negatif.

Hipotesis 2

Hasil pengujian hipotesis 2, secara statistik *capital expenditure* berpengaruh negative dan tidak signifikan pada *level of significant* 5% ($t_h = -0,209$; dengan nilai $\text{sig-t} = 0,835$) terhadap kinerja perusahaan. Jadi, berdasarkan hasil pengujian secara statistik tersebut di atas *capital expenditure* berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap kinerja perusahaan, sehingga disimpulkan bahwa hipotesis 2 (H_2) ditolak.

Hipotesis 3

Hasil pengujian hipotesis 4, secara statistik insentif manajer berpengaruh positif dan signifikan pada *level of significant* kurang dari 1% ($t_h = 4,074$; dengan nilai $\text{sig-t} = 0,000$) terhadap kinerja perusahaan. Jadi, berdasarkan hasil perhitungan secara statistik

tersebut di atas insentif manajer berpengaruh positif dan signifikan terhadap kinerja perusahaan, sehingga dapat disimpulkan bahwa hipotesis 3 (H₃) diterima.

Hipotesis 4

Hasil pengujian hipotesis 4, secara statistik *leverage* keuangan berpengaruh positif dan signifikan pada *level of significant* kurang dari 1% ($t_h = 8,819$; dengan nilai $sig-t = 0,000$) terhadap nilai perusahaan. Jadi, berdasarkan hasil pengujian secara statistik tersebut di atas, *leverage* keuangan berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan, sehingga dapat disimpulkan bahwa hipotesis 4 (H₄) diterima.

Hipotesis 5

Hasil pengujian hipotesis 5, secara statistik *capital expenditure* berpengaruh negative dan tidak signifikan pada *level of significant* 5% ($t_h = -0,306$; dengan nilai $sig-t = 0,760$) terhadap nilai perusahaan. Jadi, berdasarkan hasil pengujian secara statistik tersebut di atas, *capital expenditure* berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap nilai perusahaan, sehingga dapat disimpulkan bahwa hipotesis 5 (H₅) ditolak.

Hipotesis 6

Hasil pengujian secara statistik tidak signifikan pada *level of significant* 5% ($t_h = -0,927$; dengan nilai $sig-t = 0,355$). Oleh karena itu, insentif manajer berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. Jadi, dapat disimpulkan bahwa hipotesis 6 (H₆) ditolak.

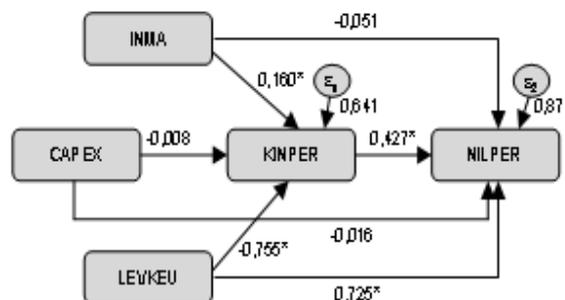
Hipotesis 7

Hasil pengujian secara statistik kinerja perusahaan berpengaruh positif dan signifikan pada *level of significant* kurang dari 1% ($t_h = 5,152$; dengan nilai $sig-t = 0,000$) terhadap nilai perusahaan. Jadi, berdasarkan hasil pengujian secara statistik tersebut di atas, kinerja perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan, sehingga dapat disimpulkan bahwa hipotesis 7 (H₇) diterima.

Pengujian Mediasi

Pengujian mediasi dilakukan untuk mengetahui apakah kinerja perusahaan berperan sebagai variabel *intervening* di dalam mempengaruhi nilai perusahaan. Jika hasil analisis regresi pada persamaan1 dan persamaan2 dimasukan dalam model empirik, maka akan diperoleh hasil analisis jalur (*path analysis*) seperti pada Gambar 1 berikut ini.

Gambar 1 Analisis Jalur Model Empirik Penelitian



Sumber: Hasil pengolahan data dengan SPSS 11.

Penjelasan Analisis Mediasi

Insentif Manajer > Kinerja Perusahaan . Nilai Perusahaan.

Berdasarkan uji statistik, insentif manajer berpengaruh positif dan signifikan kurang dari 1% terhadap kinerja perusahaan, dan kinerja perusahaan berpengaruh positif dan signifikan kurang dari 1% terhadap nilai perusahaan. Sedangkan insentif manajer secara statistik tidak signifikan dalam mempengaruhi nilai perusahaan, sehingga tidak sesuai dengan konsep teori agensi.

Jadi, secara statistik benar bahwa insentif manajer berpengaruh terhadap kinerja perusahaan, dan pengaruh tersebut adalah positif, secara teoritis pengaruh insentif manajer terhadap kinerja perusahaan juga positif. Oleh karena itu, kinerja perusahaan baik secara statistik maupun secara teoritis *memediasi*, insentif manajer dalam mempengaruhi nilai perusahaan.

Capital Expenditure > Kinerja Perusahaan > Nilai Perusahaan.

Berdasarkan uji statistik, *capital expenditure* berpengaruh negatif tetapi tidak signifikan terhadap kinerja perusahaan, dan kinerja perusahaan berpengaruh positif dan signifikan kurang dari 1% terhadap nilai perusahaan. Sedangkan *capital expenditure* secara statistik tidak berpengaruh signifikan terhadap kinerja perusahaan, sehingga tidak sesuai dengan konsep teorinya.

Jadi, *capital expenditure*, secara statistik juga tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan, sehingga tidak sesuai dengan konsep teori investasi. Oleh karena itu, kinerja perusahaan baik secara statistik maupun secara teoritis *tidak memediasi*, *capital expenditure* dalam mempengaruhi nilai perusahaan.

Leverage Keuangan > Kinerja Perusahaan > Nilai Perusahaan.

Berdasarkan uji statistik, *leverage* keuangan berpengaruh negatif dan signifikan kurang dari 1% terhadap kinerja perusahaan, sehingga tidak sesuai dengan konsep teori *balancing* atau *trade-off theory*. Kinerja perusahaan berpengaruh positif dan signifikan kurang dari 1% terhadap nilai perusahaan, sesuai dengan konsep teori *signaling*. Disisi lain *leverage* keuangan secara statistik berpengaruh positif dan signifikan kurang dari 1% terhadap nilai perusahaan, sehingga sesuai dengan konsep teoritisnya. Oleh karena itu, kinerja perusahaan secara statistik *memediasi leverage* keuangan dalam mempengaruhi nilai perusahaan, sedangkan sesuai konsep teori *tidak memediasi leverage* keuangan dalam mempengaruhi nilai perusahaan.

Pengujian Efek Mediasi

Berdasarkan penjelasan mediasi tersebut di atas, maka besarnya efek mediasi dapat dihitung sebagai berikut:

Pertama, kinerja perusahaan sebagai variabel mediasi dari insentif manajer tidak perlu dihitung efek mediasinya, karena kinerja perusahaan merupakan mediasi penuh dari insentif manajer dalam mempengaruhi nilai perusahaan. Pembagian bonus saham menunjukkan adanya *signal* tidak langsung (*indirect signaling effect*) terhadap nilai perusahaan. *Signal* ini ditangkap oleh para pelaku bursa melalui kinerja perusahaan, dimana adanya pembagian bonus saham berdampak pada peningkatan *return on asset (ROA)*. Hal ini ditunjukkan dari besarnya nilai *mean rate of return* atau rata-rata industri manufaktur dari *rate of return* 2,75%. Meskipun nilai *rate of return* rata-rata industri manufaktur sebesar 2,75% tergolong rendah, namun hal ini dapat memberikan harapan adanya dividen bagi para pemilik saham.

Kedua, kinerja perusahaan sebagai variabel mediasi dari *leverage* keuangan, secara statistik pengaruh tidak langsung *leverage* keuangan (LEVKEU) terhadap nilai perusahaan adalah $(0,755) \times 0,725 = (0,547)$. Besarnya pengaruh langsung *leverage* keuangan terhadap nilai perusahaan adalah 0,725. Jadi dapat disimpulkan bahwa pengaruh sebenarnya adalah pengaruh langsung, karena nilai koefisien pengaruh langsung 0,725 lebih besar dari pengaruh koefisien tidak langsung -0,547. *Leverage* keuangan (LEVKEU) lebih efektif berpengaruh langsung terhadap nilai perusahaan (NILPER) daripada melalui kinerja perusahaan (KINPER).

SIMPULAN

Berdasarkan hasil analisis regresi, pengujian hipotesis dan pengujian mediasi dapat disimpulkan sebagai berikut:

Pertama, insentif manajer ber-pengaruh positif terhadap kinerja perusahaan tetapi tidak berpengaruh pada nilai perusahaan. Oleh karena itu, maka pem-bagian bonus saham oleh perusahaan kepada manajer meningkatkan kinerja perusahaan, namun tidak meningkatkan nilai perusahaan.

Kedua, *capital expenditure* tidak berpengaruh terhadap kinerja perusahaan dan nilai perusahaan, atau dengan kata lain kecil pengaruh *capital expenditure* terhadap kinerja perusahaan dan nilai perusahaan.

Kedua, *leverage* keuangan berpe-ngaruh positif terhadap nilai perusahaan, sehingga semakin tinggi penggunaan hutang, semakin tinggi nilai perusahaan. Namun demikian pengaruh hutang terhadap nilai perusahaan tidak linier, melainkan ada batas maksimalnya, yakni; ketika *marginal income* dari *present value* (PV) penghemat-an pajak sama dengan *marginal cost* dari biaya kebangkrutannya.

Ketiga, kinerja perusahaan berpe-ngaruh positif terhadap nilai perusahaan, sehingga kinerja perusahaan berperan sebagai variable *intervening* atau mediasi yang menghubungkan pengaruh insentif manajer terhadap nilai perusahaan.

Keempat, terjadi proses berjenjang dalam mempengaruhi nilai perusahaan, yaitu insentif manajer, kinerja perusahaan, dan nilai perusahaan. Perusahaan yang membagikan insentif berupa bonus saham kepada manajer kinerjanya meningkat, dan dengan meningkatnyakerja perusahaan, maka nilai perusahaan juga meningkat.

DAFTAR PUSTAKA

- Aggarwal, R and Aung Kyaw, N.N, 2006, Kent State University, Kent, OH 44242, e-mail: ragnarwa@bsa3.kent.edu, Iona College, New Rochelle, NY 10801, e-mail: nkyaw@iona.edu, Leverage, Investment Opportunities, and Firm Value: A Global Perspective on the Influence of Financial Development.
- Aggarwal, R.K and Samwick, A.A, 2003a, Why Do Managers Diversity Their Firms? Agency Reconsidered, *Journal of Finance*, 58, pg. 71-118.
- Aggarwal, R.K and Samwick, A.A, 2003b, Performance Incentives within Firms: The Effect of Managerial Responsibility, *The Journal of Finance*, Vol. LVIII, No. 4, pg. 1613-1649.
- Aggarwal, R.K and Samwick, A.A, 2003c, McIntire School of Commerce University of Virginia Charlottesville, VA 22903, E-mail Rajesh.Aggarwal@virginia.edu,

Empire-Builders and Shirkers: Investment, Firm Performance, and Managerial Incentives.

Agarwal, A., and G., Mandelker, 1987, Large Shareholders and Monitoring Managers: The Case of Anti takeover Charter Amendments, *Journal of Finance*, 42, pg. 823-837.

Agarwal, V., Daniel, N.D., and Naik, N.Y, 2005, Georgia State University, Robinson College of Business, 35, Broad Street, Suite 1221, Atlanta GA 30303, E-mail vagarwal@gsu.edu (Vikas) and nav@gsu.edu (Naveen), Role Managerial Incentives, Flexibility, and Ability: Evidence from Performance and Money Flows in Hedge Funds.

Agus Sartono, 1995, *Manajemen Keuangan : Teori dan Aplikasi*, Penerbit BPFE UGM Yogyakarta.

Aivazian, V. A., Ying Ge, and Jiaping Qiu, 2005, The Impact of Leverage on Firm Investment: Canadian Evidence, *Journal of Corporate Finance* 11 (2005), pg. 277-291.

Al Farouque, O., Tony van Zijl., Dunstan, K., and Karim, W, 2005, University of Auckland Business School (Tamaki Division), Private Bag 92019, Auckland, New Zealand, Email: keitha.dunstan@vuw.ac.nz, School of Accounting and Commercial Law, Victoria University of Wellington, PO Box 600, Wellington, New Zealand, <http://www.accounting-research.org.nz>, A Simultaneous Equations Approach to Analysing the Relationship Between Ownership Structure and Performance in Bangladesh.

Anuchitworawong, C, 2004, Institute of Economic Research Hitotsubashi University 2-1 Naka, Kunitachi, 186-8603, Tokyo, E-mail: cei*info@ier.hit*u.ac.jp, Ownership-based Incentives, Internal Corporate Risk and Firm Performance.

Baskin, J, 1989, An Empirical Investigation of The Pecking Order Hypothesis, *Financial Management*, Spring.

Bathala C.T., K.P. Moon, and R.P. Rao, 1994, Managerial Ownership, Debt Policy, and Institutional Holdings: An Agency Perspective, *Financial Management Journal*, 23, pg. 38-50.

Baum, C.F, 2006, Department of Economics, Boston College, Chestnut Hill, MA 02467 USA, e-mail: baum@bc.edu, Firm Investment and Financial Frictions.

Baxter, N.D, 1967, Leverage, risk of ruin, and the cost of capital, *Journal of Finance*, 22, pg. 395-403.

Bhattacharya, U; Daouk, H; and Welker, M, 2003, The World Price of Earnings Opacity, *The Accounting Review*, Vol. 78, No. 3, July, Pg. 641-678.

Biddle, G. C., R.M. Bauen & J.S Wallace (1996), Does EVA Beat Earnings?. Evidence on Associations with Stock Returns and Firm Values, *Journal of Accounting and Economics* 2, pg. 301-336.

Binsar Bitler, M. P., Moskowitz, T. J and Jorgensen, A. V, 2005, Testing Agency Theory with Entrepreneur Effort and Wealth, *The Journal of Finance*, LX:2, p. 539-576.

- Brailsford, T.J., Oliver, B.R., and Pua, S.L.H, 2002, On The Relation Between Ownership Structure and Capital Structure, *Accounting and Finance*, 42, pg. 1-26.
- Brealey, R.A., Myers, S.C, 1991, *Principle of Corporate Finance*, Fourth Edition, International Edition, McGraw-Hill, Inc.
- Brigham, Eugene, F., Gapenski, Louis, C., and Davis Philip, R, 1999, Intermediate Financial Management, Sixth Edition, *The Dryden Press*, Orlando.
- Brigham, Eugene F., and Houston Joel F, 1998, Fundamentals of Financial Management, Eight Edition, *The Dryden Press*, Orlando.
- Clay, Darin G, 2001, Institutional Ownership, CEO Incentive, and Firm Value, *Dissertation of Doctor of Philosophy The University of Chicago*, Chicago, Illinois.
- Claude, *et al*, 1996, Political Risk, Economic Risk, and Financial Risk, *Financial Analysis Journal*, Nov-Dec, pg. 29-45.
- Coles, J.L., Daniel, N.D., and Neveen, L, 2004, Department of Finance W.P. Carey School of Business Arizona State University, E-mail Jeffrey.Coles@asu.edu, Department of Finance Robinson College of Business Georgia State University, E-mail nav@gsu.edu, and E-mail lalitha@gsu.edu, Managerial Incentives and Risk-Taking.
- Cooper, D, R., and C.W., Emory, 1996, *Business Research Methods*, 5th Edition, Richard D. Irwin, Inc., USA.
- Crutchley, C., and Hansen, 1989, A Test of The Agency Theory or Managerial Ownership, Corporate Leverage and Corporate Dividend, *Financial Management Journal*, 18, pg.
- Dodd, J.L, and Chen, S, 1996, EVA: A New Panacea?, *B & E Review/July-Sept. 1996*, pg. 26-28.
- Gujarati, Damodar, N, 2003, *Basic Econometrics*, "Fourth Edition, International Edition, Mcgraw-Hill.
- Hair, *et al*, 1998, *Multivariate Data Analysis*, Fifth Edition, Prentice-Hill International, London.
- Hamada, R.S., 1972, The Effect of the Firm's Capital Structure on the Systematic Risk of Common Stocks, *Journal of Finance* 27, pg. 435-452.
- Harford, J and Li, K, 2005 University of Washington Business School, Seattle, WA 98195-3200, E-mail jarred@u.washington.edu, Decoupling CEO Wealth and Firm Performance
- Harris M., Raviv A, 1990, Capital Structure and the Information Role of Debt, *The Journal of Finance*, June, pg. 321-349.
- Harris M., Raviv A, 1991, The Theory of Capital Structure, *The Journal of Finance*, 46, pg. 297-355.
- Hennessy, C. A, 2004, Tobin's Q, Debt Overhang, and Investment, *The Journal of Finance*, LIX:4, pg. 1717-1742.

- Homaifar, G. J. Ziest., and O. Benkato, 1994, "An Empirical Model of Capital Structure : Some New Evidence", *Journal of Business Finance and Accounting*, 21, p. 1-14.
- Horne, Van, J.C and Wachowicz, J.M, Jr, 2001, *Fundamental of Financial Management*. Prentice-Hall, Inc. A Simon & Schuster Company Englewood Cliffs, new Jersey 07632.
- Hutchinson, M, 2001, School of Accounting and Finance Deakin University 221 Burwood Highway Victoria, Email hutch@deakin.edu.au, A Contracting-Agency Analysis of the Association Between Firm Risk, Incentives and Firm Performance: An Australian Perspective.
- Hyun-Han and Stulz, Rene. M, 2000, National Bureau of Economic Research, 1050 Massachusetts Avenue Cambridge, MA 02138, <http://www.nbr.org/papers/w7808>,
Firm Value, Risk, and Growth Opportunities.
- Imam Ghozali, dan Irwansyah, 2002, Analisis Pengaruh Kinerja Keuangan Perusahaan dengan alat ukur EVA, MVA dan ROA terhadap Return Saham pada Perusahaan Manufaktur di BEJ, *Jurnal Penelitian Akuntansi-Bisnis dan Manajemen*, Vol. 9, No. 1, Hal. 18-33.
- Imam Ghozali, 2002, *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS*, Edisi 2, Badan Penerbit Univesitas Diponegoro, Semarang.
- Jensen, M.C, 1986, Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers, *American Econimics Review*, 76. May, pg. 232-329.
- Jensen, M., and W.H. Meckling, 1976, The Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost, and Ownership Sructure, *Journal of financial Economic* 3, No. 4. pg. 305-360.
- Leyland, H and D. Pyle, 1977, Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation, *Journal of Finance*, May 1977, pp. 371-388.
- Mandelker, G.N, and S.G. Rhee, 1984, The Impact of the Degrees of Operating and Financial Leverage on Systematic Risk of Common Stock, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 19, pg. 45-57.
- Matthew S. Lilling, 2006, The Link Between CEO Compensation and Firm Performance: Does Simultaneity Matter?, *Atlantic Economic Journal*, 34, pp. 101-114.
- Mawani, A, 2003, Cancellation of Executive Stock Option: Tax and Accounting Income Considerations, *Contemporary Accounting Research* 20, pp. 495-517.
- McConnel, J.J and C.J Muscarella (1985), Corporate Capital Expenditure Decision and the Market Value of the Firm, *Journal of Financial Economic* 14, pg. 399-422.
- McConnell, J., and H. Servaes, 1990, Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value, *Journal of Financial Economics*, 27, pg. 595-612.
- McConnell, J., and H. Servaes, 1995, Equity Ownership and the Two Faces of Debt, *Journal of Financial Economics*, 39, pg.131-157.

- Mehran, H, 1995, Executive Compensation Structure, Ownership and Firm Performance, *Journal of Financial Economics* 38, pg. 163-184.
- Milbourn, Todd T, 1996 “The Executive Compensation Puzzle: Theory and Evidence” *IFA Working Paper* No. 235, London Business School.
- Modigliani, F., and M. Miller, 1958, The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment, *American Economic Review* 48 (3), pg. 261-297.
- Modigliani, F and Miller, M., 1963, Corporate Income Taxes and The Cost of Capital: A Correction, *American Economic Review*, 53, June, pg. 433-443.
- Myers, Stewart C, 1984, The Capital Structure Puzzle, *Journal of Finance*, 39: 3, July, pg. 575-592.
- Myers, Stewart C, and Nicholas S. Majluf, 1984, Corporate Financing and Investment Decisions when Firms Have Information that Investors Do Not Have, *Journal of Financial Economics*, 13, pg. 187-221.
- Pasternack, D and Rosenberg, M, 2002, Department of Finance and Statistics Swedish School of Economics and Business Administration 00101 Helsinki, E-mail: publ@shh.fi, and internet: <http://www.shh.fi/services/biblio/papers/index.htm>, The Impact of Stock Option Incentives on Investment and Firm Value.
- Penman, S.H, 2003, *Financial Statement Analysis and Security Valuation*. Second Edition, McGraw Hill.
- Ross, S. A, 2004, Compensation, Incentives, and the Duality of Risk Aversion and Riskiness, *The Journal of Finance*, LIX:1, pg. 207-225.
- Rubinstein, M.E, 1973, A Mean–Variance Synthesis of Corporate Financial Theory, *Journal of Finance* 28, pg. 167-181.
- Sharpe, W. F, 1964, Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk, *Journal of Finance* vol. 19, no. 3, pp. 425-442.
- Stulz, Rene M, 1988, “Managerial Control of Voting Rights, Financing Policies and the Market for Corporate Control”, *Journal of Financial Economics* 20, pg. 25-54.
- Syahib Natarsyah, 2000, Analisis Pengaruh Beberapa Faktor Fundamental dan Risiko Sistematis Terhadap Harga Saham (Kasus Industri Barang Konsumsi yang Go-Publik di Pasar Modal Indonesia), *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*, Vol. 15, No. 3, Hal. 294-312.
- Titman, S. & Wessels, R, 1988, “The Determinants of Capital Structure Choice”, *Journal of Finance*, 43(1), pg. 1-19.
- Uchida, Konari, 2006, Faculty of Economics and Business Administration, The University of Kitakyushu 4-2-1, Kitagata, Kokuraminamiku, Kitakyushu 802-8577 JAPAN, E-mail address: k_uchida@kitakyu-u.ac.jp *Agency Costs of Debt and the Relationship Between Firm Performance and Managerial Ownership: Evidence from Japan*.
- Villalonga, B., and Amit, R, 2004, Harvard Business School Soldiers Field Boston, MA 02163, E-mail: bvillalonga@hbs.edu. The Wharton School University of Pennsylvania 3620 Lous walk Philadelphia, PA 19104, E-mail:

amit@wharton.upenn.edu, How Do Family Ownership, Management, and Control Affect Firm Value?.

Wen-Chung Guo, 2006, Stock Bonus Compensation and Firm Performance in Taiwan, *Taiwan Economic Journal*.

Weston, J.F dan Copeland, T.E, 1992, *Manajemen Keuangan* Edisi Kedelapan (Edisi revisi), Penebit Binarupa Aksara, Jakarta.

Institute for Economic and Financial Research, “*Indonesian Capital Market Directory 2004 s/d 2008*”, Jakarta