

BAB 6

PENUTUP

6.1. Simpulan Penelitian

Penelitian ini bertujuan untuk menguji model mekanisme kontrol melalui kepemilikan institusional dan kebijakan utang terhadap konflik keagenan yang terjadi dalam *asset utilization* dan kinerja perusahaan. Model pengujian menggunakan persamaan simultan dengan teknik estimasi *three stage least square*. Analisis hasil penelitian dalam rangka menjawab permasalahan penelitian dapat disimpulkan, sebagai berikut:

1. Hasil pengujian dengan menggunakan model persamaan simultan menunjukkan bahwa pada awalnya kepemilikan institusional menunjukkan efek ke arah positif dan pada tingkat yang semakin tinggi menunjukkan efek ke arah negatif terhadap *asset utilization*. Oleh karena itu, mekanisme kontrol perusahaan melalui kepemilikan institusional lebih dominan pada tingkat kepemilikan yang semakin tinggi sehingga berpengaruh positif terhadap *asset utilization*. Namun, ketika tingkat kepemilikan institusional terlalu tinggi maka tindakan ekspropriasi melalui *tunneling* justru terjadi sehingga berpengaruh negatif terhadap *asset utilization*.
2. Hasil pengujian dengan menggunakan model persamaan simultan menunjukkan bahwa pada awalnya kebijakan utang menunjukkan efek ke arah negatif dan pada tingkat yang semakin tinggi menunjukkan efek ke arah positif terhadap *asset utilization*. Oleh karena itu, mekanisme kontrol melalui kebijakan utang lebih dominan pada tingkat yang tinggi sehingga berpengaruh

positif terhadap *asset utilization*. Namun, ketika tingkat kebijakan utang rendah maka tindakan ekspropriasi justru terjadi sehingga berpengaruh negatif terhadap *asset utilization*.

3. Hasil pengujian dengan menggunakan model persamaan simultan menunjukkan bahwa pada saat proporsi kepemilikan institusional dan kebijakan utang rendah maka hubungan yang terjadi adalah positif dan signifikan. Hal ini menunjukkan bahwa hubungan antara kepemilikan institusional dan kebijakan utang adalah komplementer. Di sisi lain, hasil model persamaan simultan menunjukkan bahwa pada saat proporsi kepemilikan institusional dan kebijakan utang tinggi maka hubungan yang terjadi adalah negatif dan signifikan. Hal ini menunjukkan bahwa hubungan antara kepemilikan institusional dan kebijakan utang adalah substitusi.
4. Hasil pengujian dengan menggunakan model persamaan simultan menunjukkan bahwa *asset utilization* berpengaruh positif dan signifikan terhadap kinerja perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa mekanisme kontrol yang dilakukan terhadap *asset utilization* melalui kepemilikan institusional dan kebijakan utang akan berpengaruh pada kinerja perusahaan.
5. Hasil pengujian dengan menggunakan model persamaan simultan menunjukkan bahwa pada awalnya kepemilikan institusional menunjukkan efek ke arah negatif dan pada tingkat yang semakin tinggi menunjukkan efek ke arah positif terhadap kinerja perusahaan. Oleh karena itu, ketika tingkat kepemilikan pemegang institusional masih rendah maka tindakan ekspropriasi terjadi sehingga berpengaruh negatif terhadap kinerja perusahaan. Hal tersebut terjadi karena mereka merupakan pihak yang hanya sedikit merasakan

pengaruh negatif dari penurunan kinerja perusahaan atas tindakan ekspropriasi. Di sisi lain, ketika tingkat kepemilikan pemegang institusional semakin tinggi maka mereka tidak melakukan tindakan ekpropriasi karena mereka merupakan pihak yang paling merasakan pengaruh negatif dari penurunan kinerja perusahaan.

6. Hasil pengujian dengan menggunakan model persamaan simultan ditemukan bahwa pada awalnya kebijakan utang menunjukkan efek ke arah positif dan pada tingkat yang semakin tinggi menunjukkan efek ke arah negatif terhadap kinerja perusahaan. Oleh karena itu, mekanisme kontrol perusahaan melalui kebijakan utang merupakan cara untuk melakukan efisiensi sehingga biaya pengawasan menjadi optimal yang berpengaruh terhadap kinerja perusahaan. Namun dalam pengujian ini ditemukan tidak signifikan.

6.2. Keterbatasan Penelitian

Penelitian ini memiliki beberapa keterbatasan. Keterbatasan dalam penelitian ini membuka peluang bagi peneliti lain untuk dapat mengembangkan hasil penelitian ini. Keterbatasan dalam penelitian ini, antara lain:

1. Penelitian ini masih membutuhkan penjelasan yang lebih tepat tentang pengaruh kepemilikan institusional terhadap *asset utilization* dan kinerja perusahaan. Ditemukan hubungan yang berlawanan arah dalam pengujian secara non linier antara pengaruh kepemilikan institusional terhadap *asset utilization* dan kinerja perusahaan. Hasil tersebut kemungkinan terjadi karena adanya ekspropriasi melalui *tunneling* yang dilakukan oleh pemilik institusional sebagai pemegang saham mayoritas terhadap pemegang saham

minoritas melalui *expropriation substitution mechanism* (ESM). Namun perlu penelitian lebih lanjut untuk yang mampu menjelaskan tentang ekspropriasi melalui *tunneling* yang terjadi di Indonesia karena penelitian ini masih belum dapat menjelaskan secara komprehensif tentang fenomena tersebut.

2. Penelitian ini juga menemukan pengaruh yang tidak signifikan antara kebijakan utang terhadap kinerja perusahaan secara non linier. Hal tersebut terjadi kemungkinan karena keterbatasan data berkaitan dengan proporsi besarnya utang sehingga pengaruh kebijakan utang terhadap kinerja hanya terbukti signifikan secara linier.
3. Penelitian ini belum mengontrol dan membedakan sampel berdasarkan asumsi model estimasi kepemilikan institusional tinggi dan rendah serta kebijakan utang tinggi dan rendah sehingga dapat memberikan hasil yang berbeda dari yang diharapkan dalam penerapan mekanisme kontrol terhadap konflik keagenan.
4. Data pemilik individu akhir (*ultimate shareholder*) dalam kepemilikan belum terdokumentasi dengan baik di Indonesia. Oleh karena itu, menyebabkan tidak tersedianya data yang memadai untuk mengidentifikasi pemilik individu akhir termasuk dalam kelompok kepemilikan manajerial atau bersifat tidak terikat (*independent*). Perbedaan klasifikasi ini dapat memberikan simpulan yang berbeda dari hasil penelitian ini.
5. Pengujian dalam penelitian ini masih terbatas secara non linier berupa kuadratik. Untuk mempelajari pola pengaruh mekanisme kontrol yang dilakukan melalui kepemilikan institusional dan kebijakan utang terhadap *asset utilization* dan kinerja perusahaan sebagai bagian dari konflik keagenan

maka dapat dilakukan secara non linier berupa kubik sehingga dapat diketahui kemungkinan adanya bentuk pola yang berbeda.

6.3. Saran Penelitian

Beberapa saran untuk penelitian lebih lanjut untuk mengembangkan hasil penelitian ini meliputi isu proksi pengukuran konflik keagenan, isu kepemilikan perusahaan oleh institusi, isu perusahaan dalam grup dan diluar grup. Berikut ini penjelasan dari masing-masing saran tersebut, yaitu:

1. Isu Tingkat Kepemilikan Perusahaan oleh Institusi

Penelitian ini belum mengeksplorasi tingkat kepemilikan institusional secara terperinci mengenai titik batas *threshold*. Selain itu, klasifikasi tingkat kepemilikan institusional juga merupakan isu yang menarik. Dengan kata lain, terdapat indikasi bahwa terdapat pergeseran persoalan keagenan yang terjadi antar pemegang saham yakni perbedaan tingkat kepemilikan institusional yang tersebar *versus* terkonsentrasi. Pada kasus kepemilikan saham yang terpecah menjadi kelompok mayoritas dan minoritas maka isu keagenan bergeser dari konflik antara pemilik dengan manajer menjadi konflik antara pemilik mayoritas dengan pemilik minoritas. Hal ini memungkinkan pergeseran tingkat mekanisme kontrol terhadap konflik keagenan yang belum dikaji dalam penelitian ini.

2. Isu Proksi Pengukuran Konflik Keagenan

Penelitian ini menggunakan *asset utilization* (ASSET_UT) sebagai proksi masalah keagenan. Untuk penelitian berikutnya disarankan untuk mempertimbangkan penggunaan proksi yang lain sebagai proksi untuk

pengukuran masalah keagenan yaitu *free cash flow* (FCF) dan *internal cash flow* (ICF).

3. Perusahaan Dalam Kelompok dan Di Luar Kelompok

Klasifikasi sampel perusahaan dalam kelompok dan di luar kelompok untuk mengetahui pola hubungan yang terjadi dalam penerapan mekanisme kontrol melalui kepemilikan institusional dan kebijakan utang terhadap konflik keagenan yang terjadi dalam *asset utilization* dan kinerja perusahaan kemungkinan akan memberikan hal yang berbeda dan belum dikaji dalam penelitian ini.

4. Kapasitas Penggunaan Aset dan Ukuran Perusahaan

Penelitian berikutnya dapat mempertimbangkan kapasitas berlebih dari penggunaan aset yang dimiliki oleh perusahaan dan ukuran perusahaan sehingga tetap dapat mempertahankan tingkat efisiensi terhadap *asset utilization*.

5. Penyusunan Model *Piecewise Linier Functions*

Saran untuk penelitian selanjutnya dapat melakukan penyusunan model *piecewise linier functions* sebagai alternatif model dari penelitian ini.

6.4. Implikasi Penelitian

Berdasarkan hasil pengujian hipotesis penelitian maka ada beberapa implikasi penelitian, sebagai berikut:

1. Implikasi Hasil Penelitian dalam Pengembangan Teori Keagenan

Hasil penelitian ini memiliki implikasi teori bahwa pengembangan kerangka analisis dan model dengan kepemilikan institusional dan kebijakan utang

sebagai bagian dari mekanisme kontrol serta *asset utilization* dan kinerja perusahaan sebagai bagian dari konflik keagenan mampu mengklarifikasi efek dari mekanisme kontrol terhadap konflik keagenan. Hasil pengujian hipotesis berdasarkan mekanisme kontrol melalui kombinasi kepemilikan institusional dan kebijakan utang terhadap *asset utilization* berpengaruh pada kinerja perusahaan secara empiris terbukti. Implikasi yang lain dari hasil penelitian ini dalam pengembangan teori keagenan yaitu hubungan secara non linier antara kepemilikan institusional terhadap *asset utilization* dan kinerja perusahaan mengarah pada *entrenchment hypothesis*. Di sisi lain, dalam menjelaskan hubungan secara non linier antara kebijakan utang terhadap *asset utilization* dan kinerja perusahaan mengarah pada *trade-off theory* antara *equity holders* dan *debt holders* karena biaya pengawasan yang ditanggung melalui utang (*monitoring cost*) oleh pemilik dengan biaya yang ditanggung oleh kreditur jika pemegang saham tidak mampu memenuhi kewajibannya karena proyek yang mengalami kegagalan. Oleh karena itu, untuk mengantisipasi kemungkinan kerugian maka kreditur mengenakan biaya keagenan utang (*debt agency cost*), dalam bentuk pembatasan penggunaan utang oleh manajer.

2. Implikasi Hasil Penelitian bagi Manajer Perusahaan

Manajer keuangan perusahaan memiliki fungsi utama antara lain dalam menentukan kebijakan keuangan perusahaan yang meliputi keputusan investasi dan keputusan pendanaan. Implikasi hasil penelitian bagi manajer yaitu manajer perlu mengevaluasi dan menyusun kembali aset-aset perusahaan dengan mempertimbangkan konsep portofolio bisnis yang efisien. Hal ini terbukti dengan mekanisme kontrol yang benar terhadap *asset utilization* akan

meningkatkan kinerja perusahaan. Selain itu, manajer melalui kebijakan utang perlu mempertahankan hingga tingkat *leverage* perusahaan menuju pada tingkat *leverage* yang optimal berdasarkan teori saling tukar (*trade-off theory*) sehingga mekanisme kontrol melalui kebijakan utang menjadi efisien.

3. Implikasi Hasil Penelitian bagi Investor

Investor berkepentingan terhadap pendanaan dan investasi berkaitan dengan aset-aset yang dimiliki dan dikelola di dalam perusahaan. Oleh karena itu, peningkatan *asset utilization* dan kinerja perusahaan mencerminkan hasil dari proses perencanaan, implementasi, dan pengendalian perusahaan yang dilakukan oleh manajer perusahaan terhadap aset-aset yang ada. Oleh karena itu, investor juga perlu melakukan evaluasi terhadap perilaku manajer dalam membuat kebijakan terkait dengan pemanfaatan aset perusahaan. Di sisi lain, investor juga perlu memperhatikan perilaku kreditor dalam melakukan *monitoring* terhadap pembiayaan yang diberikan kepada perusahaan dan memperhatikan kemampuan perusahaan dalam membayar biaya bunga dan pokok utang yang jatuh tempo. Selain itu, perilaku pemilik dalam perubahan komposisi kepemilikan yang melibatkan kepemilikan institusional perlu diperhatikan sehingga *trade-off* antara efek ekspropriasi (*expropriation effect*) dan efek pemantauan (*monitoring effect*) karena perubahan perilaku pemilik (pemegang saham mayoritas) tidak merugikan investor karena aktivitas *tunneling* dapat dilakukan oleh pemilik.

4. Implikasi Hasil Penelitian bagi Pemilik Perusahaan

Penelitian ini mengkaji tentang kepemilikan institusional. Hasil penelitian menunjukkan bahwa terdapat perbedaan pengaruh kepemilikan institusional

terhadap *asset utilization* dan kinerja perusahaan. Pengaruh kepemilikan institusional terhadap *asset utilization* berbentuk kebalikan U (*U-inverse*) tetapi hasil penelitian pengaruh kepemilikan institusional terhadap kinerja perusahaan berbentuk U (*U-shape*). Hal ini menunjukkan bahwa tingkat persoalan keagenan yang terjadi berbeda terkait dengan *asset utilization* dan kinerja perusahaan. Tingkat persoalan keagenan terkait dengan *asset utilization* justru terjadi pada tingkat kepemilikan institusional semakin tinggi, sedangkan tingkat persoalan keagenan terkait dengan kinerja perusahaan justru terjadi pada tingkat kepemilikan institusional yang rendah. Selain itu, persoalan keagenan tidak hanya terjadi antara pemilik dengan manajemen, tetapi juga dapat terjadi antara pemilik (melalui manajemen) dengan pemegang obligasi (Jensen dan Meckling, 1976). Oleh karena itu, tingkat kepemilikan institusional yang relatif tinggi juga berpotensi menimbulkan konflik antara pemilik institusional dan kreditur. Selain itu, juga antara pemilik perusahaan sebagai pemegang saham mayoritas dengan pemegang saham minoritas.

5. Implikasi Hasil Penelitian bagi Kreditur atau Perbankan

Penelitian ini memberikan implikasi bagi pihak kreditur atau perbankan dalam keputusan pemberian pinjaman dan fungsi kontrol yang diterapkan oleh pihak kreditur atau perbankan kepada perusahaan. Penelitian ini mengungkapkan bahwa pemegang saham institusional dapat melakukan ekspropriasi terhadap aset-aset yang dimiliki perusahaan melalui transaksi pihak yang berelasi (*tunneling*) sehingga hal tersebut dapat merugikan pihak kreditur atau perbankan yang telah memberikan pinjaman kepada perusahaan.

6. Implikasi Hasil Penelitian bagi Regulasi Pasar Modal

Penelitian ini memberikan implikasi bagi regulasi pasar modal untuk meningkatkan pengawasan terhadap informasi transaksi pihak berelasi (*tunneling*) yang diperlukan bagi investor sehingga tidak dirugikan. Sampai saat ini kebijakan yang dikeluarkan Bapepam-LK melalui keputusan Ketua Bapepam-LK No. Kep-412/BL/2009 mengatur bahwa jika terdapat transaksi pihak berelasi yang dilakukan melebihi 0,5% dari modal disetor dan melebihi 5 Milyar Rupiah maka transaksi tersebut harus mendapat persetujuan RUPS (Rapat Umum Pemegang Saham), tetapi belum diatur jumlah maksimal dan frekuensi yang diperbolehkan dilakukan transaksi pihak berelasi kepada satu pihak dengan pasti. Selain itu, memberikan perlindungan bagi pemegang saham minoritas sehingga transaksi dari pihak berelasi yang dilakukan oleh pemegang saham mayoritas dapat diminimalkan melalui peraturan dalam struktur kepemilikan perusahaan berkaitan dengan proporsi kepemilikan institusional dan perlu diungkapkan dalam laporan keuangan tentang pemegang saham pengendali akhir (*ultimate ownership*).

7. Implikasi Hasil Penelitian dalam Pengembangan Model Pengujian

Model persamaan simultan digunakan dalam penelitian ini didasarkan pada analisis yang mencakup integrasi dari keputusan-keputusan keuangan yang dipertimbangkan oleh manajemen perusahaan. Selain itu, model simultan dapat dipertimbangkan untuk mendapatkan hasil yang lebih komprehensif dalam membuat kajian secara teoritis maupun empiris. Chen dan Steiner (1999) menggunakan model persamaan simultan untuk menganalisis

interdependensi antara *leverage*, kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial, dividen, dan risiko.

DAFTAR PUSTAKA

- Abor, Joshua (2007). Debt policy and performance of SMEs, Evidence from Ghanaian and South African firms. *The Journal of Risk Finance*, Vol 8 No. 4, 2007, hal 364-379.
- Adam, T. and Goyal, V. K. (2008). The Investment Opportunity Set and Its Proxy Variables. *The Journal of Financial Research*, Vol. 11, hal 41-63.
- Ade, Yustina. (2007). Hubungan Struktur Kepemilikan dan External Monitoring Terhadap Agency Cost dan Aliran Kas. *Jurnal Keuangan dan Perbankan*, Vol.12, No.3 September, hal 343-354.
- Aharony, J. Wang, J. dan Yuan, H. (2005). Related Party Transaction: A Real Means of Earning Management and Tunneling during IPO Processin China. *Working Paper*. University of Tel Aviv.
- Ang, J. S., Cole, R. A., dan Lin, W. J. (2000). Agency Cost and Ownership Structure. *Journal of Finance*, 55, hal 81-106.
- Arosa, B., Iturralde, T., dan Mased a, A. (2009). Ownership structure and firm performance in non-listed firms: Evidence from Spain. *University of the Basque Country, UPV/EHU, Spain*.
- Atasanov., Black., Ciccotello., and Gyoshev. (2007). How Does Law Affect Finance An Examination of Financial Tunneling in an Emerging Market. *Law and Economics Workshop*, pp.1-64.
- Baskin, J. (1989). An Empirical Investigation of the Pecking Order Hypothesis, *Financial Management*, Spring, hal 26-35.
- Bathala, C.T., Moon, K.P., dan Rao, R.P. (1994). Managerial Ownership, Debt Policy and The Impact of Institutional Holdings: An Agency Perspective. *Financial Management*, hal 38-50.
- Baxter, N. D. (1967). Leverage, Risk of Ruin and the Cost of Capital. *Journal of Finance*. September, hal 395-403.

- Beiner, S., Drobetz, W., Schmid, M.M., dan Zimmermann, H. (2006). Anintegrated framework of corporate governance and firm valuation. *European Financial Management*, 12 , hal 249-283.
- Black, Fisher., dan Mayron S. Scholes. (1974). The Effect of Dividend Yield and Dividend Policy on Common Stocks Prices and Returns. *Journal of Financial Economics* 1: 1–21.
- Bos, Pendleton, dan Toms. (2011). Governance thresholds, managerial ownership and corporate performance: Evidence from the U.K. *Working Paper* No 58, March.
- Bozec, Y., dan Laurin, C. (2008). Large shareholder entrenchment and performance: Empirical evidence from Canada. *Journal of Business Finance & Accounting*, 35, hal 25-49.
- Brickley, J. A, Ronald, C. L., dan Smith, C.W. (1988). Ownership structure and voting on anti takeover amendments, *Journal of Financial Economics*, 20, hal 267-291.
- Bringham, E.F., L.C. Gapenski., dan P. R. Dave. (1999). Intermediate Financial Management, 8th Edition, *Thomson Corporation*, South_Western.
- Bukart, M., Gromb, D., dan Panunzi, F. (1997). Large shareholders, monitoring, and the value of the firm. *The Quaterly Journal of Economics*, August, hal 693-728.
- Burkart, Mike, Fausto Pannunzi, dan Andrei Shleifer, (2003). Family firms, *Journal of Finance* 58 (5), hal 2167-2201.
- Byers, SS, Fields, LP., dan Fraser, DR. (2008). Are corporate governance and bank monitoring substitutes: Evidence from the perceived value of bank loans. *Journal of Corporate Finance*, 14, hal 475 -83.
- Carvalho-da-Silva dan Leal (2000). Ownership, Control and Corporate Valuation of Brazilian Companies. *Proceedings of the Latin American Corporate Governance Roundtable*, Sao Paulo.
- Chan, Wesley S., (2001). Stock Price Reaction to News and No-News: Drift and Reversal After Headlines.

- Cheung, Y., P. R Rau., dan A. Stouraitis, (2006). Tunneling, propping and expropriation: Evidence from connected party transaction in Hongkong. *Journal of Financial Economic*, 82, hal 343-386.
- Cheung, W., K. Adrian dan K.C. John Wei, (2006). Insider ownership and corporate performance: Evidence from the adjustment cost approach. *Journal of Corporate Finance*, 12, hal 906-925.
- Cheung, Y. L., Qi, Y. H., dan Rau, P. R. (2009). Buy high, sell low: how listed firms price asset transfers in related party transactions. *Journal of Banking and Finance*, 33(5): hal 914-924.
- Cheung, Y. L., Jing, L. H., Lu., T. dan Rau, P. R. (2009). Tunneling and Propping up: an analysis of related party transactions by Chinese listed companies. *Pacific-Basin Finance Journal*, 17 (3): hal 372-393.
- Chen, C.R., dan Steiner, T.L. (1999). Managerial Ownership and Agency Conflicts: A Nonlinear Simultaneous Equation Analysis of Managerial Ownership, Risk Taking, Deb Policy and Dividend Policy. *The Financial Review* 34, hal 119-136.
- Chen, J. (2001). Ownership structure as corporate governance mechanism: Evidence from Chinese listed companies. *Economic of Planning*, 34, hal 53-72.
- Chen, J., Chen, D.H., dan He, P. (2008). Corporate governance, control type, and performance: The New Zealand story. *Corporate Ownership and Control*, 2, hal 24-35.
- Chowdhury Anup dan Chowdhury S Paul, (2010). Impact of capital structure on firm's value: Evidence from Bangladesh. *BEH - Business and Economic Horizons* Volume 3, Issue 3, Oktober 2010, hal 111-122
- Claessens et al., (1999). "Who Controls East Asian Corporations," *working paper*, world Bank.
- Claessens, S., Djankov, S., dan Lang, L.H.P. (2000). The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations. *Journal of Financial Economics* 58, hal 81-112.
- Claessens, S., dan Fan, J.P.H. (2002). Corporate governance in Asia: A survey. *International Review of Finance*, 3, hal 71-103.

- Cole dan Mehran. (1998). The effect of changes in ownership structure on performance: Evidence from the thrift industry. *Journal of Financial Economic*, 50, hal 291-317.
- Cooper, D.R., & Schindler, P.S. (2011). *Business research methods*. Eleventh Edition, McGraw-Hill.
- Crutchley, C.E., Jensen, M.R.H., Jahera, J.S., dan Raymond, J.E. (1999). Agency Problem and The Simultaneity of Financial Decision Making: The Role of Institutional Ownership. *International Review of Financial Analysis* 8/2, hal 177-197.
- Cui dan Mak. (2002). The relationship between managerial ownership and firm performance in high R&D firms. *Journal of Corporate Finance* 8, hal 313-336.
- Davies, J. R., David Hiller dan Patrick McColgan. (2005). Ownership Structure, Managerial Behavior and Corporate Value. *Journal of Corporate Finance* 11, hal 645-660.
- DeAngelo, H., dan R. W. Masulis. (1980). Optimal Capital Structure Under Corporate and Personal Taxation, *Journal of Financial Economics*, 8, hal 3-29.
- De Miguel, Pindado, dan De La Torre. (2003). Ownership Structure and Firm Value: New Evidence from the Spanish Corporate Governance System.
- Douma, S., George, R., dan Kabir, R. (2006). Foreign and domestic ownership, business groups, and firm performance: Evidence from a large emerging market. *Strategic Management Journal*, 27, hal 637-657.
- Duggal, Rakesh., dan James A. Millar. (1999). Institutional ownership and firm performance: The case of bidder return. *Journal of Corporate Finance* 5, hal 103-117.
- Durnev dan E. Han Kim, (2005). To Steal or Not to Steal: Firm Attributes, Legal Environment, and Valuation. *Journal of finance*, Volume 60, Issue 3, hal 1461–1493.

- Ellis, R. (1998). Asset Utilization: A metric for focusing reliability efforts. *Seventh International Conference on Process Plant Reliability*. Marriot Houston Westside Houston, Texas. Oktober, hal 25-30.
- Emma García-Meca dan Juan P. Sanchez-Ballesta (2009). Corporate Governance and Earnings Management: A Meta-Analysis. *Corporate Governance: An International Review*, 17 (5): hal 594–61.
- Faccio dan Lasfer. (1999). Managerial ownership, board structure and firm value: The UK evidence. Bilkent University and Hacettepe University (Turkey).
- Faccio, M., Lang, L.H. P., dan Young. L. (2001). Dividends and expropriation. *American Economic Review*, 91, hal 54-78.
- Faisal. (2013). Mekanisme Pengendalian Konflik Keagenan Antara Pemegang Saham Mayoritas dan Minoritas Studi Empiris Di Bursa Efek Indonesia. *Disertasi* tidak dipublikasikan, Pascasarjana Universitas Gadjah Mada.
- Fleming, G., Heaney, R., dan McCosker, R. (2005). Agency Cost and ownership structure in Australia. *Pacific-Basin Finance Journal*, 13, hal 29-52.
- Friend, I. dan Lang, L.H.P. (1988). An Empirical Test of the Impact of Managerial Self-Interest on Corporate Capital Structure. *Journal of Finance*, 43, hal 271-282.
- Gedajlovic, E., dan Shapiro, D. (2002). Ownership and firm profitability in Japan. *Academy of Management Journal*, 45, hal 575-585.
- Greene, William H. (2000). *Econometric Analysis*. Fourth Edition. *Prentice Hall Inc*. Upper Saddle River New Jersey.
- Grossman, S.J., dan Hart, OD. (1982). Corporate financial structure and managerial incentives, National Bureau of Economic Research (NBER). *Working Paper*, no. R 0398, hal 107-140.
- Gujarati, Damodar N. (2003). *Basic Econometrics*. Fourth Edition, *McGraw-Hill*, Boston.

- Gujarati, Damodar N. dan Dawn C. Porter (2012). *Dasar-Dasar Ekonometrika*. Edisi 5, Jakarta: Salemba Empat.
- Gursoy, Guner., dan Kursat, Aydogan. (1999). Equity ownership structure, risk taking, and performance: An empirical investigation in Turkish companies. *Working Paper*. Faculty of Business Administration, Bilkent University, Bilkent, 06533 Ankara, Turkey.
- Hackbarth, D., Hennessy, C. A., dan Leland, H. E. (2007). Can the Trade-off Theory Explain Debt Structure? *Review of Financial Studies*, 20, hal 1389-1428.
- Harris, M., dan A. Raviv. (1990). Capital Structure and the Information Role of Debt. *Journal of Finance*, June, hal 321-349.
- Herdinata, Christian. (2006). ESOP (*Employee Stock Ownership Program*) Terhadap Reaksi Pasar Dan Hubungannya Dengan Kinerja Perusahaan Yang *Go Public* Di Bursa Efek Jakarta. *Thesis* tidak dipublikasikan, Pascasarjana Universitas Kristen Satya Wacana.
- Herdinata, Christian. (2012). Reaksi Pasar Terhadap Pengumuman ESOP (*Employee Stock Ownership Program*). *Jurnal Keuangan dan Perbankan*. Januari, hal 77-85.
- Herdinata, Christian., dan Efrata, C. Christian. (2013). Kepemilikan Institusional dan Aliran Kas Bebas: Studi Empiris Dalam Perspektif Agency Theory. *Proseding*. Fakultas Ekonomi Universitas Kristen Maranatha.
- Hermeindito. (2002). Financing Decision Relevancy: An Emphirical Evidence of Balancing Theory. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis*, 2 (1), Februari, Unika Atma Jaya Jakarta, hal 13-20.
- Hermeindito. (2004). Informasi Asimetri Dan Kontrol Manajemen: Analisis Kepekaan Investasi Dan Leverage Terhadap Pemilihan Sumber-Sumber Pendanaan. *Disertasi* tidak dipublikasikan, Pascasarjana Universitas Gadjah Mada.
- Hermeindito. (2009). Saling Keterkaitan antara Struktur Kepemilikan, Kebijakan Utang, dan Dividen dengan Kinerja Perusahaan dalam Perspektif Keagenan. *Hibah Penelitian PHK A3*, Universitas Katolik Widya Mandala Surabaya.

- Hermeindito. (2012). Leverage Dan Nilai Perusahaan: Studi Empiris Pengujian Teori Pertukaran dan Teori Keagenan. *Laporan Penelitian*. Universitas Katolik Widya Mandala Surabaya.
- Heugens, P.P.M.A.R., Essen, M.V., dan Osterhou, J.H.V. (2009). Meta-analyzing ownership concentration and firm performance in Asia: Towards a more fine-grained understanding. *Asia Pac J Manag*, 26, hal 481–512.
- Hu, Y., dan Izumida, S. (2008). The relationship between ownership and performance: A review of theory and evidence. *International Business Research*, 1, hal 72-81.
- Huang, Lin, dan Huang. (2011). The influences of ownership structure: Evidence from China. *Journal of Developing Areas is the property of Tennessee State University, College of Business*.
- Imam, M.O., dan Malik, M. (2007). Firm performance and corporate governance through ownership structure: Evidence from Bangladesh Stock Market. *International Review of Business Research Papers*, 3, hal 88-110.
- Iskandar Mohd Takiah., Bukit Br Rina., dan Sanusi Mohd Zuraidah. (2012). The Moderating Effect of Ownership Structure on The Relationship Between Free Cash Flow and Asset Utilization. Asian Academy of Management. *Journal of Accounting and Finance*, Vol 8, No.1, hal 69-89.
- Ismiyanti, F. (2003). Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Risiko, Kebijakan Utang dan Kebijakan Dividen: Analisis Persamaan Simultan. *Thesis* tidak dipublikasikan, Pascasarjana Universitas Gadjah Mada.
- Ismiyanti, F. (2007). Biaya keagenan Pada Mikrostruktur Pasar: Pendekatan Rentang Harga. *Disertasi* tidak dipublikasikan, Pascasarjana Universitas Gadjah Mada.
- Ismiyanti, F. & Mahadwartha., P.A (2008). Does Debt A ect Firm Financial Performance? The Role of Debt on Corporate Governance: Evidence from Indonesia. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*.
- Iturriaga, F.J.L., dan Crisostomo, V.L. (2010). Do leverage, dividend payout, and ownership concentration influence firms value creation? An

analysis of Brazilian firms. *Emerging Market Finance & Trade*, 46, hal 80-94.

- Jelinek dan Stuerke. (2009). The nonlinear relation between agency costs and managerial equity ownership, Evidence of decreasing benefits of increasing ownership. *International Journal of Managerial Finance*, Vol. 5 No. 2, hal 156-178.
- Jensen, M.C., dan W. H. Meckling. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost, and Ownership Structure. *Journal of Financial Economic*, 3, October, hal 305-360.
- Jensen, M.C. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *American Economic Review*, 76, May, hal 323-329.
- Jensen, Michael C., dan Murphy, Kevin J. (1990). Performance Pay and Top-Management Incentives. *Journal of Political Economy*. April, hal 1-52.
- Jensen, G.R., D.P. Solberg., dan T.S. Zorn. (1992). Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt, and Dividend Policies. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 27, hal 247-263.
- Jensen, M. C. (1993). The modern industrial revolution, exit and the failure of internal control systems. *Journal of Finance*, 48, hal 831-880.
- Jian, M., dan Wong, T.J. (2010). Propping and Tunneling throught related party trasaction. *Review of Accounting Studies*.
- Jiang, Li., dan Jeong-Bon Kim. (2000). Cross-Corporate Ownership, Information Asymmetry and the Usefulness of Accounting Performance Measures in Japan, *International Journal of Accounting* 35, (1), hal 85-98.
- Joh, Sung Wook, (2003), Corporate governance and firm profitability: Evidence from Korea before the economic crisis, *Journal of Financial Economic* 68, hal 287-322.
- Johnson *et al.* (2000). Corporate Governance in Asian Financial Crisis. *Journal of Financial Economic*, 58, hal 141-186.

- Kallapur, S. dan M. A. Trombley. (1999). The association between investment opportunity set proxies and realized growth. *Journal of Business Finance and Accounting* 26, hal 505-519.
- Klapper, Leora F., dan Inessa Love, (2004). Corporate Governance, Investor Protection and Performance in Emerging Markets. *Journal of Corporate Finance*, 10, hal 703-728.
- Kim, S.W., dan Sorenson, E. H. (1986). Evidence on The Impact of The Agency cost of debt on Corporate Debt Policy. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 21, hal 131-144.
- Kim, Rhim and Friesner. (2007). Interrelationships among capital structure, dividends, and ownership: Evidence from South Korea. *The Multinational Business Review*, Vol. 15 No. 3.
- Klaus Gugler and B. Burcin Yurtoglu (2002). Corporate governance and dividend pay-out policy in Germany. *European Economic Review* 47, hal 731–758.
- Kouki dan Said. (2011). Does management ownership explain the effect of leverage on firm value? An analysis of French listed firms. *Journal of Business Studies Quarterly*, Vol. 3, No. 1. 2011. hal 169-186.
- Kraus, A., dan R. H. Litzenger. (1973). A State-Preference Model on Optimal Financial Leverage. *Journal of Finance*, 28, September, hal 911-922.
- Kuan, Ruth Tan Seow., Chng Pheng Lui., dan Tan Tee Ween. (2000). CEO share ownership and firm value. *Working Paper*, August 11, Department of Finance and Accounting, Faculty of Business Administration, National University of Singapore 17, Law Link, Singapura 117591.
- Lang, L.H.P., Ofek, E., dan Stulz, R.M. (1996). Leverage, investment, and firm growth. *Journal of Financial Economics*, 40, hal 3-29.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., dan Vishny, R. W. (1998). Law and finance. *Journal of Political Economy*, 106, hal 1113–1155.
- La Porta, R., Lopez-De-Salines, F., dan Shleifer, A. (1999). Corporate Ownership Around the World. *Journal of Finance* LIV/2, hal 471-517.

- La Porta, Rafael, Florencio Lopez-De-Sialanes, Andrei Shleifer, dan Robert Vishny, (2002). Investor protection and corporate valuation, *Journal of Finance* 57 (3), hal 147-1170.
- Lee Sanghoon. (2008). Ownership structure and financial performance: Evidence from Panel data of South Korea. *Forthcoming in corporate ownership and control*, Vol. 6, No. 2.
- Lemmon, MichaelL., dan Karl V Lins, (2003). Ownership Structure, corporate Governance and Firm Value: Evidence from East Asian Financial Crisis, *Journal of Finance* 58 (4), 1445-1468.
- Lin, Feng-Li., dan Chang, T. (2008). Does ownership concentration affect firm value in Taiwan? A panel threshold regression analysis. *Empirical Economics Letters*, 7, hal 673-680.
- Long, John., dan Heen Malitz. (1985). Investment patterns and Financial Leverage, in Benjamin Friedman, Ed.: *Corporate Capital Structure in the United States* (The University of Chicago Press, Chicago).
- Mahadwartha, P. A. (2004). Pengawasan dan Pengikatan Berbasis Kepemilikan Institusional Internal. *Disertasi* tidak dipublikasikan, Pascasarjana Universitas Gadjah Mada.
- Maloney, M.T., McCormick, R.E., dan Mitchell, M.L. (1993). Managerial Decision Making and Capital Structure. *Journal of Business* 66, hal 189-217.
- McConnell, J.J., & Servaes, H. (1995). Equity ownership and the two faces of debt. *Journal of Financial Economics*, 39, 131-157.
- Megginson, W. L. (1997). *Corporate Finance Theory*, Addison-Wesley Educational Publishers Inc.
- Modigliani, F., dan M. Miller. (1958). The cost of capital, corporate finance, and the theory of investment. *American Economic Review*, 53, June, hal 433-443.
- Modigliani, F., dan M. Miller. (1963). Corporate Income Tax and the Cost of Capital: A Correction. *American Economic Review*, 53, June, hal 433-443.

- Morck, Randall., Andrei Shleifer., dan Robert W. Vishny. (1988). Management ownership and market valuation: An empirical analysis. *Journal of financial Economics* 20, hal 293-315.
- Murphy, Kevin J. (1985). Corporate Performance and Managerial Remuneration: An Empirical Analysis. *Journal of Accounting and Economics* 7, April: hal 11-42.
- Myers, S. C. (2003). Financing of Corporations. In G. Constantinides, M. Harris, and R. Stulz (Eds.). *Handbook of the Economics of Finance: Corporate Finance*. Amsterdam, North Holland: Elsevier. hal 215-253.
- Pedersen, Torben., dan Steen Thomsen. (2001). The causal relationship between insider ownership, owner identity, and market valuation among the largest European companies. *Working Paper Series WP 15-2001*, Departement of International Economics and Management Copenhagen Business School, Howitzvej 60, 2000 Copenhagen F.
- Peraturan Bapepem Nomor IX.I.7 tentang Pembentukan dan Pedoman Penyusunan Piagam Unit Audit internal oleh Emiten dan Perusahaan Publik , November 2008.
- Pouraghajan, Tabari, Mansourinia, dan Emamgholipour (2013). Investigation the Effect of Financial Ratios, Operating Cash Flows and Firm Size on Earnings Per Share: Evidence from the Tehran Stock Exchange. *International Research Journal of Applied and Basic Sciences*.
- Pusher, George M. (1995). Equity ownership structure, leverage, and productivity: Empirical evidence from Japan. *Pacific Basin Finance Journal* 3, hal 214-255.
- Rajan, R. G., dan Zingales, L. (1995). What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data. *Journal of Finance*, 50, hal 1421-1460.
- Ram Mudambi dan Carmela Nicosia (1998). Ownership structure and firm performance: evidence from UK financial services industry. *Applied Financial Economics*, 8, hal 175-180
- Rayan, Kuben. (2008). Financial leverage and firm value. *A research project ti the Gordon*.

- Ross, S., R.W. Westerfield dan J. Jaffe (1999), *Corporate Finance*, 5th edition, Irwin McGraw-Hill. hal 407.
- Ruan, Tian dan Ma. (2011). Managerial ownership, capital structure and firm value: Evidence from China's civilian-run firms. *Australasian accounting business and finance journal*. Vol. 5, Bo. 3. 2011. hal 73-92.
- Sabiswalsky, R. (2010). Nonlinear Modeling of target leverage with latent determinant variables new evidence on the trade-off theory. *Review of Financial Economics*, 19, hal 137-150.
- Shleifer, A., dan Vishny, R.W. (1986). Large Shareholders and Corporate Control, *Journal of Political Economy* 94, hal 461-488.
- Shleifer, A., dan Vishny, R.W. (1997). A survey of corporate governance. *Journal of Finance*, 52, hal 737 -783.
- Short, H. dan Keasey, K. (1999) Managerial ownership and the performance of firms: Evidence from the UK, *Journal of Corporate Finance*, 5, hal 79-101.
- Singh. M., dan Davidson III W.N. (2003). Agency Cost, Ownership Structure and Corporate Governance Mechanism. *Journal of Banking and Finance* 27, hal 793-816.
- Siregar, B. 2006. Pemisahan hak aliran kas dan hak kontrol dalam struktur kepemilikan ultimat. Yogyakarta. UGM.
- Smith, C., dan Watts, R. (1992). The investment opportunity set and corporate financing, di vidend and compensation policies. *Journal of Financial Economics*, 32, hal 263-292.
- Sulong, Z., dan Nor, F.M. (2010). Corporate governance mechanisms and firm valuation in Malaysian listed firms: A panel data analysis. *Journal of Modern Accounting and Auditing*, 6, hal 1-19.
- Surya., dan Yustiavandana. (2006). *Penerapan Good Corporate Governance: Mengesampingkan Hak-Hak Istimewa Demi Kelangsungan Usaha*. Jakarta: Kencana.

- Stephen, and David. (2009). Why Capital Efficiency Measures Are Rarely Used In Incentive Plans, and How to Change That. *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 21, hal 87-92.
- Stulz, R. (1990). Managerial discretion and optimal financing policies. *Journal of Financial Economics*, 26, hal 3-27.
- Thomsen, S. (2004). *Blockholder ownership, dividends, and firm value in continental Europe*. Department of International Economics and Management, Copenhagen Business School.
- Tsuji, Chikashi. (2011). A Survey of the Trade-off Theory of Corporate Financing. *Business Management Review* 1 (6) August, hal 102-107.
- Ugurlu, Mine (2000). Agency costs and corporate control devices in the Turkish manufacturing industry. *Journal of Economic Studies*, Vol. 27 No. 6, hal 566-599.
- Wang, George Yungchih. (2010). The Impacts of Free Cash Flows and Agency Costs on Firm Performance. *Journal Service Science & Management* 3, hal 408-418.
- Wellalege dan Locke. (2011). Ownership structure and firm financial performance: Evidence from panel data in Sri Lanka. *Journal of Business Systems, governance and Ethics*. Vol. 7, No. 1.
- Wiwattanakantang, Y. (2001). Controlling shareholders and corporate value: Evidence from Thailand. *Pacific-Basin Finance Journal*, 9, hal 323-362.
- Wolfenzon, D., (1999). A theory of pyramidal structures. *Working Paper* , Harvard University.
- Yeh, Y. H. (2005). "Do controlling shareholders enhance corporate value?" *Corporate governance: an International Review of Finance*, 2, hal 21-48.
- Yuliani, Isnurhadi, and Bakar, Samardi W. (2013). Keputusan Investasi, Pendanaan, dan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Risiko Bisnis Sebagai Variabel Mediasi. *Jurnal Keuangan dan Perbankan*, Vol 17, No. 3, hal 362-375.

Zeitun dan Tian. (2007). Does ownership affect a firm's performance and default risk in Jordan?. *The International Journal of Business in Society*, Vol. 7, No. 1, hal 66-82.