

## PENGARUH FAKTOR-FAKTOR FUNDAMENTAL PERUSAHAAN, KURS DAN TINGKAT BUNGA TERHADAP NILAI PERUSAHAAN PADA PERUSAHAAN MANUFAKTUR YANG TERDAFTAR DI BURSA EFEK INDONESIA

Mokhamad Kodir <sup>1)</sup>

<sup>1)</sup> Dosen Program Studi Akuntansi, STIE Islam Bumiayu

### *Abstract*

*Researches on the influence of fundamental factors, exchange rate, and interest rate on corporate value have been widely conducted, however results inconsistency occurred. Fundamental factors, exchange rate, interest rate, which in this case is assessed by growth, leverage, profit/Return on Equity (ROE), dividend payout ratio have a positive effect on corporate value; however there are also some findings that, leverage, profit/Return on Equity (ROE), dividend payout ratio have a negative effect. Researchers predicted that there are other influencing factors. This condition drives researchers to use exchange rate, interest rate as adding variables. This research aims to test the influence of fundamental factors on corporate value by adding the two variables.*

*This research uses 10 manufacturing firms listed on the Indonesian Stock Exchange during 2003-2009 as samples with 63 observations. Hypothesis is tested using Pooled Regression Models to find out the interactive influence of the two variables. The corporate value measured using Tobin's Q.*

*Results indicate that (1) ROE has a positive effect on corporate value, (2) growth has a negative effect on corporate value, (3) leverage has a negative effect on corporate value, (4) DPR has a negative effect on corporate value, (5) exchange rate has a negative effect on corporate value, (6) interest rate has a negative effect on corporate value, (7) growth, leverage, profit/Return on Equity (ROE), exchange rate, interest rate affect the corporate value which Tobin's Q acts as its proxy.*

**Keywords:** *growth, leverage, return on equity, dividend payout ratio, exchange rate, interest rate, pooled panel data models.*

### PENDAHULUAN

Penelitian mengenai faktor-faktor yang berpengaruh terhadap nilai perusahaan telah dilakukan. Penelitian menemukan bahwa struktur risiko keuangan dan perataan laba berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Meningkatnya nilai suatu perusahaan tentunya akan meningkatkan pendapatan bagi perusahaan. Sebagai imbalan bagi investor yang telah menanamkan modalnya bagi perusahaan, maka perusahaan

memberikan pembayaran dividen kepada mereka laba besar maka besar pula pembayaran dividen yang diterima oleh investor. Jika perusahaan berjalan lancar maka harga saham perusahaan akan meningkat. Tujuan perusahaan adalah meningkatkan nilai perusahaan yang tercermin dari harga sahamnya (Fama, 1978; Wright & Ferris, 1997; Walker, 2000). Harga saham merupakan harga yang bersedia dibayar oleh calon pembeli apabila investor ingin memiliki suatu bukti kepemilikan atas suatu perusahaan. Jadi semakin tinggi nilai suatu perusahaan semakin besar kemakmuran yang akan diterima oleh pemilik perusahaan. Salah satu faktor yang mengakibatkan nilai perusahaan semakin tinggi yaitu kebijakan dividen. Sampai saat ini kebijakan dividen adalah salah satu persoalan yang masih diperdebatkan dalam keuangan (*finance*) yaitu apakah dividen dibayar dari pendapatan (laba bersih) atau ditahan untuk investasi ke depan. Beberapa studi empiris menyatakan pembayaran dividen tidak relevan terhadap nilai perusahaan, karena nilai perusahaan tidak ditentukan oleh besar kecilnya rasio pembayaran dividen, tetapi ditentukan oleh laba bersih sebelum pajak dan risiko perusahaan (Miller & Modigliani, 1961; Black & Scholes, 1978; Jose & Steven, 1978) namun beberapa studi empiris yang lain menyatakan pembayaran dividen relevan terhadap nilai keuangan perusahaan (Long, 1989; Sterk & Vandeberg, 1990; Amidu, 2007).

Beberapa peneliti telah mengembangkan dan menguji berbagai model untuk menjelaskan perilaku dividen. Penelitian yang dilakukan oleh Baker dan Powel (1999) menunjukkan sebagian besar responden yakin bahwa kebijakan dividen mempengaruhi nilai perusahaan dengan *signaling explanation* dari relevansi dividen. Kebijakan dividen menyangkut keputusan untuk membagikan laba atau menahannya guna diinvestasikan kembali di dalam perusahaan. Sejumlah kalangan memperdebatkan bahwa kebijakan dividen mempunyai pengaruh baik terhadap harga saham perusahaan maupun terhadap biaya modalnya. Miller dan Modigliani (1961) berpendapat bahwa nilai suatu perusahaan hanya ditentukan oleh pendapatan yang dihasilkan oleh aktivitya. Gordon (1961) berargumentasi bahwa nilai saham akan ditentukan oleh *present value* dari dividen yang akan diterima investor. Dividen di masa mendatang akan lebih berisiko dibandingkan dengan saat ini, sehingga pembayaran dividen juga mengurangi ketidakpastian yang berarti mengurangi risiko tingkat keuntungan yang diisyaratkan oleh pemegang saham.

Selain itu pembayaran dividen dapat mengurangi konflik keagenan antara kepentingan manajer dengan kepentingan pemegang saham (Jensen dan Meckling, 1976). Dividen dibayar rendah didasari oleh efek pajak di negara tertentu seperti di Amerika, pajak untuk *capital gain* lebih rendah dibandingkan dengan pajak dividen. Di samping itu pajak atas *capital gain* akan efektif jika *capital gain* tersebut direalisasi (saham tersebut dijual) sedangkan pajak dividen dibayarkan pada saat dividen diterima (Litzenberger dan Ramaswamy, 1979).

*Dividend irrelevance theory* dari Miller dan Modigliani (1961) menyatakan bahwa nilai suatu perusahaan hanya ditentukan oleh kemampuan menghasilkan laba (profitabilitas) dan risiko bisnisnya, bukan pada dividen dan laba ditahan. Pernyataan ini didukung hasil penelitian yang dilakukan oleh Black dan Scholes (1974), Pettit (1974), Miller & Scholes (1983) juga hasil penelitian Utama dan Santosa (1998) menggunakan data dari Bursa Efek Jakarta, menemukan bukti bahwa dari empat faktor fundamental (profitabilitas/ROE, pertumbuhan, tingkat risiko, dan kebijakan dividen) yang dianalisis hanya profitabilitas yang mempunyai pengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan, sedangkan ketiga faktor lainnya memberikan hasil yang tidak signifikan.

Sedangkan menurut Rosma Pakpahan (2009), dengan menggunakan data dari Bursa Efek Indonesia dengan proksi Tobin's Q empat faktor fundamental (*firm size, growth, leverage, profitabilitas*) memberikan hasil yang signifikan. Bambang Sudiyatmo (2010), menggunakan data Bursa Efek Indonesia (BEI) dengan variabel-variabel makroekonomi (inflasi, kurs, tingkat bunga, dan pertumbuhan ekonomi) berpengaruh signifikan pada nilai perusahaan melalui pengaruh signifikan nilai perusahaan dan pengaruh signifikan risiko sistematis. Achmad Soelchan (2006) dengan data Bursa Efek Jakarta tahun 2003-2006 adanya pengaruh signifikan antara *leverage* terhadap *return* saham. Yogi Permana dan Lana Sularto (2008) data Bursa Efek Indonesia tahun 2006-2008 dengan variabel-variabel (suku bunga SBI, tingkat inflasi, dan pergerakan saham) secara simultan signifikan berpengaruh pada harga saham. Susan Grace Veronita Nainggolan (2008) data Bursa Efek Indonesia tahun 2004-2006 dengan variabel-variabel fundamental (ROA, DER, ROE, BVS) tidak berpengaruh secara signifikan terhadap harga saham.

Berdasarkan ketidakkonsistenan penelitian tersebut di atas maka penulis meneliti untuk menguji pengaruh faktor-faktor fundamental perusahaan, kurs, tingkat bunga terhadap nilai perusahaan pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

## TINJAUAN PUSTAKA

Teori yang dikemukakan oleh Modigliani dan Miller menyatakan bahwa nilai perusahaan ditentukan oleh *earning power* dari aset perusahaan. Hasil positif menunjukkan bahwa semakin tinggi *earning power* semakin efisien perputaran aset dan atau semakin tinggi *profit margin* yang diperoleh perusahaan. Hal ini akan berdampak pada nilai perusahaan. Secara normatif tujuan dari pengelolaan keuangan perusahaan adalah untuk meningkatkan nilai perusahaan, yang dapat dicerminkan dengan meningkatnya harga saham dari perusahaan yang bersangkutan (Wright dan Ferris, 1997; Walker, 2000; dan Qureshi, 2006). Meningkatkan nilai perusahaan berarti memaksimalkan kekayaan atau kesejahteraan para pemegang saham, (Martin et al, 1994). Ada beberapa alternatif yang digunakan untuk menentukan nilai perusahaan antara lain Rasio Q yang juga disebut Tobin's Q yang dikembangkan oleh James Tobin (1969). Tobin's Q adalah rasio yang membandingkan nilai suatu perusahaan yang diberikan sebagai rasio nilai pasar dari aktiva dengan nilai buku aktiva tersebut, dihitung dengan pembagian nilai pasar perusahaan dengan nilai penempatan aset, dengan rumus sebagai berikut:

Menurut James Tobin (1969),  $Tobin's Q = \frac{\text{Market value}}{\text{Asset Value}}$

Menurut Edy dan Mas'ud M (2003),  $Tobin's Q = \frac{\text{Nilai Kapitalisasi Pasar Ekuitas} + \text{Nilai Buku Hutang}}{\text{Nilai Buku Ekuitas} + \text{Nilai Buku Hutang}}$

Fungsi Q yang lain adalah menentukan penilaian pasar secara menyeluruh, formulanya adalah:

$$Q = \frac{\text{Value of Stock Market}}{\text{Corporate Net Worth}}$$

$$Q = \frac{\text{MVE} + \text{PS} + \text{DEBT}}{\text{Total Assets}}$$

Keterangan:

MVE = *Market Value Equity*

PS = *Value of the firm's short term liabilities net of its short term assets, plus the book value of the firm's long term debt.*

Jika  $Q=1$  nilai pasar perusahaan sama dengan nilai buku perusahaan (*equilibrium*),  $Q>1$  nilai pasar perusahaan lebih besar dari nilai buku perusahaan, menunjukkan bahwa investasi dalam aktiva menghasilkan laba yang memberikan nilai yang lebih tinggi dari pada pengeluaran investasi, hal ini akan merangsang investasi baru. Sebaliknya jika  $Q<1$  nilai pasar perusahaan lebih kecil dari nilai buku perusahaan (perusahaan lebih baik *off selling*). Investasi dalam aktiva tidak menarik. Beberapa peneliti menggunakan rasio  $Q$  sebagai proksi dari nilai perusahaan yaitu Brawn dan Caylor (2004), Wei et al (2005), Kowalewski et al (2007), Amidu (2007), Fahlenbranch dan Stulz (2007), dan pengukuran nilai perusahaan selain dengan rasio  $Q$  yaitu Philip L & Cooley (1998) dan Rosma Pakpahan (2009). Berdasarkan teori dan penelitian tersebut, maka hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

**H1: Growth berpengaruh terhadap Tobin's Q.** Perusahaan kecil memiliki kesempatan bertumbuh yang lebih baik, sehingga akan membutuhkan dana yang lebih besar (Klapper dan Love dalam Darmawati et al., 2006). Pertumbuhan yang tinggi menyebabkan kebutuhan dana meningkat (kecenderungannya pada laba ditahan). Semakin besar tingkat pertumbuhan perusahaan, maka semakin tinggi biaya yang diperlukan untuk investasi. Perusahaan yang tumbuh akan lebih memilih untuk mempertahankan laba dibandingkan membagikannya sebagai dividen yang dapat mempengaruhi nilai perusahaan.

**H2: Leverage berpengaruh terhadap Tobin's Q.** Hutang diharapkan dapat mengurangi konflik keagenan dalam mengatasi *free cash flow problem* dan penambahan hutang dalam struktur modal dapat mengurangi biaya keagenan ekuitas (Jensen dan Meckling, 1976). Sejalan dengan Jensen (1986), Marsulis (1988) menyatakan bahwa dengan adanya hutang maka penggunaan *free cash flow* secara berlebihan oleh manajemen dapat dicegah, dengan demikian menghindari investasi yang sia-sia, yang akan dapat meningkatkan nilai perusahaan. Fama dan French (1998), Sarkar dan Zapatero (2003), mengatakan bahwa keputusan pendanaan berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan. Soliha dan Taswan (2002) mengatakan bahwa kebijakan hutang berpengaruh positif namun tidak signifikan terhadap nilai perusahaan.

**H3: Return on Equity (ROE) berpengaruh terhadap Tobin's Q.** Teori dari Miller dan Modigliani (1961) tentang *dividend irrelevance theory* menyatakan bahwa nilai suatu perusahaan hanya ditentukan oleh kemampuan untuk menghasilkan laba dan risiko bisnisnya. Hasil penelitian yang mendukung pernyataan ini adalah Black dan Scholes (1974), Petti (1974), Miller dan Scholes (1983). Hasil penelitian Utama dan Santosa (1998) dengan menggunakan data dari Bursa Efek Jakarta menemukan bukti bahwa empat dari faktor fundamental (profitabilitas, tingkat risiko, prospek pertumbuhan, dan kebijakan dividen) hanya profitabilitas (ROE) yang mempunyai pengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan yang diproksi dengan PBV, sedangkan ketiga faktor lainnya memberikan hasil yang tidak signifikan.

**H4: Dividend Payout Ratio (DPR) berpengaruh terhadap Tobin's Q.** Miller dan Modigliani (1961) mengemukakan kebijakan dividen tidak relevan (*dividend irrelevance theory*), artinya kebijakan dividen tidak mempengaruhi nilai perusahaan. Gordon (1961) mengatakan bahwa pembayaran dividen yang tinggi akan membantu mengurangi ketidakpastian (*Bird in The Hand Theory*). Penelitian Hari De Angelo dan

Linda De Angelo (2005), menyatakan bahwa kebijakan *payout ratio* tidak terpisahkan dalam mempengaruhi kekayaan pemilik saham. Amidu (2007) melakukan penelitian pada perusahaan-perusahaan perdagangan yang terdaftar di *Ghana Stock Exchange* (GSE) periode tahun 1997 sampai dengan tahun 2004, hasilnya mendukung kebijakan dividen adalah relevan terhadap nilai perusahaan yang diproksi dengan Tobin's Q.

**H5: Kurs berpengaruh terhadap Tobin's Q.** Menurunnya kurs Rupiah terhadap mata uang asing khususnya Dollar AS memiliki pengaruh negatif terhadap ekonomi dan pasar modal (Sitinjak dan Kurniasari, 2003). Hasil penelitian Bambang Sudiyatno (2010) menyatakan variabel-variabel makroekonomi (inflasi, kurs, tingkat bunga, dan pertumbuhan ekonomi) berpengaruh signifikan terhadap risiko sistematis. Sedangkan risiko sistematis berpengaruh signifikan terhadap kinerja perusahaan, dan kinerja perusahaan berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.

**H6: Tingkat bunga berpengaruh terhadap Tobin's Q.** Menurut Keynes dalam Wardane (2003), tingkat bunga ditentukan oleh permintaan dan penawaran akan uang (ditentukan dalam pasar uang). Perubahan tingkat suku bunga selanjutnya akan mempengaruhi keinginan untuk mengadakan investasi, misalnya pada surat berharga, dimana harga dapat naik atau turun tergantung pada tingkat bunga (bila tingkat bunga naik maka surat berharga turun dan sebaliknya), sehingga ada kemungkinan pemegang surat berharga akan menderita *capital loss* atau *gain*.

Hasil penelitian Bambang Sudiyatno (2010) menyatakan variabel-variabel makroekonomi (inflasi, kurs, tingkat bunga, dan pertumbuhan ekonomi) berpengaruh signifikan terhadap risiko sistematis. Sedangkan risiko sistematis berpengaruh signifikan terhadap kinerja perusahaan, dan kinerja perusahaan berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.

## METODE PENELITIAN

Populasi penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan dalam kelompok industri manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2003-2009. Pemilihan sampel penelitian didasarkan pada metode *non-probability sampling* tepatnya metode *purposive sampling*. Adapun kriteria yang digunakan untuk memilih sampel pada penelitian ini adalah sebagai berikut: (1) Perusahaan sampel terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2003 – 2009 dalam kelompok industri manufaktur yang menerbitkan laporan tahunan (*annual report*) secara berturut-turut, (2) Perusahaan sampel mempunyai laporan keuangan yang berakhir 31 Desember dan menggunakan rupiah sebagai mata uang pelaporan, (3) Perusahaan sampel melakukan pengungkapan *growth*, *leverage*, *profit/ROE*, *DPR* dalam laporan tahunan secara berturut-turut selama tahun 2003-2009, (4) Perusahaan sampel memiliki semua data yang diperlukan secara lengkap. Berdasarkan kriteria tersebut, diperoleh sampel sebanyak 10 perusahaan dengan 70 pengamatan. Data diperoleh dengan mengakses *website* [www.idx.co.id](http://www.idx.co.id) dan *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD).

### Pengukuran Variabel

1. Variabel Dependen  
Variabel dependen yaitu nilai perusahaan diukur dengan Tobin's Q. Tobin's Q dihitung dengan rumus Chung dan Pruitt (1994):

$$Q = \frac{MVE + PS + DEBT}{\text{Total Assets}}$$

Keterangan:

MVE = *Market Value Equity* = Harga saham x saham yang beredar

PS = *Value of the firm's outstanding preferred stock*

DEBT = *the value of the firm's short term liabilities net of its short term assets, plus the book value of the firm's long term debt*

TA = *the book value of the total assets of the firm*

2. Variabel Independen

Variabel independen yaitu nilai perusahaan diukur dengan *growth* (tingkat pertumbuhan diukur dengan perubahan dari total *asset* dari suatu periode (tahun) ke periode lain, *leverage* (rasio hutang terhadap total *asset*), profit/ROE (keuntungan bersih dibagi dengan nilai buku ekuitas), DPR (dividen per lembar saham dengan laba per lembar saham).

3. Dua variabel independen makroekonomi, yaitu:

- a. Kurs, data *monthly statistical report* BI per bulan periode 2003-2009
- b. Tingkat bunga SBI, variabel suku bunga yang digunakan adalah rata-rata SBI per tahun.

## HASIL DAN ANALISIS

Variabel *growth* (pertumbuhan) mempunyai nilai koefisien regresi sebesar -0,530 angka negatif dengan signifikan  $t = 0,737$  lebih besar dari  $\alpha 5\%$ . Artinya variabel *growth* tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan dalam hal ini Tobin's Q. Hutang (*leverage*) mempunyai nilai koefisien regresi = 0,299 angka positif dengan signifikan  $t = 0,878$  lebih besar dari  $\alpha 5\%$ . Artinya variabel *leverage* tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan yang diproksi dengan Tobin's Q. Dengan demikian hipotesis 2 yang menyatakan bahwa hutang (*leverage*) berpengaruh terhadap nilai perusahaan dalam hal ini Tobin's Q tidak dapat diterima.

Profit/*return on equity* (ROE) memiliki nilai koefisien regresi 22,944 angka positif dengan signifikan  $t = 0,001$  lebih kecil dari  $\alpha 5\%$ . Artinya variabel profit berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan yang diproksi dengan Tobin's Q. Dengan demikian hipotesis 3 yang menyatakan bahwa profit (ROE) berpengaruh terhadap nilai perusahaan dalam hal ini Tobin's Q, dapat diterima. Nilai koefisien regresi *Dividend Payout Ratio* (DPR) sebesar -0,026 angka negatif dengan signifikan  $t = 0,475$  lebih besar dari  $\alpha 5\%$ . Artinya variabel DPR tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan yang diproksi dengan Tobin's Q. Dengan demikian hipotesis 6 yang menyatakan bahwa DPR berpengaruh terhadap nilai perusahaan dengan diproksi Tobin's Q, tidak dapat diterima.

Variabel kurs mempunyai nilai koefisien regresi 0,000678 angka positif dengan signifikan  $t = 0,254$  dan lebih besar dari  $\alpha 5\%$ . Artinya kurs dalam penelitian ini diukur dari nilai rata-rata dari nilai tukar mata uang rupiah terhadap dollar Amerika tidak memiliki pengaruh dan tidak signifikan terhadap nilai perusahaan yang diproksi dengan Tobin's Q. Dengan demikian hipotesis 4 yang menyatakan bahwa kurs berpengaruh terhadap nilai perusahaan, tidak dapat diterima. Suku bunga SBI mempunyai nilai koefisien regresi sebesar 0,211 angka positif dengan signifikan  $t = 0,341$  lebih besar dari  $\alpha 5\%$ . Artinya suku bunga SBI dalam penelitian ini tidak memiliki pengaruh yang



signifikan terhadap nilai perusahaan dalam hal ini Tobin's Q. Dengan demikian hipotesis 5, yang menyatakan bahwa suku bunga SBI berpengaruh terhadap nilai perusahaan, tidak dapat diterima.

#### Uji- $R^2$ (koefisien determinasi)

Berdasarkan perhitungan statistik diperoleh koefisien determinasi ( $R^2$ ) = 0,292 atau 29,2% artinya adalah 29,2% variasi perubahan nilai perusahaan pada perusahaan manufaktur dapat dijelaskan oleh *growth*, *leverage*, profit, kurs, SBI, DPR, sedangkan 70,8 % dijelaskan oleh variabel lain yang tidak diteliti.

#### Uji F (simultan)

Untuk  $N = 70$ ,  $df = (k-1) (n-k) = (7-1) (70-7) = 63$ ,  $\alpha = 5\%$ , maka  $F_{tabel} : F_{0,05} = (6:63) = 2,25$ . Hasil statistik dan SPSS,  $F_{hitung} (4,324) > F_{tabel} = 2,25$  nilai sig.  $0,000 < \alpha$  5%. Jadi variabel *growth*, *leverage*, profit, kurs, SBI dan DPR secara bersamaan berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan yang diproksi dengan Tobin's Q.

### KESIMPULAN DAN SARAN

1. Penelitian ini tidak dapat membuktikan bahwa pertumbuhan (*growth*) berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan yang diproksi dengan Tobin's Q.
2. Penelitian ini tidak dapat membuktikan bahwa hutang (*leverage*) signifikan berpengaruh terhadap nilai perusahaan yang diproksi dengan Tobin's Q. Hal ini mendukung penelitian Fama dan French (1998), Sarkar dan Zapatero, (2003) bahwa keputusan pendanaan berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan.
3. Profit (ROE) berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan yang diproksi dengan Tobin's Q. Jika keuntungan (profit) perusahaan semakin besar (ROE) nilai perusahaan juga makin besar. Hal ini mendukung teori dari Miller dan Modigliani (1961) *dividend irrelevance theory*. Bahwa nilai perusahaan hanya ditentukan oleh kemampuan untuk menghasilkan laba dan resiko bisnisnya.
4. Penelitian ini tidak dapat membuktikan bahwa kurs (nilai tukar mata uang) signifikan berpengaruh terhadap nilai perusahaan yang diproksi dengan Tobin's Q.
5. Penelitian ini tidak dapat membuktikan bahwa suku bunga SBI berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan yang diproksi dengan Tobin's Q.
6. Penelitian ini tidak dapat membuktikan bahwa pembagian dividen (DPR) berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan yang diproksi dengan Tobin's Q.
7. Penelitian ini dapat membuktikan bahwa secara bersamaan (simultan) faktor fundamental perusahaan kurs, SBI, berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan yang diproksi dengan Tobin's Q. Hal ini mendukung *bird in the hand theory* Myron Gordon (1961) dan *agency theory*.
8. Penelitian ini hanya menggunakan 10 perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2003-2009 sehingga tidak dapat digeneralisasi dan belum dapat merepresentasikan semua perusahaan yang ada. Penelitian ini juga hanya menggunakan Tobin's Q sebagai proksi nilai perusahaan. Berdasarkan keterbatasan penelitian yang telah disebutkan maka penelitian selanjutnya diharapkan dapat menambah jumlah sampel dan memperpanjang waktu

pengamatan sehingga penelitian dapat digeneralisasi. Selain itu, penelitian selanjutnya dapat menggunakan proksi nilai perusahaan yang lain.

#### DAFTAR PUSTAKA

- Algifari. (2000). *Analisis regresi: Teori dan solusi*. Yogyakarta: BPFE.
- Allen, F., & Michaely, R. (2002). *Payout policy*. Center for Financial Institutions Working Papers, 01-21.
- Agnes, Sawir. (2004). *Kebijakan pendanaan dan restrukturisasi perusahaan*. Jakarta: Gramedia.
- Amidu, M., & Abor, J. (2006). Determinants of dividend payout ratios in Ghana. *Journal of Risk Finance*, 7, 136-145.
- Amidu, M. (2007). How does dividend policy affect performance of the firm on Ghana Stock Exchange. *Investment Management & Financial Innovation*, 4 (2), 103-112.
- Atmaja, L. S. (1994). *Manajemen keuangan*. Yogyakarta: Andi.
- Black, F., & Scholes, M. (1974). The effects of dividend yield and dividend policy on common stock prices and returns. *Journal of Financial Economics*, 1, 1-22.
- Benhart, S. W. (1994). Board composition, managerial ownership and firm performance: an empirical analysis. *Working paper*. Department of Finance, Clemson University, 2-24.
- Bathala, C. T., Moon, K. P., & Rao. (1994). Managerial ownership, debt policy and the impact of institutional holding. *An Agency Perspective Financial Management*, 23, 38-50.
- Bistrova, J., & Lace, N. (2009). Relevance of fundamental analysis on the Baltic equity market. *Economics and Management*, 14, 132-137.
- Bethel, J.E., & Liebeskind, J. (1993). The of ownership structure on corporate structuring. *Strategic Management Journal*, 14, 15-31.
- Brigham, E. F., & Houston, J. F. (2001). *Manajemen keuangan*. Jakarta: Erlangga.
- Chung, K. H., & Pruitt, S. W. (1994). A simple approximation of Tobin's Q. *Financial Management*, 23 (3), 70-75.
- Cooke, T. E. (1989). Disclosure in the corporate annual report of Swedish companies. *Accounting Business Research*, 19 (74), 113-124.
- Chan, Louis K. C., Hamao, Y., & Lakonishok, J. (1991). Fundamental and stock return in Japan. *Journal of Finance*, 46, 1739-1764.
- Chen, C. R., & Steiner, T. (1999). Manajerial ownership and agency conflict: A nonlinier simultaneous equation analysis of management ownership, risk taking, debt policy, and dividen policy. *Financial Review*, 34, 119-136.
- Denis, David J., & Osobov, I. (2008). Why do firms pay dividends? International evidence on the determinants of dividen policy. *Journal of Financial Economic*, 89.
- Dickens, Ross N., Casey, K. M., & Newman, J. A. (2002). Bank dividend policy: Explanatory factors. *Quarterly Journal of Business & Economics*, 41.
- Durnev, A., & Kim, H. (2005). To steal or not to steal: Firm atributes, legal environment and valuation. *Journal of Finance*, 60 (3), 1461-1493.
- Emory, C. W., & Cooper, D. R. (1994). *Business Research Methods*. New York: McGraw-Hill.
- Fama, Eugene F., & French, R. K. (1998). Taxes, financing decision, and firm value. *The Journal of Finance*, 53 (3), 819-843.



- Farrar, D. E., & Selwyn, L. L. (1967). Taxes, corporate financial policy and return to investors. *National Tax Journal*, 20, 443-454.
- Frankfurter, G. M., & Wood, J. B. G. (2002). Dividend policy theories and their empirical tests. *International Review of Financial Analysis*, 11 (2), 111-138.
- Fahlenbrach, R., & Stulz, R. M. (2007). Managerial ownership dynamics and firm value. *NBER Working Paper Series 13202*. <http://www.nber.org/papers/w13202>.
- Ferdinan, A. (2004). *Metode penelitian bisnis dalam marketing*. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Ferdinan, A. (2005). *Structural equation modelling dalam penelitian manajemen*. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Gitman, L. J. (2003). *Fundamental of financial management*. Massachusetts: Addison-Wesley.
- Glen, J. D., Karmokolias, Y., Miller, R. R., & Shah, S. (1995). Dividend policy and behaviour in emerging markets: To pay or not to pay. *International Financial Corporation, Discussion Paper No. 26*.
- Gordon, M. (1962). The savings, investments and valuation of a corporation. *Review of Economics and Statistics*, 37-51.
- Gordon, M. (1961). The investment, financing, and valuation of corporation. *Review of Economics and Statistics*.
- Gujarati, D. M. (1995). *Basic econometric*. New York: McGraw-Hill.
- Hasnawati, Sri. (2005). Pengaruh keputusan investasi, keputusan pendanaan dan kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan publik (di Bursa Efek Jakarta). Disertasi, Universitas Pajajaran Bandung.
- Hanafi, M. M. (2004). *Manajemen keuangan*. Yogyakarta: BPFE.
- Hanafi, M. M. (2007). *Analisis laporan keuangan*. Yogyakarta: UPP STIM YKPN.
- Irfan, C. M., & Nishat, M. (2002). Key fundamental factors and long-run price changes in an emerging market - A case study of Karachi stock exchange. *The Pakistan Development Review*, 41 (4), 517-533.
- Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review*, 76 (2), 323-329.
- Jensen, M. C., & Warner, J. B. (1988). The distribution of power among corporate managers, shareholders, and directors. *Journal of Financial Economics*, 20, 3-24.
- Jensen, S., & Zorn. (1992). Simultaneous determination of insider ownership, debt, and dividend policies. *Journal of Financial Economic*, 3, 305-360.
- Jauhari, B. R., & Wibowo, B. (2004). Analisis fundamental terhadap return saham pada periode bullish dan bearish Indeks Harga Saham Gabungan. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*.
- Joseph, D. P. (2000). Value investing: The use of historical financial statement information to separate winner from loser. *Journal of Accounting Research*, 38.
- Jiraporn, P., & Ning, Y. (2006). Dividend policy, shareholder rights, and corporate governance. *Journal of Applied Finance*.
- Jun, A., Gallagher, D. R., & Partington, G. (2006). *An examination of institutional dividend clienteles: Evidence from Australian institutional portfolio holdings*. Juli 21, 2006. <http://ssrn.com/abstract=972413>
- Kowalewski, O., Stetsyuk, I., & Talavera, O. (2007). *Corporate governance and dividend policy in Poland*. April, 2007. <http://ssrn.com/abstract=986111>

- Lemmon, Michael L., & Lins, K. V. (2001). Ownership structure, corporate governance, and firm value: Evidence from east Asian financial crisis. *Journal of Finance*, 58, 1445-1468.
- Liu, S., & Hu, Y. (2005). Empirical analysis of cash dividend payment in Chinese listed companies. *Nature and Science*, 3(1).
- Lundstrum, L. (2005). Testing the dividend signaling hypothesis: conditional event study versus residual analysis. *Working Paper*. Department of Management, North Carolina State University.
- Mitton, T. (2004). Corporate governance and dividend policy in emerging markets. *Emerging Markets Review*, 5 (4), 409-426.
- Naceur, S. B., Goaid, M., & Belanes, A. (2006). On the determinants and dynamics of dividend policy. *International Review of Finance*, 6 (1-2), 1-23.
- Nainggolan, S. G. V. (2008). Pengaruh variabel fundamental terhadap harga saham perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Thesis (tidak dipublikasikan). Pascasarjana Universitas Sumatera Utara.
- Papadopoulos, D. L., & Charalambidis, D. (2007). Focus on present status and determinants of dividend payout policy: Athens Stock Exchange in perspective. *Journal of Financial Management and Analysis*, 20 (2), 24-37.
- Qureshi, M. A. (2006). System dynamics modelling of firm value. *Journal of Modelling in Management*, 2 (1), 24-39.
- Riyanto, Bambang. (1999). Dasar-dasar pembelajaran perusahaan. Yogyakarta: Fakultas Ekonomi, Universitas Gadjah Mada.
- Rozeff, M. S. (1982). Growth, beta and agency cost as determinants of dividend payout ratios. *Journal of Financial Research*, 5, 249-259.
- Sarac, M. (2007). Does fundamental analysis matter for foreign investor: An empirical analysis of foreign investment in the Istanbul Stock Exchange. *Journal of Economic and Social Research*, 9 (2), 37-59.
- Sartono, Agus. (2001). *Manajemen keuangan: Teori dan aplikasi*. Yogyakarta: BPFE.
- Sundjaya, R. S. (2003). *Manajemen keuangan*. Klaten: Intan Sejati.
- Silveira, A. D. M., & Barros, L. A. B. C. (2007). Corporate governance quality and firm value in Brazil. *Working Paper*. Juni, 2007. <http://ssrn.com/abstract=923310>
- Sugiyono. (2006). *Statistika untuk penelitian*. Bandung: Alfabeta.
- Shahid, S. A. (2003). Does ownership structure affect firm value? Evidence from the Egyptian Stock Market. *Working Paper*. <http://ssrn.com/abstract=378580>
- Utama, S., & Santoso, A. Y. B. (1998). Kaitan antara rasio price/book value dan imbal hasil saham pada Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, 1 (1), 127-140.
- Wright, P., & Ferris, S. P. (1997). Agency conflict and corporate strategy: The effect of divestment on corporate value. *Strategic Management Journal*, 18, 77-83.