

## PENGARUH KEBIJAKAN MANAJEMEN KEUANGAN TERHADAP NILAI PERUSAHAAN MELALUI KINERJA PERUSAHAAN

**Annisah**

*annissa.she@gmail.com*

**Anang Subardjo, S.E., M.M**

**Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Indonesia (STIESIA) Surabaya**

### **ABSTRACT**

*The purpose of this research is to find out the influence of manager incentive, financial leverage and cost of capital variables to the performance of the company and the firm value. The samples of the research are insurance companies which are listed in Indonesia Stock Exchange (IDX) in 2011-2013 periods and 10 companies have been selected by using purposive sampling. Meanwhile the analysis methods of this research are: descriptive statistic test, classic assumption test, multiple linear regressions and hypothesis test.*

*Keywords: Firm Value, Performance of the Company, Financial Leverage, and Cost of Capital.*

### **ABSTRAK**

Tujuan penelitian ini dilakukan untuk mengetahui pengaruh variabel insentif manajer, *leverage* keuangan dan biaya modal terhadap kinerja perusahaan dan nilai perusahaan. Sampel penelitian ini adalah perusahaan asuransi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2011 - 2013 yang berjumlah 10 perusahaan dengan menggunakan metode purposive sampling. Sedangkan metode analisis dalam penelitian ini adalah uji statistik deskriptif, uji asumsi klasik, analisis regresi linier berganda dan pengujian hipotesis.

Kata kunci : Nilai perusahaan, kinerja perusahaan, insentif manajer, *leverage* keuangan dan biaya modal.

### **PENDAHULUAN**

Setiap perusahaan mempunyai tujuan untuk meningkatkan nilai perusahaan, salah satunya adalah mengoptimalkan nilai pemegang saham. Dengan memaksimalkan nilai perusahaan berarti juga memaksimalkan kemakmuran pemegang saham. Sesuai dengan yang dikemukakan oleh Wahyudi dan Pawestri (2006) dalam jangka panjang perusahaan akan memaksimalkan nilai perusahaan yang akan tercermin dari seberapa besar harga saham. Bagi perusahaan asuransi sangat penting mendapatkan kepercayaan publik, karena perusahaan asuransi mengelola dana masyarakat. Masyarakat dalam memilih asuransi didasarkan pada perusahaan asuransi yang memiliki reputasi baik. Reputasi menjadi faktor sangat penting bagi perusahaan asuransi.

Perusahaan asuransi yang memiliki reputasi yang baik, pastinya akan menarik minat masyarakat untuk membeli polis di perusahaan asuransi tersebut. Sehingga dapat meningkatkan pertumbuhan aset, pertumbuhan premi dan pertumbuhan nasabah yang akan berdampak pada keuntungan bagi perusahaan. Pemegang saham akan merasa puas dengan kinerja perusahaan dan merasa diuntungkan sehingga akan mempengaruhi harga saham perusahaan yang secara tidak langsung akan meningkatkan nilai perusahaan. Pengaruh nilai pemegang saham terhadap nilai perusahaan juga dikemukakan oleh Soliha dan Taswan (2006) menyatakan bahwa tingginya tingkat kemakmuran pemegang saham mencerminkan tingginya nilai perusahaan.

Upaya penting untuk meningkatkan nilai pemegang saham yaitu dengan meningkatkan kinerja perusahaan dan nilai perusahaan dimana keduanya akan saling berkaitan, terlebih bagi perusahaan asuransi. Dengan kata lain kinerja keuangan yang baik dapat meningkatkan nilai perusahaan dimata publik. Oleh karena itu dalam meningkatkan nilai pemegang saham perusahaan asuransi harus dikelola secara baik dan profesional sesuai dengan peraturan yang berlaku, baik dalam pengelolaan risiko maupun dalam pengelolaan keuangannya. Keberhasilan dalam pengelolaan keuangan perusahaan asuransi tidak terlepas dari peran para manajer yang secara profesional menjalankan tugas dan tanggung jawabnya terhadap pemilik perusahaan yaitu pemegang saham. Terutama dalam pengambilan kebijakan-kebijakan manajemen yang dapat meningkatkan nilai perusahaan dan berdampak pada keuntungan bagi pemegang saham.

Implementasi kebijakan manajemen keuangan yang ingin dicapai oleh manajer untuk meningkatkan nilai perusahaan yaitu kebijakan deviden diproksi dengan insentif manajer, kebijakan pendanaan diproksi dengan *leverage* keuangan dan kebijakan investasi diproksi dengan biaya modal. Adapun tujuan dari ketiganya yaitu untuk menilai seberapa besar pengaruhnya terhadap kinerja perusahaan dan nilai perusahaan yang selanjutnya akan berdampak kepada kesejahteraan pemegang saham. Penelitian ini memfokuskan pada area kebijakan manajemen keuangan perusahaan yang dikemas dalam sebuah judul "**Pengaruh Kebijakan Manajemen Keuangan Terhadap Nilai Perusahaan Melalui Kinerja Perusahaan**" dengan studi empiris pada perusahaan asuransi yang *listed* di Bursa Efek Indonesia (BEI), dan diharapkan dapat memperjelas isu dalam kebijakan manajemen keuangan berpengaruh terhadap kinerja perusahaan dan nilai perusahaan. Serta praktek-praktek pengambilan keputusan sesuai dengan tujuan perusahaan

## TINJAUAN TEORETIS DAN HIPOTESIS

### Insentif Manajer

Insentif adalah sejumlah imbalan jasa yang diberikan kepada karyawan yang telah melakukan tugas dan kewajiban. Insentif umumnya dilakukan sebagai strategi untuk meningkatkan produktivitas dan efisiensi perusahaan dengan memanfaatkan perilaku pegawai yang mempunyai kecenderungan kemungkinan bekerja seadanya atau tidak optimal. Makna insentif lebih diperkuat lagi oleh pernyataan Hariandja (2002:265), Insentif adalah bentuk pembayaran langsung yang didasarkan atau dikaitkan langsung dengan kinerja dan pembagian keuntungan bagi pegawai akibat peningkatan produktivitas atau penghematan biaya.

Dari teori diatas dapat disimpulkan bahwa insentif merupakan umpan balik yang dilakukan oleh perusahaan agar dapat merangsang para karyawan untuk meningkatkan prestasi kerja sehingga berdampak pada kinerja yang baik dan kualitas seorang karyawan. Insentif yang diberikan kepada para manajer dalam bentuk bonus saham dapat meningkatkan kinerja manajer dalam mengambil kebijakan yang menguntungkan bagi perusahaan. Adapun tujuan pemilik (pemegang saham) memberikan insentif kepada manajer yaitu untuk mengendalikan perilaku oportunistik manajer sehingga dalam pengambilan kebijakan-kebijakan yang diambil dapat memberikan keuntungan bagi para pemilik, yaitu para pemegang saham.

### Teori Keagenan (*Agency Theory*)

Teori keagenan membahas hubungan antara pemegang saham sebagai principal dan manajemen sebagai agen. Manajemen merupakan pihak yang dikontrak oleh pemegang saham untuk bekerja demi kepentingan pemegang saham. Tugas manajemen (agen) yaitu mempertanggungjawabkan semua pekerjaannya kepada pemegang saham. Merujuk pada

pernyataan Jensen dan Meckling (1976) mendefinisikan hubungan keagenan sebagai kontrak yang dilakukan oleh satu orang atau lebih pemilik (pemegang saham) untuk melakukan beberapa pelayanan kepentingan dalam pengambilan keputusan kepada manajemen (agen). Manajer (agen) memiliki informasi yang lebih banyak dibanding pemilik (pemegang saham).

Namun pada kenyataannya sering terdapat perbedaan kepentingan yang ingin dicapai antara manajer dan pemilik perusahaan (pemegang saham). Hal ini ditandai dengan adanya keinginan masing-masing individu untuk memperbesar keuntungan bagi dirinya sendiri. Hal yang sama pernah dikemukakan oleh Jensen dan Meckling (1976) menyatakan bahwa antara pemilik dan manajemen mempunyai kepentingan yang berbeda. Pemegang saham diasumsikan hanya tertarik pembagian deviden yang tinggi. Sedangkan manajer diasumsikan menerima kepuasan berupa insentif. Menurut teori keagenan, konflik antara prinsipal dan agen dapat dikurangi dengan mensejajarkan kepentingan antara prinsipal dan agen.

### **Leverage Keuangan**

*Leverage* keuangan adalah penggunaan sumber dana yang memiliki beban tetap dengan harapan akan memberikan tambahan keuntungan yang lebih besar dari pada beban tetapnya sehingga akan meningkatkan keuntungan bagi pemegang saham. Rasio *leverage* digunakan untuk mengukur seberapa jauh perusahaan didanai dengan hutang. Penggunaan hutang menurut Brigham dan Houston (2001), peningkatan hutang diartikan oleh pihak luar tentang kemampuan perusahaan untuk membayar kewajiban dimasa yang akan datang atau adanya risiko bisnis yang rendah, hal tersebut akan direspon positif oleh pasar. Alasan utama perusahaan menggunakan *leverage* keuangan karena *leverage* keuangan diharapkan dapat meningkatkan pengembalian ke pemegang saham.

Perekonomian yang tidak stabil juga akan mempengaruhi *leverage* keuangan. Pada saat perekonomian membaik, perusahaan yang memiliki rasio *leverage* tinggi akan memiliki risiko kerugian yang tinggi namun perusahaan juga memperoleh laba yang tinggi. Sebaliknya jika perekonomian menurun perusahaan memiliki risiko kerugian kecil, tetapi laba yang diperoleh juga rendah. Hutang dapat bermanfaat karena bunga hutang dapat memperkecil pajak dan memperbesar *return* yang diharapkan oleh investor. Keputusan akan penggunaan hutang mengharuskan perusahaan menyeimbangkan tingkat ekspektasi pengembalian yang lebih tinggi dari risiko yang meningkat (Weston dan Brigham, 1998)..

### **Biaya Modal**

Biaya modal merupakan konsep yang dapat menentukan besarnya riil dari penggunaan modal dari masing-masing sumber dana dan kemudian untuk menentukan biaya modal rata-rata (*average cost of capital*) dari keseluruhan dana yang digunakan di dalam perusahaan (Riyanto, 2001:245). Penggunaan modal yang dimaksud untuk memperoleh dana baik hutang, saham preferen, saham biasa maupun laba ditahan untuk mendanai suatu investasi atau operasi perusahaan. Penentuan besarnya pengalokasian biaya modal dimaksudkan untuk mengetahui berapa besarnya biaya riil yang harus dikeluarkan perusahaan untuk memperoleh dana yang diperlukan.

Biaya modal dihitung berdasarkan biaya untuk masing-masing sumber dana. Namun jika perusahaan menggunakan beberapa sumber modal maka biaya modal yang dihitung adalah biaya modal rata-rata tertimbang dari seluruh modal yang digunakan. Biaya modal rata-rata tertimbang ini disebut dengan "*weight average cost of capital (WACC)*". WACC merupakan rata-rata tertimbang dari seluruh komponen modal. Komponen modal yang sering dipakai adalah saham biasa, saham preferen, utang dan laba ditahan. Keputusan investasi ini diharapkan dapat memberikan *return* untuk para pemegang saham. Terdapat beberapa langkah menghitung biaya modal rata-rata tertimbang.

## **Kinerja Perusahaan**

Kinerja perusahaan merupakan hasil dari suatu evaluasi terhadap implementasi kebijakan perusahaan selama satu periode, biasanya dalam satu tahun. Hasil evaluasi tersebut seharusnya menghasilkan informasi yang penting dan berguna karena hasil evaluasi merupakan gambaran yang sesungguhnya terhadap kondisi perusahaan dimasa kini maupun masa yang akan datang. Kinerja perusahaan bisa dikatakan baik tidak hanya dari hasil evaluasi namun juga dari tingkat efektivitas dan efisiensi perusahaan dalam kegiatan operasi. Seperti yang telah dikemukakan oleh Siegel dan Shim (1987), menyatakan bahwa pengukuran kinerja merupakan suatu perhitungan tingkat efektivitas dan efisiensi suatu perusahaan dalam kurun waktu tertentu untuk mencapai hasil yang optimal.

Kinerja perusahaan sangat penting bagi investor dan calon investor, karena kinerja perusahaan dapat dijadikan bahan pertimbangan para investor untuk berinvestasi dengan melihat prospeknya dimasa depan. Jika kinerja perusahaan baik, akan mendorong harga saham naik. Sehingga banyak investor tertarik untuk menanamkan modalnya diperusahaan tersebut. Salah satu cara untuk meningkatkan kinerja perusahaan yaitu dengan mempublikasikan laporan keuangan perusahaan. Hal yang sama juga pernah dinyatakan oleh Harahap (2004), bahwa informasi keuangan tersebut mempunyai fungsi sebagai sarana informasi, alat pertanggungjawaban manajemen kepada pemilik perusahaan, penggambaran terhadap indikator keberhasilan perusahaan dan sebagai bahan pertimbangan dalam pengambilan keputusan.

## **Nilai Perusahaan**

Nilai perusahaan merupakan kondisi tertentu yang telah dicapai oleh suatu perusahaan sebagai gambaran dari kepercayaan masyarakat terhadap perusahaan setelah melalui suatu proses kegiatan selama beberapa tahun, yaitu sejak perusahaan tersebut didirikan sampai dengan saat ini. Meningkatnya nilai perusahaan merupakan sebuah prestasi, yang sesuai dengan keinginan para pemilik (pemegang saham) dan ini adalah tugas manajer sebagai agen yang telah diberi kepercayaan oleh para pemilik untuk menjalankan perusahaannya. Tingginya kemakmuran pemegang saham ditentukan oleh tingginya nilai perusahaan (Bringham 11 Gapensi,1996). Hal yang sama juga telah diungkapkan oleh Soliha dan Taswan (2006) bahwa tingginya tingkat kemakmuran pemegang saham mencerminkan tingginya nilai perusahaan.

Meningkatnya nilai perusahaan ditentukan oleh naiknya harga saham dipasar. Semakin naik harga saham akan diikuti naiknya nilai perusahaan juga. Karena nilai perusahaan sebenarnya adalah nilai pasar saham ditambah dengan nilai pasar obligasi atau utang jangka panjang. Kepercayaan masyarakat terhadap perusahaan akan berdampak pada meningkatnya harga saham, sehingga mereka mau membayar lebih tinggi, hal ini sesuai dengan harapan mereka untuk mendapatkan *return* yang tinggi pula. Untuk itu perusahaan harus menjaga kepercayaan dan kredibilitas perusahaan di mata publik dengan cara berbagi informasi perusahaan.

## **Pengembangan Hipotesis**

### *Pengaruh Insentif Manajer Terhadap Kinerja Perusahaan*

Pemberian bonus saham kepada manajer dapat mengurangi *agency conflict*. Seperti dijelaskan dalam *agency theory* pengendalian terhadap *agency conflict* dapat dilakukan dengan beberapa mekanisme, antara lain : *compensation, stock ownership, the board of directors, the managerial labor market, the market for corporate control, blockholders and activist investor*. Jadi, insentif manajer dapat mengurangi masalah keagenan. Manajer akan lebih memperhatikan

kepentingan pemilik dimana manajer sebagai bagian dari pemilik. Oleh karena itu, maka semakin besar insentif yang diberikan kepada manajer, akan semakin rendah konflik yang terjadi antara manajer dan pemilik. Penelitian yang dilakukan oleh Hutchinson (2001), dalam penelitiannya menemukan *compensation incentives* berpengaruh tidak signifikan terhadap kinerja perusahaan. Hipotesis dalam penelitian ini adalah:

H<sub>1</sub> : Insentif manajer berpengaruh tidak signifikan terhadap kinerja perusahaan

#### *Pengaruh Leverage Keuangan Terhadap Kinerja Perusahaan*

*Leverage* dapat diartikan sebagai pendongkrak kinerja perusahaan, dengan penggunaan hutang dari pihak luar diharapkan dapat menghasilkan tambahan yang lebih besar bagi perusahaan sehingga dapat menguntungkan bagi pemegang saham. Namun disisi lain penggunaan utang sebagai sumber pembiayaan juga akan membawa konsekuensi bagi perusahaan untuk membayar biaya tetap berupa bunga. Penelitian yang dilakukan oleh Hamid (2011) menyatakan bahwa *leverage* keuangan secara signifikan tidak berpengaruh pada ROE. Hipotesis dalam penelitian ini adalah:

H<sub>2</sub> : *Leverage* keuangan secara signifikan tidak berpengaruh terhadap kinerja perusahaan

#### *Pengaruh Biaya Modal Terhadap Kinerja Perusahaan*

Konsep biaya modal penting dalam pembelajaran perusahaan karena dapat dipakai untuk menentukan besarnya biaya yang secara riil harus ditanggung oleh perusahaan untuk memperoleh modal dari berbagai sumber dengan harapan memperoleh pengembalian di masa mendatang (*expected return*). Untuk menghasilkan kinerja sesuai dengan yang diharapkan, biaya modal harus didukung dengan manajemen aset yang baik, termasuk pengelolaan-pengelolaan sumberdaya yang terkait. Penelitian pernah dilakukan oleh Sudarmakiyanto, Eko et al (2013) dari hasil penelitian menunjukkan keputusan investasi tidak berpengaruh signifikan terhadap kinerja keuangan.

H<sub>3</sub> : Biaya modal tidak signifikan terhadap kinerja perusahaan

#### *Pengaruh Leverage Keuangan Terhadap Nilai Perusahaan*

Penggunaan sumber dana dari luar diharapkan memberikan keuntungan bagi perusahaan. Keuntungan yang didapat oleh perusahaan akan berdampak pada kekayaan pemegang saham dan secara bersamaan akan meningkatkan nilai perusahaan. Penelitian yang berkaitan *leverage* dengan nilai perusahaan pernah dilakukan oleh Uchida (2006), dalam penelitiannya menemukan bahwa *leverage (debt)* berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan (*Tobin's Q*).

H<sub>4</sub> : *Leverage* keuangan berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan

#### *Pengaruh Biaya Modal Terhadap Nilai Perusahaan*

Biaya modal merupakan keputusan yang dapat mempengaruhi nilai perusahaan, karena keputusan investasi menyangkut pengalokasian dana dari berbagai sumber dana untuk tujuan jangka pendek dan jangka panjang. Ketepatan dalam mengambil keputusan penggunaan biaya modal akan mempengaruhi hasil investasi yang diperoleh perusahaan. Hasil investasi yang tinggi akan memuaskan pemegang saham dan diikuti dengan meningkatnya nilai perusahaan. Penelitian mengenai pengaruh keputusan investasi juga dilakukan oleh Hasnawati (2005) yang menemukan bahwa keputusan investasi berdampak positif terhadap nilai perusahaan.

H<sub>5</sub> : Biaya modal berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan

### *Pengaruh Kinerja Perusahaan Terhadap Nilai Perusahaan*

Kinerja perusahaan merupakan barometer keberhasilan perusahaan dalam menerapkan kebijakan yang telah diambilnya. Kinerja perusahaan baik, yang diproksi dengan *Return on Equity* (ROE) dapat menarik respon dan perhatian para investor untuk menempatkan dananya pada perusahaan. Hal ini dapat mendorong harga saham perusahaan naik dan dengan naiknya harga saham akan berdampak pada meningkatnya nilai perusahaan. Penelitian pengaruh kinerja perusahaan terhadap nilai perusahaan pernah dilakukan oleh Ayuk (2006) dalam Handoko (2010) menemukan bahwa kinerja keuangan yang diukur dengan *return on equity* (ROE) berpengaruh positif signifikan terhadap return saham.

H<sub>6</sub> : Kinerja perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan

## **METODE PENELITIAN**

### **Populasi dan Sampel Penelitian**

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan asuransi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2011-2013. Teknik pengambilan sampel yang digunakan adalah *purposive sampling*. Kriteria yang digunakan untuk memilih sampel adalah sebagai berikut: (1) Perusahaan asuransi yang sudah terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2011-2013, (2) Perusahaan asuransi yang mempublikasikan laporan keuangan tahunan secara berturut-turut selama tiga tahun (2011-2013).

### **Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel**

#### **Variabel Independen**

##### a. Insentif Manajer

Insentif manajer merupakan pembayaran insentif kepada manajer diluar gaji bulanan. Pada penelitian ini insentif manajer diukur dengan nilai bonus saham yang diterima manajer. Membagi atau tidak membagi bonus saham merupakan kebijakan perusahaan, hal ini menunjukkan keberadaan atau ketidakberadaan. Oleh karena itu variabel ini merupakan variabel dummy, jika mebagi bonus saham dinilai 1 dan tidak membagi bonus saham dinilai 0.

##### b. *Leverage* Keuangan

*Leverage* keuangan dalam penelitian ini dinyatakan dengan membandingkan tingkat penggunaan hutang (*leverage*) terhadap ekuitas yang dimiliki perusahaan. Keputusan akan penggunaan hutang mengharuskan perusahaan menyeimbangkan tingkat ekspektasi pengembalian yang lebih tinggi dari risiko yang meningkat (Weston dan Brigham, 1998). Dalam penelitian ini *leverage* keuangan diukur dengan *debt to equity ratio* (DER). Rasio ini menunjukkan berapa bagian dari keseluruhan aktiva yang dibelanjai oleh hutang.

$$\text{DER} = \frac{\text{Total hutang}}{\text{Total ekuitas}} \times 100\%$$

##### c. Biaya Modal

Biaya modal merupakan pembiayaan atau pendanaan yang digunakan perusahaan yang diperoleh dari berbagai sumber (Iramani dan Febrian, 2005). Dengan demikian biaya riil yang ditanggung oleh perusahaan merupakan keseluruhan biaya untuk semua sumber

pembiayaan yang digunakan. Menghitung biaya modal dalam penelitian ini menggunakan *Weight Average Cost of Capital* (WACC). WACC merupakan rata-rata tertimbang dari seluruh komponen modal. Adanya tambahan modal akan dapat mengakibatkan kenaikan WACC.

$$WACC = W_d \cdot K_d (1 - T) + W_s \cdot K_s$$

Dalam hal ini:

$W_d$  = Tingkat modal

$K_d$  = Biaya hutang

T = Tingkat Pajak

$W_s$  = Tingkat modal

$K_s$  = Biaya modal

### Variabel Intervening

#### Kinerja Perusahaan

Kinerja perusahaan merupakan hasil dari suatu evaluasi terhadap implementasi kebijakan perusahaan selama satu periode, biasanya dalam satu tahun. Kinerja perusahaan bisa dikatakan baik tidak hanya dari hasil evaluasi namun juga dari tingkat efektivitas dan efisiensi perusahaan dalam kegiatan operasi. Kinerja perusahaan dalam penelitian ini diukur dengan *return on equity* (ROE). ROE merupakan perbandingan laba bersih setelah pajak (*net profit*) perusahaan dengan ekuitas.

$$DER = \frac{\text{Laba bersih setelah pajak}}{\text{Ekuitas}} \times 100\%$$

### Variabel Dependen

#### Nilai Perusahaan

Nilai perusahaan adalah nilai suatu perusahaan yang dilihat dari harga sahamnya (Hougen dalam Sulistiono, 2010). Meningkatnya nilai perusahaan ditentukan oleh naiknya harga saham dipasar. Semakin naik harga saham akan diikuti naiknya nilai perusahaan juga. Nilai perusahaan dalam penelitian ini diproksi dengan *tobin's Q*. *Tobin's Q* merupakan indikator untuk mengukur nilai perusahaan, yang menunjukkan suatu performa manajemen dalam mengelola aktiva perusahaan.

$$DER = \frac{\text{MVE} + \text{Total hutang}}{\text{Total aktiva}}$$

### Pengujian Hipotesis

Hipotesis penelitian akan diuji dengan dua persamaan regresi yang berbeda, yaitu :

$$(1) Z = a + b_1X_1 + b_2X_2 + b_3X_3 + e$$

$$(2) Y = \alpha + b_2X_2 + b_3X_3 + L_4Z + e$$

dalam hal ini:

- Z : Kinerja Perusahaan
- Y : Nilai Perusahaan
- X<sub>1</sub> : Insentif Manajer
- X<sub>2</sub> : *Leverage* Keuangan
- X<sub>3</sub> : Biaya Modal
- a : Intercept
- b<sub>1</sub> - b<sub>4</sub> : Koefisien regresi.
- e : Error

Persamaan regresi 1 akan digunakan untuk menguji apakah insentif manajer, *leverage* keuangan dan biaya modal berpengaruh terhadap kinerja perusahaan (H<sub>1</sub>, H<sub>2</sub> dan H<sub>3</sub>). Persamaan regresi 2 digunakan untuk menguji apakah *leverage* keuangan, biaya modal dan kinerja perusahaan berpengaruh terhadap nilai perusahaan (H<sub>4</sub>, H<sub>5</sub> dan H<sub>6</sub>).

Persamaan regresi 3 digunakan untuk menguji apakah mekanisme *corporate governance* antara lain; kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial, proporsi dewan komisaris independen dan komite audit berpengaruh terhadap nilai perusahaan (H<sub>6</sub>, H<sub>7</sub>, H<sub>8</sub> dan H<sub>9</sub>). Persamaan regresi 4 digunakan untuk menguji apakah kualitas laba berperan sebagai variabel intervening dalam hubungan mekanisme *corporate governance* dengan nilai perusahaan (H<sub>10</sub>). Untuk menguji pengaruh variabel intervening digunakan metode analisis regresi, yaitu dengan membandingkan nilai *standardized coefficient* persamaan regresi 1 dengan *standardized coefficient* persamaan regresi 2. Dimana yang memiliki nilai lebih besar maka pengaruh itulah yang menyatakan hubungan yang sebenarnya.

## HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

### Statistik Deskriptif

Tabel 1 menunjukkan statistik deskriptif masing-masing variabel penelitian yaitu insentif manajer (IMNA), *leverage* keuangan (DER), biaya modal (WACC), kinerja perusahaan (ROE) dan nilai perusahaan (TBQ).

Tabel 1  
Statistik Deskriptif

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
TBQ	30	.26	128.16	7.7987	26.84031
DER	30	.28	5.67	1.7433	1.46521
WACC	30	.08	1.26	.4683	.30078
ROE	30	.04	.31	.1657	.06317
IMNA	30	.00	1.00	.0667	.25371
Valid N (listwise)	30				

Dari tabel 1 diatas dapat diketahui bahwa jumlah sampel yang digunakan dalam penelitian ini sebanyak 10 sampel perusahaan asuransi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) dengan periode penelitian selama 3 tahun, maka N = 30. Variabel nilai perusahaan yang diproksi dengan *Tobin's Q* (TBQ) memiliki (*mean*) sebesar 7.7987 atau 779.87%, tingkat rata-rata penyimpangan sebesar 26.84031. Variabel *leverage* keuangan yang diproksi dengan *Debt Equity Ratio* (DER) memiliki rata-rata hitung (*mean*) sebesar 1.7433 atau 174.33%, tingkat rata-rata penyimpangan sebesar 1.46521.

Variabel biaya modal yang diproksi dengan *Weight Average Cost of Capital (WACC)* memiliki rata-rata hitung (*mean*) sebesar 0.4683 atau 46.83%, tingkat rata-rata penyimpangan sebesar 0.30078. Variabel kinerja perusahaan yang diproksi dengan *Return On Equity (ROE)* memiliki rata-rata hitung (*mean*) sebesar 0.1657 atau 16.57%, tingkat rata-rata penyimpangan sebesar 0.06317. Variabel insentif manajer yang memiliki rata-rata hitung (*mean*) sebesar 0.0667, tingkat rata-rata penyimpangan sebesar 0.25371.

### Uji Asumsi Klasik

a. **Uji Multikolinearitas.** Nilai *tolerance* semua variabel bebas lebih besar dari 0,10, demikian pula nilai VIF semuanya kurang dari 10. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa model regresi tidak mengindikasikan adanya multikolinieritas.

b. **Uji Autokorelasi.** Nilai *Durbin-Watson* persamaan regresi pertama adalah 2.213, berdasarkan kriteria yang telah ditentukan DW jika berada diatas + 2 berarti ada autokorelasi negatif. Sehingga dapat disimpulkan bahwa uji autokorelasi pada persamaan pertama terdapat autokorelasi negatif antara residual pada pengamatan dengan pengamatan lain pada model regresi. Nilai *Durbin-Watson* persamaan regresi kedua adalah 1.766, berdasarkan kriteria yang telah ditentukan DW hitung berada diantara -2 dan 2, yakni  $-2 \leq 1.766 \leq 2$  maka ini berarti tidak terjadi autokorelasi. Sehingga dapat disimpulkan bahwa uji autokorelasi pada persamaan kedua terpenuhi atau tidak ada korelasi yang terjadi antara residual pada pengamatan dengan pengamatan lain pada model regresi.

c. **Uji Heteroskedastisitas.** Uji heteroskedastisitas dilakukan dengan melihat pola grafik *scatterplot*. Berdasarkan dari grafik *scatterplot* dapat diketahui bahwa titik-titik tidak membentuk pola yang jelas. Titik-titik menyebar diatas dan dibawah angka 0 pada sumbu Y. Hal ini dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi masalah heterokedastisitas pada model regresi yang digunakan.

d. **Uji Normalitas.** Berdasarkan grafik histogram terlihat bahwa data distribusi nilai residu (*error*) menunjukkan distribusi normal. Hal ini ditunjukkan oleh kurva dependen dan *regression standarized residual* membentuk gambar seperti lonceng, oleh karena itu berdasarkan uji normalitas analisis regresi layak digunakan (Suliyanto, 2011:71).

### Uji Hipotesis

#### Pengujian Hipotesis 1, 2 dan 3

Persamaan regresi 1 digunakan untuk menjawab hipotesis 1, 2 dan 3. Serta untuk mengetahui apakah insentif manajer, *leverage* keuangan dan biaya modal berpengaruh terhadap kinerja perusahaan.

Tabel 2  
Analisis Regresi 1  
 $Z = a + b_1X_1 + b_2X_2 + b_3X_3 + e$

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	.110	.030		3.666	.001
DER	.021	.015	.369	2.095	.035
WACC	.079	.052	.327	2.138	.052
IMNA	-.017	.047	-.070	-.369	.715

a. Dependen Variabel: ROE

Berdasarkan hasil diatas dapat diketahui bahwa insentif manajer berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap kinerja perusahaan. *Leverage* keuangan berpengaruh positif dan signifikan terhadap kinerja perusahaan. Biaya modal berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap kinerja perusahaan. Nilai adjusted R<sup>2</sup> sama dengan 0.491 yang berarti hanya 49% variabel kinerja perusahaan dipengaruhi variabel insentif manajer, *leverage* keuangan dan biaya modal. Sedangkan sisanya sebesar 51% dijelaskan oleh variabel lain yang tidak diteliti dalam penelitian ini.

Berdasarkan hasil uji t variabel insentif manajer dan biaya modal tidak berpengaruh terhadap kinerja perusahaan karena memiliki tingkat signifikansi lebih besar dari  $\alpha = 0,05$ . Variabel insentif manajer memiliki nilai signifikansi sebesar 0,715. Sehingga dapat disimpulkan bahwa variabel insentif manajer berpengaruh tidak signifikan terhadap kinerja perusahaan. Lemahnya pengaruh insentif manajer terhadap kinerja perusahaan disebabkan karena kebanyakan perusahaan asuransi dalam penelitian ini dalam memberikan kompensasi kepada para manajer tidak dalam bentuk bonus saham melainkan kompensasi yang bersifat jangka pendek seperti gaji, tunjangan kesehatan, tunjangan hari raya dan bonus tahunan.

Namun pada kenyataannya jika perusahaan memberikan kompensasi dalam bentuk bonus saham dapat menstimulus kinerja para manajer karena manajer merasa ikut memiliki perusahaan tersebut. Sehingga manajer akan mengambil kebijakan yang menguntungkan bagi perusahaan yang akan berdampak pada meningkatnya kinerja perusahaan. Sesuai dengan pernyataan ichsan (1981:157) bahwa insentif dapat dirumuskan sebagai stimulus (daya tarik) dengan tujuan untuk membangun, memelihara dan meperkuat harapan-harapan karyawan agar dengan demikian dapat menghasilkan suatu produktifitas tertentu.

Variabel biaya modal memiliki nilai signifikansi sebesar 0,052. Sehingga dapat disimpulkan bahwa variabel biaya modal berpengaruh tidak signifikan terhadap kinerja perusahaan. Perusahaan yang melakukan pengalokasian dana dari berbagai sumber dana untuk tujuan investasi jangka panjang atau jangka pendek mendapatkan pengembalian yang lebih besar. Namun bagi perusahaan asuransi pembiayaan investasi menggunakan dana dari modal tidak menguntungkan bagi perusahaan karena tingkat modal yang baik bagi perusahaan asuransi sangat penting.

Mengingat kondisi perusahaan asuransi dikatakan sehat jika memiliki tingkat modal baik. Jika investasi menggunakan dana dari modal akan mengancam kelangsungan perusahaan dalam jangka kedepan. Sehingga keputusan investasi menggunakan dana dari modal tidak dapat meningkatkan kinerja perusahaan. Hal ini tidak sesuai dengan tujuan kebijakan investasi yaitu memperoleh keuntungan. Sesuai dengan teori Endang (2012) bahwa kebijakan investasi merupakan penanaman modal (baik modal tetap maupun modal tidak tetap) yang digunakan dalam proses operasional perusahaan untuk memperoleh keuntungan suatu perusahaan

Berdasarkan hasil uji t variabel *leverage* keuangan berpengaruh terhadap kinerja perusahaan karena memiliki tingkat signifikansi sebesar 0,035 yang lebih kecil dari batas nilai probabilitas signifikansi ( $\alpha = 0,05$ ). Sehingga dapat disimpulkan bahwa variabel *leverage* keuangan berpengaruh signifikan terhadap kinerja perusahaan. Hasil penelitian ini memberikan pemahaman bagi manajemen bahwa jika *leverage* keuangan naik, maka kinerja perusahaan naik. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan yang menggunakan pembiayaan dari hutang berdampak pada meningkatnya kinerja perusahaan dikarenakan sumber pembiayaan investasi yang didapatkan dari hutang dapat memberikan imbal hasil yang menguntungkan dari biaya hutangnya.

Para investor juga mempunyai pandangan yaitu perusahaan yang melakukan pembiayaan investasi melalui hutang dapat memperkecil pajak dan memperbesar *return*,

sehingga hal ini akan direspon baik oleh pasar. Respon positif ini sesuai dengan harapan manajemen, yaitu meningkatkan kinerja perusahaan. Pernyataan ini diperkuat oleh teori dari Brigham dan Houston (2001) bahwa peningkatan hutang diartikan oleh pihak luar tentang kemampuan perusahaan untuk membayar kewajiban dimasa yang akan datang atau adanya risiko bisnis yang rendah, hal tersebut akan direspon positif oleh pasar.

#### **Pengujian Hipotesis 4, 5 dan 6**

Persamaan regresi 2 digunakan untuk menjawab hipotesis 4, 5 dan 6 Serta untuk mengetahui apakah *leverage* keuangan, biaya modal dan kinerja perusahaan berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

**Tabel 3**  
**Analisis Regresi 2**  
 $Y = \alpha + b_2X_2 + b_3X_3 + L_4Z + e$

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	.627	.229		2.742	.011
DER	1.25	1.287	.048	.323	.048
WACC	-10.913	15.498	-.122	-.704	.488
ROE	.919	.846	.062	.849	.050

a. Dependen Variabel: TBQ

Berdasarkan hasil diatas dapat diketahui bahwa *leverage* keuangan berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Biaya modal berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. Kinerja perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Nilai adjusted R<sup>2</sup> sama dengan 0.550 yang berarti hanya 55% variabel nilai perusahaan dipengaruhi variabel *leverage* keuangan, biaya modal dan kinerja perusahaan. Sedangkan sisanya sebesar 45% dijelaskan oleh variabel lain yang tidak diteliti dalam penelitian ini.

Berdasarkan hasil uji t variabel *leverage* keuangan dan kinerja perusahaan berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan karena sesuai dengan syarat signifikansi yaitu  $\alpha = 0,05$ . Variabel *leverage* keuangan memiliki nilai signifikansi sebesar 0,048. Sehingga dapat disimpulkan bahwa *leverage* keuangan berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Hal ini menunjukkan pembiayaan menggunakan hutang dapat meningkatkan kemampuan perusahaan untuk memperoleh laba dan jika perusahaan memperoleh pengembalian yang lebih besar atas investasi yang dibiayai dengan dana pinjaman dibanding dengan pembayaran bunga, maka pengembalian atas modal pemilik akan lebih besar.

Peningkatan rasio hutang suatu perusahaan merupakan sinyal positif bagi para investor dengan asumsi adanya hutang menunjukkan optimisme dari manajemen dalam melakukan investasi, sehingga diharapkan bahwa di masa yang akan datang perusahaan akan tumbuh lebih baik dan *cash flow* perusahaan di masa yang akan datang akan tetap terjaga. Hal senada juga pernah diungkapkan Brigham dan Houston (2001), peningkatan hutang diartikan oleh pihak luar tentang kemampuan perusahaan untuk membayar kewajiban dimasa yang akan datang atau adanya risiko bisnis yang rendah, hal tersebut akan direspon positif oleh pasar. Hasil ini didukung oleh penelitian yang dilakukan oleh Uchida (2006), dalam penelitiannya menemukan bahwa *leverage (debt)* berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan (*Tobin's Q*).

Variabel kinerja perusahaan memiliki nilai signifikansi sebesar 0,050. Sehingga dapat disimpulkan bahwa variabel kinerja perusahaan berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa kinerja perusahaan mempunyai pengaruh langsung yang positif terhadap nilai perusahaan, sehingga jika kinerja perusahaan naik. Maka nilai perusahaan juga akan naik. Oleh karena itu kebijakan manajemen keuangan lebih diarahkan pada upaya peningkatan kinerja perusahaan.

Keputusan-keputusan manajemen yang diambil oleh para manajer harus mengarah kepada meningkatnya kinerja perusahaan dan nilai perusahaan. Dalam mencapai kinerja perusahaan yang baik dapat dilihat dari tingkat efektifitas dan efisiensi perusahaan dalam kegiatan operasi. Sesuai dengan teori Siegel dan Shim (1987) menyatakan bahwa pengukuran kinerja merupakan suatu perhitungan tingkat efektivitas dan efisiensi suatu perusahaan dalam kurun waktu tertentu untuk mencapai hasil teori yang optimal. Sehingga dapat disimpulkan dengan efektifitas dan efisiensi yang optimal dapat berdampak pada meningkatnya kinerja perusahaan dan nilai perusahaan.

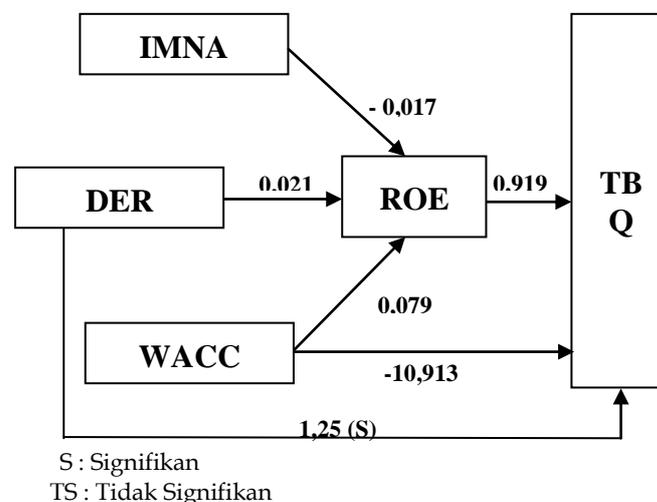
Berdasarkan hasil uji t variabel biaya modal memiliki nilai signifikansi sebesar 0,488 yang lebih besar dari batas nilai probabilitas signifikansi ( $\alpha = 0,05$ ). Sehingga dapat disimpulkan bahwa variabel biaya modal berpengaruh tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. Dalam penelitian ini menunjukkan bahwa biaya modal tidak berpengaruh secara signifikan terhadap nilai perusahaan dikarenakan asumsi pemegang saham jika perusahaan menggunakan modal sebagai pembiayaan investasi dapat mengancam kelangsungan perusahaan jangka panjang.

Pemegang saham lebih tertarik jika perusahaan menggunakan hutang sebagai pembiayaan investasi dibandingkan dengan menggunakan modal perusahaan. Penggunaan modal sendiri dapat meningkatkan risiko kerugian, dibandingkan dengan penggunaan hutang. Pemegang saham akan melihat jika menggunakan hutang untuk investasi maka resiko perusahaan sebagian besar ada pada kreditur.

Jika perusahaan memperoleh pengembalian yang lebih besar dari hasil investasi dengan dana pinjaman maka pengembalian atas modal pemilik akan lebih besar sehingga dapat menaikkan nilai pemegang saham dan pastinya akan diikuti dengan meningkatnya nilai perusahaan. Hasil penelitian yang sama pernah dilakukan oleh Bernardi (2007) menemukan bahwa investasi tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.

### Penjelasan Analisis Mediasi (*intervening*)

Berdasarkan hasil analisis regresi pada persamaan 1 dan persamaan 2 dimasukkan dalam model empirik, maka akan diperoleh hasil analisis regresi seperti pada gambar berikut:



Gambar 1  
Analisis Regresi Model Empirik Penelitian

### 1) **Insentif Manajer (IMNA) > Kinerja Perusahaan (ROE)**

Berdasarkan hasil statistik penelitian membuktikan bahwa insentif manajer tidak berpengaruh terhadap kinerja perusahaan dan kinerja perusahaan berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa memberikan insentif kepada manajer tidak dapat meningkatkan kinerja perusahaan. Artinya perusahaan memberikan atau tidak memberikan insentif kepada manajer tidak mempengaruhi meningkatnya kinerja perusahaan. Terbuktinya hipotesis  $H_1$  dikarenakan pada kenyataannya hampir semua perusahaan asuransi tidak membagikan bonus saham kepada para manajer. Namun perusahaan asuransi memberikan kompensasi kepada manajer berupa bonus jangka pendek seperti gaji, tunjangan kesehatan, tunjangan hari raya dan bonus tahunan.

### 2) **Leverage Keuangan (DER) > Kinerja Perusahaan (ROE) > Nilai Perusahaan (TBQ)**

Berdasarkan hasil statistik penelitian membuktikan bahwa *leverage* keuangan berpengaruh terhadap kinerja perusahaan dan kinerja perusahaan berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa kinerja perusahaan menjadi mediasi antara *leverage* keuangan dengan nilai perusahaan. Artinya besar kecilnya perusahaan dalam penggunaan hutang berpengaruh terhadap kinerja perusahaan. Kinerja perusahaan yang bagus dapat menarik investor untuk berinvestasi, sehingga akan berdampak pada meningkatnya nilai perusahaan.

### 3) **Biaya Modal (WACC) > Kinerja Perusahaan (ROE) > Nilai Perusahaan (TBQ)**

Berdasarkan hasil statistik penelitian membuktikan bahwa biaya modal tidak berpengaruh terhadap kinerja perusahaan dan kinerja perusahaan berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa kinerja perusahaan tidak menjadi mediasi antara biaya modal dengan nilai perusahaan. Artinya besar kecilnya perusahaan dalam penggunaan biaya modal tidak berpengaruh terhadap kinerja perusahaan. Perusahaan dibenarkan dalam pembiayaan investasi menggunakan biaya modal jika kinerja perusahaan baik. Sehingga kebijakan dalam biaya modal dapat meningkatkan kinerja perusahaan. Selain itu penggunaan biaya modal juga tidak berpengaruh terhadap meningkatnya nilai perusahaan. Hal ini disebabkan karena perusahaan yang menggunakan pembiayaan investasi melalui biaya modal dapat mengancam kelangsungan perusahaan jangka panjang. Sehingga tidak dapat meningkatkan nilai perusahaan.

## **Pengujian Efek Mediasi**

Berdasarkan penjelasan analisis mediasi diatas, maka besarnya efek mediasi dihitung sebagai berikut:

Pertama, kinerja perusahaan sebagai variabel mediasi dari *leverage* keuangan tidak perlu dihitung efek mediasinya, karena kinerja perusahaan merupakan mediasi penuh dari *leverage* keuangan dalam mempengaruhi nilai perusahaan. Penggunaan hutang untuk pembiayaan investasi menunjukkan adanya *signal* tidak langsung (*indirect signaling effect*) terhadap nilai perusahaan. *Signal* ini direspon baik oleh para investor melalui kinerja perusahaan, dimana perusahaan melakukan investasi dari dana hutang berdampak pada peningkatan *return on equity* (ROE).

Kedua, kinerja perusahaan sebagai mediasi dari biaya modal, secara statistik pengaruh tidak langsung biaya modal (WACC) terhadap nilai perusahaan (TBQ) adalah  $0,079 \times 0,919 = 0,073$ . Besarnya pengaruh langsung biaya modal terhadap nilai perusahaan adalah -10,913. Jadi dapat disimpulkan bahwa pengaruh sebenarnya adalah pengaruh tidak langsung,

karena nilai koefisien pengaruh tidak langsung 0,073 lebih besar dari pengaruh koefisien langsung -10,913. Sehingga biaya modal (WACC) lebih efektif berpengaruh tidak langsung terhadap nilai perusahaan (TBQ).

## SIMPULAN DAN KETERBATASAN

### Simpulan

Simpulan hasil penelitian ini dapat dikemukakan sebagai berikut : (1) insentif manajer berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap kinerja perusahaan, (2) *leverage* keuangan berpengaruh positif dan signifikan terhadap kinerja perusahaan, (3) biaya modal berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap kinerja perusahaan, (4) *leverage* keuangan berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan, (5) biaya modal berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap nilai perusahaan, dan (6) kinerja perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Hasil pengujian mediasi menunjukkan bahwa kinerja perusahaan merupakan mediasi penuh dari *leverage* keuangan dalam mempengaruhi nilai perusahaan.

### Keterbatasan

Keterbatasan dalam penelitian implementasi kebijakan keuangan dalam perusahaan asuransi menghasilkan  $R^2$  0,491 atau 49% terhadap kinerja perusahaan dan 0,55 atau 55% terhadap nilai perusahaan. Jadi, sisanya sebesar 51% terhadap kinerja perusahaan dan sebesar 45% terhadap nilai perusahaan dipengaruhi oleh variabel selain insentif manajer, *leverage* keuangan dan biaya modal. Diharapkan pada penelitian mendatang dapat meneliti perusahaan asuransi selain disegi pengelolaan keuangan yang akan dimasukkan dalam model penelitian, agar menghasilkan model yang lebih baik.

## DAFTAR PUSTAKA

- Bernardi, K., Jemmi. 2007. Analisis Pengaruh *Cashflow* dan Kebijakan *Pecking Order* terhadap *Leverage* dan Investasi serta Dampaknya terhadap Nilai Perusahaan (Studi pada Perusahaan-perusahaan Sektor Manufaktur Disertasi). Universitas Brawijaya.
- Brigham, E. F., and J. F Houston. 2001. Manajemen Keuangan. Edisi Bahasa Indonesia. Jakarta : Erlangga.
- Hamid, Abdul. 2011. Pengaruh *Finacial Leverage* Terhadap *Return On Equity* (ROE) Pada Sektor Industri Dasar dan Kimia yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Jurusan Akuntansi Fakultas Ekonomi Universitas Gunadarma.
- Harahap, S. S. 2004. Analisis Kritis atas laporan Keuangan. Jakarta : PT. Raja Grafindo Persada.
- Hariandja, Marihot Tua. 2002. Manajemen Sumber Daya Manusia Gramedia Media Sarana. Jakarta.
- Hasnawati, S. 2005. Implikasi Keputusan Investasi, Pendanaan dan Deviden terhadap Nilai Perusahaan. Manajemen Usahawan Indonesia No.09/TH XXXIV.
- Hutchinson, M. 2001. *School of Accounting and Finance Deakin University 221 Burwood Highway Victoria*. Email: [hutch@deakin.edu.au](mailto:hutch@deakin.edu.au) *A Contracting Agency Analysis of the Association Between Firm Risk, Incentives and Firm Performance: An Australian Perspective*.
- Jensen, M. and Meckling, W. 1976. "Theory of the Firm: Managerial Behavior Agency Cost, and Ownership Structure". *Journal of Finance Economics* 3. pp. 305-360.
- Riyanto, Bambang. 2001. Dasar-dasar Pembelajaran Perusahaan. Edisi Keempat Cetakan Keenam. Penerbit : BPFE, Yogyakarta

- Siegel, Joel. G., and Jae. K. Shim. 1987. *Dictionary of Accounting Terms, Barron's Educational Series, Inc*
- Soliha, E dan Taswan. 2006. Pengaruh Kebijakan Hutang Terhadap Nilai Perusahaan Serta Beberapa Faktor yang Mempengaruhinya. *Jurnal Bisnis dan Ekonomi* Vol. 9 No.2. September: 149-163.
- Sudarmakiyanto, Eko et el. 2013. Pengaruh Keputusan Keuangan Terhadap Kinerja Keuangan (Studi Empiris Pada Perusahaan Sektor Property, Real Estate and Building Construction yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2008-2012).
- Suliyanto. 2011. *Ekonomi Terapan: Teori & Aplikasi dengan SPSS*. Andi.Yogyakarta.
- Wahyudi, U. dan H. P. Pawestri. 2006. Implikasi Struktur Kepemilikan Terhadap Nilai Perusahaan dengan Keputusan Keuangan Sebagai Variabel Intervening. *Simposium Nasional Akuntansi 9*. Padang: 1-25.