

AKUTANSI BISNIS dan MANAJEMEN (ABM)

ISSN No: 0854-4180

Volume 24 No.2 Oktober 2017



- | | |
|-------------------|--|
| Maartje Paais | Pengaruh motivasi dan Komitmen terhadap prestasi kerja karyawan Manise Hotel di Ambon |
| Teguh Prasetyo | Pengaruh Mekanisme Konflik Keagenan Terhadap Kinerja Perusahaan (Studi di Pasar Modal Indonesia Periode tahun 2004-2010) |
| Tita Boedi Astuti | Analisis Lingkungan Kerja, Karakteristik Individu dan Motivasi Pengaruh Terhadap Kinerja Karyawan (Studi pada PT. Swasta STIE Malangkucecwara Malang) |
| Sumarsasi | Disiplin Karyawan Mempengaruhi Kualitas Produksi Blimbing Petani Ratu Buah di Blitar (Studi pada Bisnis Keluarga di Kec. Sukorejo Desa Karang Sari Blitar) |
| Helmy Adisaksana | Pengaruh Pelatihan Kerja dan Insentif Terhadap Kepuasan Kerja dan Dampaknya Terhadap Komitmen (Studi pada Karyawan PT BRI (Persero) Tbk. Malang Martadinata) |

DITERBITKAN OLEH :
SEKOLAH TINGGI ILMU EKONOMI (STIE) MALANGKUCECWARA
MALANG

DAFTAR ISI

Volume 24

No. 2

Oktober 2017

- Pengaruh Motivasi dan Komitmen Terhadap Prestasi Kerja Karyawan Manise Hotel di Ambon 69-82
Maartje Paais
- Pengaruh Mekanisme Konflik Keagenan Terhadap Kinerja Perusahaan (Studi di Pasar Modal Indonesia Periode tahun 2004-2010) 83-91
Teguh Prasetyo
- Analisis Lingkungan Kerja, Karakteristik Individu dan Motivasi Pengaruhnya Terhadap Kinerja Karyawan (Studi pada PT. Swasta STIE Malangkucecwara Malang) 92-105
Tita Boedi Astuti
- Disiplin Karyawan Mempengaruhi Kualitas Produksi Blimbing Petani Ratu Buah di Blitar (Studi pada Bisnis Keluarga di Kec Sukorejo Desa Karang Sari Blitar) 106-111
Sumarsasi
- Pengaruh Pelatihan Kerja dan Insentif Terhadap Kepuasan Kerja dan Dampaknya Terhadap Komitmen (Studi pada Karyawan PT BRI (Persero) Tbk. Malang Martadinata) 112-133
Helmy Adisaksana

**Pengaruh Mekanisme Konflik Keagenan
Terhadap Kinerja Perusahaan
(Studi di Pasar Modal Indonesia Periode Tahun 2004-2010)**

Teguh Prasetyo

Dosen Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Malang

Jl. Semarang No. 5 Malang

Email: teguh.prasetyo.fe@um.ac.id

Mobile: +6281233219292

Abstract:

This research aims to test of agency theory in Indonesian Stock Exchange as proxy variables within agency conflict mechanism for firm performance. It is used secondary data from Indonesian Capital Market Directory (ICMD) and OSIRIS include all industry manufacture, exclude insurance and finance service sector. It's appropriate sampling criteria's and listing in Indonesian Stock Exchange. Then, using pooled data with observation period 2004th round to 2010th. Variables used in this study is the first Asset Utility as agency cost as dependent variabel. The second variabels is dividen, leverage, institutional ownership as mechanism variables to agency conflict as independent variable. Then, the control variable used firm size. The method of analysis used in this study is multiple regression of pooled data analysis. The results of this study is a positive effect dividend to company's performace of the first. Then, the second is a positive impact leverage to company's performace. The last is a positive impact institutional ownership to company's performace. With the result that, mechanism variables of agency conflict has been play function of binding and oversight of agency conflict.

Keywords: *Mechanism Variables of Agency Conflict and Firm Performance.*

PENDAHULUAN

Pada umumnya konflik keagenan tercipta karena adanya perbedaan kepentingan antara agen (*managers*) dengan principal (*stakeholders*) (Jensen dan MecKling, 1976). Adanya karakteristik pasar modal Indonesia yang unik, yakni kepemilikan mayoritas (*majority shareholders*) dan minoritas (*minority shareholders*) akan memicu konflik keagenan yang berbeda. Dengan struktur kepemilikan yang berbeda di Indonesia, yaitu mengenai besarnya struktur kepemilikan institusional, tentunya akan berkontribusi yang besar terhadap perusahaan dalam mengambil sebuah kebijakan baik itu kebijakan dividen maupun kebijakan hutang. Dengan adanya situasi ini, apakah akan menambah atau mengurangi konflik keagenan antara mayoritas dengan minoritas sehingga akan memberikan dampak terhadap kinerja perusahaan yang tentu saja akan mempengaruhi

daripada nilai perusahaan itu sendiri. Lebih lanjut, beberapa pengkajian mengenai teori keagenan di Indonesia sedikit banyak masih berfokus serta berfokus pada kepemilikan manajerial, padahal disisilain masih terbatas untuk data yang menyediakan kepemilikan manajerial yang tentu saja akan mempengaruhi dalam proses analisisnya. Oleh karena itu penelitian ini akan mencoba menggunakan kepemilikan institusional sebagai proksi adanya konflik keagenan di pasar modal Indonesia. Maka, pertanyaannya adalah apakah mekanisme konflik keagenan mempengaruhi kinerja perusahaan. Oleh karena itu diperlukan yang pertama, menguji pengaruh dividen terhadap kinerja perusahaan. Kemudian menguji pengaruh hutang terhadap kinerja perusahaan, serta terakhir adalah menguji pengaruh kepemilikan institusional terhadap kinerja perusahaan.

Lebih lanjut, Jensen *et al.* (1992) berargumen bahwa kebijakan dividen merupakan salah satu bentuk indikator bahwa perusahaan kedepan dimungkinkan akan memiliki kinerja yang lebih baik. Dalam hal ini kinerja *agent* atau manajer dapat dipertanggungjawabkan, sehingga kinerja perusahaan menjadi lebih baik dan memberikan manfaat terhadap *principal* atau para investor. Kemudian, Robello dan Noe (1996) mengatakan bahwa kebijakan dividen tersebut akan memberikan pengaruh yang positif terhadap kinerja perusahaan, yakni melalui pembagian dividen meningkat maupun pembagian dividen menurun setiap tahunnya. Hal ini akan memberikan manfaat bagi para investor yang akan menanamkan modalnya pada perusahaan. Meskipun dalam mengendalikan konflik keagenan perusahaan tidak terlepas dari besaran (*magnitude*) maupun tingkat dividen atau keuntungan (*earnings*) yang dihasilkan oleh perusahaan tersebut. Oleh karena itu, sangat erat keterkaitan antara kebijakan dividen yang di kontrol dan ditentukan oleh pemegang saham (*controlling shareholders*) terhadap kinerja manajer dalam membawa keadaan kedepan perusahaan menjadi lebih baik (Mahadwartha, 2003).

Menurut Allen *et al.* (2000) perusahaan yang membayarkan pajak dividen pada investor institusi relatif sedikit dibandingkan pada investor individual (*tax clienteles*) dan perusahaan yang memiliki kualitas manajemen yang baik pembayaran pajak menjadi erat (*stickness*) korelasinya dengan dividen yang di bayarkan pada pemegang saham yang tentu akan menimbulkan pengaruh pajak pelanggan (*ownership tax clientele effects*). Dengan kata lain dividen memiliki pengaruh yang positif terhadap kinerja perusahaan. Walaupun, antara investor institusi maupun investor biasa (individual) memiliki cara yang berbeda juga dalam menentukan pembayaran dividennya, tidak secara mutlak atau penuh dalam membayar pajak dividen tergantung jenis investornya. Selanjutnya, Denis *et al.* (1999) mengatakan bahwa teori agensi (*agency theory*) sebenarnya didasarkan atas kepercayaan sekelompok individu secara ekonomi yang selalu memilih untuk

memaksimalkan kebutuhan personal atau pribadi, sedangkan pada perusahaan moderen sering terjadi pemisahan antara pembuat keputusan individu atau dalam hal ini manajer perusahaan (*managers*) dan keinginan individu yang menanggung keputusan untuk memperoleh keuntungan atau kesejahteraan sebagai akibat keputusan yang dipilih oleh manajer (*shareholders*). Meskipun keadaan tersebut terkadang akan menimbulkan konflik kepentingan antara para manajer (*managers*) dengan para pemegang saham (*shareholders*) (Jensen dan Meckling, 1976). Dalam hal ini sesuai dengan temuan Isnaini (2008) dividen memiliki fungsi pengawasan dalam mengontrol konflik keagenan tersebut, sehingga akan berpengaruh terhadap kinerja perusahaan. Dengan kata lain, adanya pengaruh positif dividen terhadap kinerja perusahaan. Hal ini juga di dukung temuan Wardhana (2011) yang menunjukkan adanya pengaruh positif dividen terhadap kinerja perusahaan. Berdasarkan penjelasan tersebut hipotesis pertama dapat dituliskan sebagai berikut:

H₁: Ada pengaruh positif dividen terhadap kinerja.

Sedangkan Jensen (1986) berargumen dalam konsep *free cash flow* bahwa konflik keagenan (*agency conflict*) yang terjadi tidak lain adalah dikarenakan perbedaan kepentingan yang terdapat diantara para pemegang saham (*shareholders*) dengan para manajer (*stakeholders*). Dalam hal ini konsep *free cash flow* melihat bahwa keputusan pendanaan dengan hutang (*debt financing*) merupakan sebagai bentuk usaha untuk mengatasi atau mengurangi adanya konflik keagenan (*agency conflict*) atas *cash flow* sehingga kinerja perusahaan akan lebih baik (Hanafi, 2010). Lebih lanjut, ketika kebutuhan hutang perusahaan dapat dipenuhi akan memberi kontrol serta pengawasan terhadap manajer sehingga kinerja perusahaan akan menjadi lebih terkontrol dan lebih baik, sehingga ada pengaruh positif hutang terhadap kinerja perusahaan (Wardhana, 2011).

Di sisi lain, dalam kenyataannya pendanaan hutang (*debt financing*) terkadang selalu optimal, baik sejalan atau berlawanan dengan manajer perusahaan. Bagaimanapun, keduanya merupakan sebuah masalah yang muncul sebagai akibat dari masalah keagenan (*agency problem*). Hal tersebut menjadi sebuah mekanisme sinyal bagi perusahaan (*signaling mekanisme*), yakni dengan adanya kebijakan hutang diharapkan memberi manfaat bagi manajemen sehingga kinerja perusahaan menjadi lebih baik dan memberikan kepercayaan terhadap investor bahwa manajer telah bekerja lebih baik, sehingga pihak lain dalam hal ini pemegang saham seminimal mungkin tidak akan dirugikan (Robello dan Noe, 1996). Kemudian, menurut Isnaini (2008) ketika kebutuhan hutang terpenuhi maka kinerja perusahaan semakin baik, karena hutang memiliki fungsi pengikatan terhadap manajer untuk bekerja lebih baik sehingga kinerja perusahaan

menjadi lebih baik. Dengan kata lain, hutang memiliki pengaruh positif terhadap kinerja perusahaan.

Menurut Hanafi (2010) keadaan tersebut akan memberikan potret dimana semakin terkonsentrasi kepemilikan maka akan diikuti semakin banyak hutang yang diperlukan dan dapat ditoleransi. Artinya dalam kondisi tersebut manajer perusahaan yang mempunyai kepemilikan dalam perusahaan akan cenderung lebih memilih pembiayaan dengan hutang untuk mengurangi dilusi kepemilikan pada saham mereka (*agency problem*). Sehingga, hutang dapat mengendalikan dan mengontrol adanya konflik keagenan yang akan membawa kinerja perusahaan menjadi lebih baik. Dengan kata lain, adanya pengaruh positif hutang terhadap kinerja perusahaan. Berdasarkan penjelasan tersebut hipotesis kedua dapat dituliskan sebagai berikut:

H₂: Ada pengaruh positif hutang terhadap kinerja.

Dengan keadaan struktur kepemilikan perusahaan di Indonesia yang terbagi dalam mayoritas dan minoritas terbukti dapat memberikan penjelasan bahwa pada saat tingkat institusi pengendali yang tinggi cenderung mengurangi adanya konflik keagenan (*agency conflict*) antara pemegang saham (*shareholders*) dengan para manajer (*stakeholders*) sehingga memberikan keuntungan bagi minoritas (Wardhana, 2011). Hal ini berarti pada saat kepemilikan institusional lebih besar cenderung dapat mengurangi konflik keagenan. Dengan kata lain kepemilikan institusional memiliki pengaruh positif terhadap kinerja perusahaan.

Kemudian, hasil temuan Isnaini (2008) juga menunjukkan bahwa kepemilikan institusional memiliki pengaruh positif terhadap kinerja perusahaan. Sedangkan Mahadwartha (2003) dalam penelitiannya mengatakan bahwa ada pengaruh positif struktur kepemilikan dengan *managerial ownership* di Indonesia terhadap kinerja perusahaan. Dengan kata lain, apabila perusahaan mempunyai *managerial ownership program* maka kinerja perusahaan akan lebih baik, begitu juga sebaliknya.

Masalah tersebut disebabkan selain karena manajer mempunyai *managerial ownership* adalah adanya *monitoring* pengendali terhadap kinerja manajer sehingga manajer akan cenderung mengurangi risiko kebangkrutan atau risiko bisnis perusahaan karena nilai kekayaan pribadinya akan lebih dipengaruhi oleh kekayaan perusahaan. Penjelasan lainnya adalah karena manajer akan berusaha mengurangi *agency cost of debt*, karena *agency cost of equity* sendiri sudah turun, sehingga secara keseluruhan *agency cost* dapat ditekan. Sehingga, dapat dikatakan ada pengaruh positif kepemilikan terhadap kinerja perusahaan. Selanjutnya, hasil penelitian Crutchley *et. al* (1999) menunjukkan kepemilikan institusional memiliki fungsi pengawasan

dalam mengendalikan konflik keagenan, sehingga kinerja perusahaan menjadi lebih baik. Dengan demikian, ada pengaruh positif kepemilikan institusional terhadap kinerja perusahaan. Berdasarkan penjelasan tersebut hipotesis ketiga dapat dituliskan sebagai berikut:

H₃: Ada pengaruh positif kepemilikan institusional terhadap kinerja.

METODE PENELITIAN

Populasi dan Sampel Penelitian

Sumber data adalah seluruh perusahaan industri kecuali perbankan dan asuransi yang terdaftar di pasar modal Indonesia dengan teknik pengambilan sampel *purposive sampling*. Periode pengamatan 2004-2010. Jumlah sampel 82 perusahaan. Untuk menganalisisnya menggunakan regresi data panel dengan model *Common Effect*.

Adapun asumsi menggunakan model *Common Effect* menurut Widarjono (2009) adalah diasumsikan *Intercept* dan *Slope* tidak berbeda atau konstan. Sedangkan alasan menggunakan regresi data panel menurut Gujarati (2009) adalah sebagai berikut: (a) Dapat mengontrol heterogenitas individu. (b) Dapat memberikan informasi yang bervariasi. (c) Menghindarkan dari adanya kolinieritas antar variabel, serta menambah *degree of freedom* dan lebih efisien. (d) Mampu mengukur serta mengidentifikasi secara sederhana efek yang tidak dapat diperoleh dari regresi yang menggunakan data lintas sektoral ataupun runtun waktu. (e) Dapat menguji dan membangun model yang lebih kompleks. (f) Diharapkan dapat meminimalisasi bias.

Model yang digunakan adalah sebagai berikut:

$$AU_{it} = \beta_{io} + \beta_1 DIV_{it} + \beta_2 LEV_{it} + \beta_3 IO_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + e_{it}$$

Dalam hal ini:

AU	: <i>Asset Utility</i> sebagai proksi kinerja perusahaan i waktu ke t.
β_{oi}	: <i>Intercept</i> perusahaan i.
β_1 s/d β_4	: Koefisien regresi.
DIV _i	: Dividen persaham dibagi keuntungan persaham perusahaan i waktu ke t.
LEV _{it}	: Total hutang dibagi total aset perusahaan i waktu ke t.
IO _{it}	: Kepemilikan institusional perusahaan i waktu ke t.
SIZE _{it}	: Ukuran perusahaan dari logaritma natural total aktiva perusahaan i waktu ke t.
e_{it}	: Residual <i>error</i> perusahaan i waktu ke t.

Definisi Variabel Penelitian

Variabel Dependen

Variabel dependen dalam penelitian ini adalah *Asset Utility*. Sebagai ukuran biaya keagenan yang dapat dihitung sebagai berikut:

$$AU = \frac{\text{Penjualan}}{\text{Total Aset}}$$

Dimana :

AU : Penggunaan aset perusahaan (*Asset Utility*).

Variabel Indipenden

Variabel independen dalam penelitian ini adalah dividen, hutang, dan kepemilikan institusional. Variabel ini dapat dirumuskan sebagai berikut, yang pertama Dividen:

$$DIV = \frac{DPS}{EPS} \times 100\%$$

Dalam hal ini:

DIV : Rasio jumlah dividen yang dibayarkan pada investor.

DPS : Dividen per saham.

EPS : Earning per saham.

Variabel independen yang kedua adalah hutang (*Leverage*):

$$LEV = \frac{TD}{TA}$$

Dalam hal ini:

LEV : Hutang.

TD : Total hutang perusahaan.

TA : Total aset perusahaan.

Variabel independen yang ketiga adalah kepemilikan institusional (*Institutional Ownership*):

$$IO = \frac{\text{Pemegang Saham Non - Publik}}{\text{Jumlah Saham Yang Beredar}} \times 100\%$$

Dalam hal ini:

IO : Rasio kepemilikan institusional

Variabel Kontrol

Variabel kontrol dalam penelitian ini adalah ukuran perusahaan (*size*). Ang *et al.* (2000) mengatakan bahwa biaya akan semakin menurun terhadap *size* karena *economic of scale*. Selain itu, perusahaan yang lebih besar biasanya lebih terdiversifikasi sehingga penggunaan kekayaan (*asset*) akan lebih besar yang dikarenakan adanya sinergi yang terwujud dari sendi-sendi bisnis yang berbeda-beda. Lebih lanjut, konflik keagenan cenderung terjadi pada perusahaan yang bersekala besar (Jensen dan Meckling, 1976), sedangkan untuk mengukur ukuran perusahaan digunakan *logaritma natural* (Ln) dari total aktiva.

HASIL DAN PEMBAHASAN

$$AU_{it} = \beta_{io} + \beta_1 DIV_{it} + \beta_2 LEV_{it} + \beta_3 IO_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + e_{it}$$

Interpretasi:

$$AU_{it} = 0.612 + 0.023DIV_{it} + 0.418LEV_{it} + 0.575IO_{it} + 0.087SIZE_{it}$$

t	= (7.66)	(2.31)	(6.50)	(11.33)	(3.94)
α	= 0.00	0.02	0.00	0.00	0.00
R^2	= 0.18				

Pengaruh dividen terhadap kinerja perusahaan adalah signifikan positif pada level 0.05 atau 5% sehingga hipotesis pertama diterima. Artinya jika dividen naik 1% maka *Asset Utility* akan naik sebesar 0.023, sehingga dapat dikatakan setiap kenaikan dividen akan diikuti semakin baik kinerja perusahaan karena ada pengendalian konflik keagenan. Temuan ini mendukung hasil penelitian Wardhana (2011) dan Isnaini (2008).

Selanjutnya, pengaruh hutang terhadap kinerja perusahaan adalah signifikan positif pada level 0.01 atau 1% sehingga hipotesis kedua diterima. Artinya jika hutang naik 1% maka *Asset Utility* akan naik sebesar 0.42, dengan kata lain setiap kebutuhan hutang yang terpenuhi akan diikuti semakin baik kinerja perusahaan karena ada fungsi pengikatan dan pengawasan terhadap konflik keagenan. Hasil ini juga mendukung temuan Wardhana (2011) dan Isnaini (2008).

Selanjutnya, pengaruh kepemilikan institusional terhadap kinerja perusahaan adalah signifikan positif pada level 0.01 atau 1% sehingga hipotesis ketiga diterima. Artinya jika kepemilikan institusional naik 1% maka *Asset Utility* akan naik sebesar 0.42, sehingga setiap kepemilikan institusional yang semakin terkonsentrasi akan diikuti semakin baik kinerja perusahaan karena ada fungsi pengendalian dan pengawasan terhadap konflik keagenan. Hasil temuan ini juga mendukung temuan Wardhana

(2011) dan Isnaini (2008). Lebih lanjut, hasil temuan ini juga mendukung hasil empiris penelitian Crutchley *et. al* (1999).

Untuk variabel kontrol juga signifikan pada level 0.01 atau 1%. Artinya setiap kenaikan 1 % *size* akan diikuti kenaikan *Asset Utility* sebesar 0.087, sehingga dapat diartikan semakin perusahaan memiliki ukuran yang besar maka kinerja perusahaan semakin baik, seperti temuan Ang *et al.* (2000) yang menunjukkan bahwa biaya akan semakin menurun terhadap *size* karena *economic of scale*. Selain itu, perusahaan yang lebih besar biasanya lebih terdiversifikasi sehingga penggunaan kekayaan (*asset*) akan lebih besar yang dikarenakan adanya sinergi yang terwujud dari sendi-sendi bisnis yang berbeda-beda.

Kemudian, koefisien determinasi bernilai 0.18 artinya model ini hanya mampu menjelaskan variasi kinerja perusahaan yang diprosikan dengan *Asset Utility* sebesar 18% sedangkan sisanya sebesar 86% dipengaruhi faktor lain.

KESIMPULAN DAN SARAN

Adapun kesimpulan yang dapat diambil dari penelitian ini adalah yang pertama ada pengaruh positif dividen terhadap kinerja perusahaan. Kedua, ada pengaruh positif hutang terhadap kinerja perusahaan. Terakhir, ada pengaruh positif kepemilikan institusi terhadap kinerja perusahaan. Dalam hal ini variabel-variabel mekanisme konflik perusahaan dapat dijadikan sebagai pengikat serta pengawasan kinerja perusahaan. Saran yang dapat diberikan untuk penelitian selanjutnya adalah mencoba menggunakan model *fixed effect* dalam melakukan estimasi untuk mendapatkan hasil estimasi yang lebih baik, dengan terlebih dahulu melakukan uji model.

DAFTAR PUSTAKA

- Ang, James, S., Cole, Rebel A., and James wuh lin, 2000. Agency Costs and Ownership Structure, *The Journal of Finance*, Vol. 55, No. 1, pp. 81-106.
- Crutchley, Claire E., Jensen, Marlin R.H., Jahera, John S., Raymond, Jr., Jennie E., 1999. Agency Problems and The Simultaneity of Financial Decision Making The Role of Institutional Ownership, *International Review of Financial Analysis*, Vol. 8:2, pp. 177–197.
- Denis, David J., Denis, Diane K., and Sarin, Atulya., 1999. Agency Theory and the Influence of Equity Ownership Structure on Corporate Diversification Strategies , *Strategic Management Journal*, Vol. 20, No. 11, pp. 1071-1076.
- Gujarati, Damodar N., and Porter, Dawn C., 2009. *Basic Econometrics*, Fifth-Edition. McGrawhill Publisher.

- Hanafi, Mamduh M., 2010. *Manajemen Keuangan*. Edisi Pertama. Penerbit BPFE. Yogyakarta.
- Isnaini, Nur Fitriana, 2008. Interpendensi Antara Struktur Kepemilikan Institusional, Kebijakan Hutang, Kebijakan Dividen Dalam Menjelaskan Mekanisme Keagenan, *Thesis*, Tidak dipublikasikan, Universitas Gadjah Mada.
- Jensen, M.C., 1986. Agency Cost and Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers, *American Economics Review* 76/2, pp. 323-329.
- Jensen, M. and Meckling, W., 1976. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, pp. 305-360.
- Jensen, G. R., Solberg, D. P., and Zorn, T. S., 1992. Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt, and Dividend Policies, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 27, 247-263.
- Mahadwartha, P.A., 2003. Predictability Power of Dividend Policy and Leverage Policy To Managerial Ownership: An Agency Theory Prespective, *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*, Vol. 18, No.3, pp 288-297.
- Miguel, Alberto De, Pindado, J., and Torre, Chabela De La Source., 2004. Ownership Structure and Firm Value: New Evidence from Spain, *Strategic Management Journal*, Vol. 25, No. 12, pp. 1199-1207.
- Noe, Thomas H. and Rebello, Michael J., 1996. Asymmetric Information, Managerial Opportunism, Financing, and Payout Policies, *The Journal of Finance*, Vol. 51, No. 2, pp. 637-660.
- Wardhana, Leo. I., 2011. Kepemilikan Institusional dan Mekanisme Pengendalian Konflik Keagenan, *Tesis*, Tidak dipublikasikan, Universitas Gadjah Mada.
- Widarjono, A., 2009. *Ekonometrika Pengantar dan Aplikasinya*, Edisi ketiga, Yogyakarta: Penerbit Ekonesia FE-UIL.
- Winarno, Wing W. 2007. *Analisis dan Statistika dengan Eviews*, Edisi pertama, Yogyakarta: Penerbit UPP STIM YKPN.
- www.idx.co.id
- www.lib.ugm.ac.id
- www.wikipedia.com
- www.osiris.com