

PENGARUH MASALAH KEAGENAN, KEBIJAKANDIVIDEN, DAN VARIABEL MODERASI *GROWTH OPPORTUNITY* TERHADAP NILAI PERUSAHAAN

Deka Erfiana,[✉]Anindya Ardiansari[✉]

Jurusan Manajemen, Fakultas Ekonomi, Universitas Negeri Semarang, Semarang, Indonesia

Info Artikel

Sejarah Artikel:
Diterima Juli 2016
Disetujui Agustus 2016
Dipublikasikan
September 2016

Keywords:
Agency Conflict; dividend policy; Firm Value; growth opportunity

Abstrak

Penelitian ini bertujuan untuk menguji apakah masalah keagenan berpengaruh terhadap kebijakan dividen, apakah kebijakan dividen dan *growth opportunity* berpengaruh terhadap nilai perusahaan, apakah *growth opportunity* mempengaruhi hubungan antara kebijakan dividen dan nilai perusahaan. populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada periode tahun 2012 – 2014. Jumlah sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah 24 sampel dengan metode *purposive sampling*. Variabel Nilai Perusahaan diproksikan oleh Price Book Value (PBV), masalah keagenan diproksikan oleh *Total Asset Turnover* (TAT), kebijakan dividen diproksikan oleh *Dividend Payout Ratio* (DPR), *Growth Opportunity* diproksikan oleh presentase perubahan total aktiva. Analisis data menggunakan analisis regresi sederhana dan analisis regresi berganda dan untuk menguji pengaruh variabel moderasi digunakan teknik Moderated Regression Analysis (MRA) dengan menggunakan SPSS 16. Penelitian ini menyimpulkan bahwa masalah keagenan berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen, kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan, *growth opportunity* tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan, dan *growth opportunity* berperan sebagai variabel moderasi dari pengaruh kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan.

Abstract

This study aims to investigate the affect of agency conflict on dividend policy (Dividend Payout Ratio), dividend policy and growth opportunity on firm value, and analyzing growth opportunity moderate the effect of dividend policy on firm value. The population are 72 manufacturing companies which is listed on Indonesia Stock Exchange (IDX) from 2012 until 2014. The sample are 24 companies using purposive sampling technique. The analysis method in this study is a simple regression analysis and multiple regression analysis and Moderated Regression Analysis (MRA) to examine the effect of moderating variable. Firm value variable is proxied by Price Book Value (PBV), Agency conflict variable is proxied by Total Asset Turnover (TAT), dividend policy variable is proxied by Dividend Payout Ratio (DPR), and growth opportunity is proxied by the percentage of changes in total assets. The result show that agency conflict has positive significant effect on dividend policy, dividend policy has positive significant effect on firm value, growth opportunity has no significant effect on firm value, and growth opportunity as moderating variable can effect the relationship of dividend policy and firm value.

[✉] Alamat korespondensi:
Gedung C6 Lantai 1 FE Unnes
Kampus Sekaran, Gunungpati, Semarang, 50229
E-mail: kkafiana@gmail.com; niend_ku@yahoo.com

PENDAHULUAN

Nilai perusahaan merupakan persepsi investor terhadap perusahaan (Julianti, 2015). menurut Tujuan dari peningkatan nilai perusahaan tersebut tidak lepas dari motivasi untuk memaksimalkan keuntungan yang diperoleh para pemegang saham, yang juga merupakan pemilik perusahaan. Semakin tinggi harga saham maka nilai perusahaan dan kemakmuran para pemegang saham pun juga meningkat (Efendi, 2013).

Dalam upaya untuk mencapai tujuan tersebut, perusahaan harus bisa menunjukan prospek yang baik dimata para pemegang saham. Pemegang saham melihat bagaimana nilai perusahaan salah satunya adalah dengan mengamati nilai pasarnya. Nilai pasar merupakan persepsi yang berasal dari investor, kreditur dan *stakeholder* lain terhadap kondisi perusahaan yang tercermin pada nilai pasar saham perusahaan yang bisa menjadi ukuran nilai perusahaan (Sari, 2013). Nilai perusahaan diukur dengan *Price Book Value* (PBV), rasio ini merupakan rasio antara harga saham terhadap nilai bukunya.

Pemegang saham yang menanamkan modalnya pada suatu perusahaan mengharapkan *return* atau keuntungan yang akan diperolehnya dari investasi yang telah dilakukannya. Keuntungan dari penanaman modal melalui pembelian saham suatu perusahaan terdiri dari dua macam, yaitu berupa dividen dan capital gain. Kebijakan dividen merupakan suatu kebijakan yang ditetapkan oleh perusahaan untuk menetapkan berapa bagian dari laba bersih yang akan dibagikan sebagai dividen kepada para pemegang saham, dan berapa bagian dari laba bersih itu akan ditanamkan kembali sebagai laba yang di tahan untuk reinvestasi (Yuniarti, 2010). Besarnya dividen yang dibagikan tergantung pada *dividend payout ratio* masing - masing perusahaan, *dividend payout ratio* inilah yang menentukan besarnya dividen per lembar saham (*dividend per share*) (Hardiyanti & Mahfud, 2010).

Olowe & Moyosore (2014) menyebutkan bahwa pembayaran dividen itu penting karena pembayaran dividen memberikan kepastian

tentang posisi keuangan suatu perusahaan. Kebijakan dividen diartikan secara umum sebagai keputusan tentang pembayaran laba perusahaan dalam bentuk dividen kepada pemegang saham (Cahyaningdyah & Ressany, 2012).

Kebijakan dividen yang diambil oleh perusahaan akan menimbulkan persepsi investor terhadap perusahaan tersebut. Jika dividen yang dibagikan besar maka hal tersebut akan meningkatkan harga saham yang juga berakibat pada peningkatan nilai perusahaan. Menurut Sari (2013), keuntungan yang akan diperoleh pemegang saham ini akan menentukan kesejahteraan para pemegang saham yang merupakan tujuan utama perusahaan. Penetapan kebijakan dividen akan berdampak pada tingkat kepercayaan investor terhadap perusahaan.

Teori *bird in the hand* yang di ungkapkan oleh Gordon and Linther menyebutkan bahwa investor lebih menyukai memegang dividen dibandingkan saham. Jadi perusahaan dengan peluang investasi yang tinggi cenderung untuk membayar dividen untuk menarik calon investor dan digunakan untuk meningkatkan kepercayaan pemegang saham. Sehingga pada akhirnya akan meningkatkan nilai bagi perusahaan. Penelitian yang dilakukan oleh Hardiyanti & Mahfud (2010) membuktikan bahwa secara statistik *dividen payout ratio* terbukti berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan.

Sama halnya pada penelitian yang dilakukan oleh Irvaniawati (2014), yang membuktikan bahwa kebijakan dividen yang diprosikan dengan variabel *Dividend Payout Ratio* (DPR) secara parsial memiliki pengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan *Food And Beverage* yang diprosikan dengan MVA (*Market Value Added*). Namun pada penelitian Sari & Wijayanto (2015), membuktikan secara statistik bahwa kebijakan dividen yang di proksikan dengan DPR tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan yang diprosikan dengan PBR, artinya peningkatan atau penurunan kebijakan dividen perusahaan manufaktur tidak memberikan dampak apapun terhadap nilai perusahaan manufaktur.

Dalam upaya menciptakan nilai perusahaan, *growth opportunity* merupakan salah satu faktor penting untuk melihat prospek perusahaan di masa datang. *Growth opportunity* akan memberikan sinyal kepada investor sehingga bisa mengetahui sejauh mana investasi yang dilakukan di suatu perusahaan mampu memberikan return yang sesuai dengan tingkat yang disyaratkan. Myers (1977) berpendapat bahwa perusahaan yang memiliki pertumbuhan tinggi menyebabkan perusahaan dapat memegang lebih banyak pilihan nyata untuk investasi dimasa depan daripada perusahaan yang memiliki pertumbuhan yang rendah.

Perusahaan yang memiliki prediksi peluang pertumbuhan yang besar di masa mendatang, menunjukan perusahaan memiliki kesempatan untuk dapat mengembangkan bisnisnya dengan cepat (Khairin, 2014). Nilai perusahaan yang dibentuk melalui indikator nilai pasar saham sangat dipengaruhi oleh peluang – peluang investasi (Pangulu, 2014). Adanya peluang investasi dapat memberikan sinyal positif tentang pertumbuhan perusahaan di masa yang akan datang, sehingga dapat meningkatkan nilai perusahaan.

Pada penelitian Yuniarti (2010), membuktikan bahwa *growth opportunity* berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap nilai perusahaan dengan menggunakan akar kuadrat dari perubahan total aktiva sebagai pertumbuhan perusahaan. Namun pada penelitian Hermuningsih (2013), menemukan bahwa *growth opportunity* berpengaruh langsung dan positif signifikan terhadap nilai perusahaan. Sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Pangulu (2014), yang membuktikan bahwa *growth opportunity* memiliki pengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan.

Growth opportunity juga berperan dalam mempengaruhi kebijakan perusahaan, seperti kebijakan dividen, kebijakan hutang dan lain – lain (Harahap & Wardhani, 2011). Perusahaan yang mengalami tingkat pertumbuhan akan memerlukan tambahan modal untuk membiayai pertumbuhannya. Manajemen perusahaan akan mengambil keputusan – keputusan yang dapat mendukung terciptanya tingkat pertumbuhan

yang baik bagi perusahaan. dalam hal ini, keputusan yang akan mereka pertimbangkan adalah keputusan mengenai sumber modal yang akan mereka pergunakan untuk kegiatan operasional perusahaan.

Ketika perusahaan sedang mengalami kesulitan keuangan, manajemen akan memilih memotong dividen untuk menghindari kemungkinan tidak terbayarnya dividen di masa mendatang. Namun hal ini akan meningkatkan risiko ketidakpastian investor. Relevansi dividen yang dikemukakan oleh Gordon dan Lintner (1959) menyatakan bahwa investor umumnya *risk averse* dan dividen yang diterima sekarang mempunyai risiko lebih kecil dibandingkan dividen yang diterima di masa yang akan datang (Gitman, 2002).

Pernyataan ini berdasarkan atas argumentasi *bird-in-hand* yang menyampaikan bahwa investor memandang dividen saat ini lebih tidak berisiko dibandingkan dengan dividen pada masa yang akan datang atau *capital gain*. Pembayaran dividen sekarang dapat mengurangi ketidakpastian investor, sebaliknya jika tidak ada atau penurunan pembayaran dividen maka tingkat ketidakpastian investor akan meningkat, sehingga akan meningkatkan *required return* dan akibatnya akan mengurangi nilai saham. (Gitman, 2002).

Kebijakan dividen tidak lepas dari konflik yang terjadi diantara pemegang kepentingan yang berperan dalam pengambilan keputusan tersebut. Pemegang saham, kreditur, dan manajemen adalah pihak yang mempunyai kepentingan masing – masing dalam perusahaan (Margaretha & Asmariansi, 2009). Menurut Harahap & Wardhani (2011) konflik kepentingan yang ada dalam setiap pengambilan keputusan, disebabkan karena adanya pemisahan kepemilikan dan pengelolaan antara manajer dan pemegang saham.

Keberadaan manajer yang berperan sebagai pengelola perusahaan (*Agent*) dan pemegang saham selaku pemilik perusahaan (*principal*), mengharuskan mereka untuk bisa saling bekerja sama dalam mencapai tujuan perusahaan. Namun dalam pemisahan kepemilikan dan pengelolaan tersebut, baik

pemegang saham maupun manajer, memiliki kepentingan berbeda yaitu untuk memaksimalkan keuntungan mereka masing-masing, perbedaan kepentingan itu yang akhirnya menimbulkan masalah keagenan, hal ini disebut dengan *agency theory* yang diungkapkan oleh Jensen dan Meckling (1976).

Konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham dapat diminimumkan dengan suatu mekanisme pengawasan yang dapat mensejajarkan kepentingan-kepentingan yang terkait didalamnya (Wahyu & Prastiwi, 2009). Akibat darimunculnya mekanisme pengawasan tersebut, sehingga timbulah suatu kos yang di sebut *Agency Cost*. Teori keagenan menyebutkan bahwa *agency cost* yaitu jumlah biaya yang dikeluarkan untuk kepentingan struktural, administrasi, dan pelaksanaan control (baik formal maupun non-formal), ditambah *residual loss* (Jensen & Meckling, 1976). Menurut Gitman (2002) bahwa *agency cost* adalah biaya-biaya yang ditanggung para pemegang saham untuk mencegah atau meminimalkan masalah-masalah keagenan dan untuk memaksimalkan kekayaan pemegang saham.

Masalah keagenan mempunyai hubungan dengan kebijakan dividen suatu perusahaan (Arifanto, 2011). Pada penelitian Arifanto (2011), yang menganalisis mengenai pengaruh *Agency Cost* terhadap *Dividend Payout Ratio* dengan *agency cost* di representasikan oleh *insider ownership*, *institutional ownership*, *collateralizable assets*, yang mendapatkan hasil bahwa secara parsial variabel *insider ownership* berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap kebijakan dividen (DPR), *institutional ownership* berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen (DPR), *collateralizable assets* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan dividen (DPR).

Pada penelitian Roring et al. (2014), menunjukan bahwa secara parsial *Insider Ownership*, *Collateralizable Asset*, tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Pada penelitian Widarni (2011) dengan menggunakan *institutional ownership* membuktikan bahwa biaya keagenan tidak berpengaruh terhadap kebijakan

dividen. Pada penelitian Dewi (2008) meneliti mengenai pengaruh dari *agency theory* terhadap kebijakan dividen, menghasilkan nilai yang negatif dan signifikan secara parsial untuk variabel kepemilikan managerial dan kepemilikan institutional terhadap kebijakan dividen.

Dalam pengambilan keputusan seperti kebijakan dividen tidak bisa lepas dari konflik antara pemegang saham dan manajer, konflik yang sering disebut dengan masalah keagenan (*agency conflict*) yang akan menimbulkan adanya biaya keagenan (*agency cost*). Salah satu cara untuk mengatasi masalah keagenan adalah dengan melakukan pembagian dividen. Pembagian dividen akan mempengaruhi kebijakan pendanaan karena dengan pembagian dividen akan mengurangi aliran kas perusahaan, sehingga perusahaan yang ingin memenuhi kebutuhannya dapat mencari sumber dana yang lebih relevan (Hatta & Magdalena, 2010 dalam Roring et al., 2014). Sebaliknya dengan menahan dividen, maka dana perusahaan akan semakin besar dan mengakibatkan manajer cenderung untuk menginvestasikan uang perusahaan ke proyek yang tidak menguntungkan.

Menurut Prasetyo (2013) biaya keagenan yang timbul dari masalah keagenan antara para pemegang saham dan para manajer adalah konsep *freecash flow*. Suatu ketika apabila tingkat *agency cost* tinggi maka hal ini dapat menjadi pertanda buruk bagi pemegang saham. Pemegang saham akan mendapatkan dividen yang rendah, hal ini dikarenakan sesuai dengan teori agensi dimana manajer akan menggunakan dana-dana secara berlebih untuk kepentingannya sendiri dan akan berdampak pada penurunan profitabilitas perusahaan. Misalnya, dalam kebijakan dividen, manajer lebih menyukai dividen dibagikan dalam jumlah yang kecil sebab pembagian dividen akan mengurangi jumlah dana yang dikuasai oleh manajer (*Free Cash Flow*), dan sebaliknya pemegang saham lebih menyukai dividen yang besar sebab akan menambah kemakmuran mereka.

Hal1: Masalah keagenan berpengaruh terhadap nilai perusahaan

Berdasarkan *Bird in The Hand Theory* yang menyatakan bahwa dividen tinggi adalah yang terbaik, karena investor lebih suka kepastian tentang pengembalian investasinya serta mengantisipasi risiko ketidakpastian tentang kebangkrutan perusahaan. Pembayaran dividen sekarang dapat mengurangi ketidakpastian investor, sebaliknya jika tidak ada atau terjadi penurunan pembayaran dividen maka tingkat ketidakpastian investor akan meningkat, sehingga akan meningkatkan *required return* dan akibatnya akan mengurangi nilai saham. (Gitman, 2002). Kemudian didukung pula oleh teori clientele effect.

Pada teori clientele effect disebutkan bahwa terdapat banyak kelompok investor dengan berbagai kepentingan dan memiliki penilaian yang berbeda-beda terhadap kebijakan dividen (Sartono, 2008:290). Bhattacharya (1979 dalam Ramadhani et al. 2015) menyatakan bahwa peningkatan dividen merupakan sebuah sinyal positif tentang pertumbuhan perusahaan di masa yang akan datang, karena meningkatnya dividen diartikan sebagai adanya keuntungan yang akan diperoleh di masa yang akan datang sebagai hasil yang diperoleh dari keputusan investasi yang diambil perusahaan dengan NPV positif.

Apabila perusahaan meningkatkan pembayaran dividen, mungkin diartikan oleh pemodal sebagai sinyal harapan manajemen tentang akan membaiknya kinerja perusahaan di masa yang akan datang. Keuntungan yang akan diperoleh pemegang saham ini akan menentukan kesejahteraan para pemegang saham yang merupakan tujuan utama perusahaan. Dan pada akhirnya akan meningkatkan nilai perusahaan. Kenaikan dividen yang dibayarkan dapat menimbulkan isyarat yang jelas kepada pasar bahwa prospek perusahaan telah mengalami kemajuan.

Ha2: Kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan

Nilai perusahaan bisa diukur melalui kesempatan pertumbuhan (*growth opportunity*) yang dimiliki dimasa mendatang. Nilai perusahaan yang dibentuk melalui indikator nilai

pasar saham sangat dipengaruhi oleh peluang-peluang investasi. Adanya peluang investasi dapat memberikan sinyal positif tentang pertumbuhan perusahaan dimasa yang akan datang. Perusahaan yang memiliki prediksi peluang pertumbuhan yang besar di masa mendatang, menunjukan perusahaan memiliki kesempatan untuk dapat mengembangkan bisnisnya dengan cepat (Khairin, 2014).

Growth opportunity yang tinggi akan memberikan peluang mendapatkan laba yang lebih tinggi pula di masa yang akan datang. Hal ini tentunya akan memberikan efek positif pula pada nilai perusahaan. Berdasarkan *bird in the hand theory* pemegang saham menyukai dividen yang tinggi, jadi dengan meningkatnya *growth opportunity* perusahaan maka investor akan melihat hal ini sebagai salah satu indikator yang baik bagi prospek pertumbuhan perusahaan di masa yang akan datang. Kegiatan investasi perusahaan melalui pemilihan proyek atau kebijakan lain seperti penciptaan produk baru akan membuat investor mengharapkan dapat memperoleh dividen yang semakin besar dari waktu ke waktu. Keputusan investasi ini akan mempengaruhi nilai perusahaan yang merupakan hasil dari kegiatan investasi itu sendiri.

Adanya peluang investasi pada suatu perusahaan memberikan sinyal positif pada pertumbuhan perusahaan di masa yang akan datang. Peluang-peluang investasi ini akan mempengaruhi nilai perusahaan. Semakin banyak peluang investasi berarti semakin banyak pula peluang investor untuk memperoleh laba. Pada perusahaan dengan *growth opportunity* yang tinggi memiliki begitu banyak peluang investasi yang akhirnya akan menarik investor untuk menanamkan investasi mereka. Hal ini akan memicu naiknya permintaan saham perusahaan dan menyebabkan harga saham naik. Ketika harga saham naik maka nilai perusahaan juga akan naik.

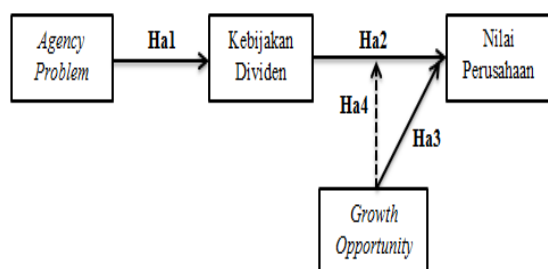
Ha3: *Growth Opportunity* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan

Perusahaan yang mengalami tingkat pertumbuhan yang baik akan memerlukan

tambahan modal untuk membiayai pertumbuhannya. Manajemen perusahaan akan mengambil keputusan-keputusan yang dapat mendukung terciptanya tingkat pertumbuhan yang baik bagi perusahaan. Dalam hal ini, keputusan yang akan mereka pertimbangkan adalah keputusan mengenai sumber modal yang akan mereka pergunakan untuk kegiatan operasional perusahaan. Keputusan mengenai sumber modal yang digunakan untuk operasional perusahaan berkaitan dengan kebijakan dividen yang diambil.

Berdasarkan teori relevansi yang dikemukakan oleh Gordon dan Lintner yang mengatakan bahwa investor jauh lebih menghargai uang yang diharapkan dari dividen daripada kenaikan nilai kapital (*capital gain*) sehingga apabila pembagian dividen dikurangi maka biaya ekuitas perusahaan akan naik, berarti nilai perusahaan akan turun. Ketika perusahaan memilih untuk meningkatkan pertumbuhannya, maka perusahaan akan menurunkan jumlah pembayaran dividen sehingga menambah dana internal dari bagian laba, yang digunakan untuk memperbesar skala usaha perusahaan.

Ha4: *Growth opportunity* berpengaruh terhadap hubungan antara kebijakan dividen dan nilai perusahaan.



Gambar 1. Model Penelitian

METODE

Jenis Penelitian yang dilakukan pada objek yang diteliti adalah penelitian kuantitatif. Populasi dari penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2012 – 2014 yang berjumlah 139. Teknik yang digunakan adalah teknik

purposive sampling. Jumlah sampel penelitian adalah 24 perusahaan selama periode 2012 – 2014 atau dengan kata lain terdapat 72 data ringkasan kinerja dan laporan keuangan yang menjadi objek penelitian ini. Kriteria sampel penelitian ini secara lebih jelas akan dijabarkan dalam Tabel 1.

Teknik pengumpulan data yang digunakan dalam penelitian ini adalah dokumentasi, maksudnya adalah bahwa data yang dikumpulkan tersebut melalui ringkasan kinerja yang telah dipublikasikan melalui *website* resmi perusahaan dan www.idx.co.id yang berhubungan dengan obyek yang diteliti.

Variabel nilai perusahaan dapat diukur dengan PBV (*price book value*), merupakan rasio pasar yang digunakan untuk mengukur kinerja harga pasar saham terhadap nilai. Menurut Jogiyanto (2000 dalam Efendi, 2013), menyatakan bahwa dengan mengetahui nilai buku dan nilai pasar, pertumbuhan perusahaan dapat diketahui. Rasio ini menunjukkan seberapa jauh suatu perusahaan mampu menciptakan nilai perusahaan yang relatif terhadap jumlah modal yang diinvestasikan, jadi semakin tinggi rasio tersebut semakin berhasil perusahaan menciptakan nilai bagi pemegang saham (Hardiyanti & Mahfud, 2010). Ang (1997) merumuskan PBV sebagai berikut :

$$PBV = \frac{\text{Harga Saham per Lembar Saham}}{\text{Nilai Buku per Lembar Saham}}$$

Pada penelitian ini pengukuran masalah keagenen adalah dengan menggunakan rasio TAT (*Total Asset Turnover*). Rasio ini digunakan dalam penelitian Ang et al. (2000) sebagai salah satu alternatif untuk mengukur masalah keagenen yaitu kehilangan pendapatan yang disebabkan karena pemanfaatan asset yang tidak efisien, yang didapat dari hasil keputusan investasi yang buruk, misalnya: investasi aktiva sekarang yang bernilai negatif, atau kelalaian manajemen misalnya perilaku manajer yang malas sehingga hanya menghasilkan sedikit pendapatan (*Total Asset Turnover*).

Menurut Wijaya (2014), dengan rasio ini bisa diketahui seberapa efektif manajer perusahaan menyebarkan assetnya. Semakin

tinggirasio TAT akan berdampak mengurangi biaya agensi yang ditimbulkan. Kedua pengukuran tersebut dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$TAT = \frac{\text{Sales}}{\text{Total Aktiva}}$$

Besarnya laba yang dibagikan kepada pemegang saham disebut *Dividend Payout*. *Dividend payout ratio* merupakan persentase dari laba yang akan dibayarkan kepada pemegang saham sebagai dividen tunai. *Dividend ratio* merupakan rasio yang melihat bagian pendapatan dari perusahaan yang dibayarkan kepada para pemegang saham dalam bentuk dividen, yang dihitung dengan membagi dividen per lembar saham dengan pendapatan per lembar saham. Dari pengertian tersebut *Dividend Payout Ratio* menurut Ang (2007) dapat diformulasikan menjadi:

$$DPR = \frac{\text{Dividen Per Lembar Saham (DPS)}}{\text{Laba yang di peroleh perlembar saham (EPS)}}$$

Seperti pada penelitian yang dilakukan oleh Huang (2005), dalam penelitian inivariable *growth opportunity* akan diukur dengan perubahan total aktiva. Formulasi *growth opportunity* dalam penelitian ini adalah sebagai berikut.

$$\text{Growth} = \frac{(\text{aktiva tahun } t - \text{aktiva tahun } t-1)}{\text{Aktiva tahun } t-1}$$

METODE

Metode analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah metode analisis regresi sederhana (*simple regression*) dan analisis regresi berganda (*multiple regression*). Untuk menguji variabel moderasi menggunakan uji interaksi atau sering disebut MRA (*Moderated Regression Analysis*). Menurut Ghazali (2011) *Moderated Regression Analysis* (MRA) merupakan aplikasi khusus regresi berganda linear di mana dalam persamaan regresinya mengandung unsur interaksi (perkalian dua ataulebih independen).

Menurut Ghazali (2011), tujuan analisis ini untuk mengetahui apakah variabel

moderating akan memperkuat atau memperlemah hubungan antaravariabel independen dan variabel dependen.

$$Y = a + b_1X_1 + b_2X_2 + b_3 X_1 X_2 +$$

Variabel perkalian antara X_1 dan X_2 disebut jugavariabel moderat oleh karena menggambarkan pengaruh *moderating* variabel X_2 terhadap hubungan X_1 dan Y . Sedangkan variabel X_1 dan X_2 merupakan pengaruh langsung dari variable X_1 dan X_2 terhadap Y . $X_1 X_2$ dianggap sebagai variabel moderat karena (Liana, 2009)

$$Y = a + b_1X_1 + b_2X_2 + b_3 X_1$$

$$dY/dX_1 = b_1 + b_3X_2$$

Persamaan tersebut memberikan arti bahwad Y/dX_1 merupakan fungsi dari X_2 atau variable X_2 memoderasi hubungan antara X_1 dan Y . dY/dX_1 merupakan fungsi dari X_2 atau variable X_2 memoderasi hubungan antara X_1 dan Y . Jika variabel X_2 merupakan variable*moderating*, maka koefisien b_3 harus signifikan pada tingkat signifikansi yang ditentukan (Liana, 2009). Metode analisis data penelitian ini menggunakan alat bantu program software SPSS 16.0 dengan persamaan regresi sebagai berikut:

Persamaan I

$$DPR = a + b_1 + TAT + e$$

Persamaan II

$$PBV = a + b_1 DPR + b_2 GRW + b_3 DPR*GRW + e$$

Dimana:

PBV	=nilai perusahaan
a	= konstanta
$b_1 - b_3$	= koefisien regresi
DPR	=variabel kebijakan dividen
TAT	=variabel masalah keagenan
GW	= variabel <i>growth opportunity</i>
$DPR*GRW$	=interaksi antara DPR dengan
e	= <i>error term</i> (tingkat kesalahan penduga)

HASIL DAN PEMBAHASAN

Analisis Data

Koefisien determinasi R^2 merupakan sebuah ukuran mengenai “goodness of fit”. Koefisien determinasi R^2 ini merupakan ukuran ringkas yang menginformasikan seberapa baik

sebuah garis regresi sampel sesuai dengan datanya (Ghozali, 2011). Sifat dari R^2 sebagai berikut (Gujarati, 2012): Besarnya tidak pernah negatif dan batasannya adalah $0 \leq R^2 \leq 1$. Jika R^2 bernilai 1, artinya kesesuaian garisnya tepat. Hasil pengujian koefisien determinasi (R^2) dapat dilihat pada Tabel 2.

Tabel 2. Hasil Uji Koefisien Determinasi

Persamaan	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.291 ^a	.085	.071	.29744
2	.391a	.153	.115	2.20018

Diketahui bahwa nilai *adjusted R-square* pada Model Regresi I sebesar 0,071. Hal ini berarti bahwa 7,1% kebijakan dividen dapat dijelaskan oleh variabel independen yaitu masalah keagenan yang diukur dengan TAT (*Total Asset Turnover*), sisanya sebesar 92,9% (100% - 7,1%) dijelaskan oleh sebab – sebab lain diluar model. Model Regresi II memiliki nilai *Adjusted R-square* sebesar 0,115. Hal ini berarti bahwa 11,5% nilai perusahaan dapat dijelaskan oleh variasi variabel independen yaitu kebijakan dividen, *growth opportunity*, dan variabel moderasi, sisanya sebesar 88,5% (100% - 11,5%) dijelaskan oleh sebab – sebab lain

Uji Statistik F

Uji statistik F pada dasarnya merupakan ukuran “goodness of fit” yang menunjukkan apakah semua variabel bebas yang dimasukkan dalam model mempunyai pengaruh secara bersama-sama terhadap variabel terikat (Agustina, 2015). Apabila nilai $F > 4$ maka H_0 dapat ditolak pada derajat kepercayaan 5%. Dengan kata lain, Ghozali (2011) menyatakan bahwa semua variabel independen secara serentak dan signifikan mempengaruhi variabel dependen diterima. Uji statistik F pada penelitian ini dapat dilihat pada Tabel 3.

Tabel 3. Hasil Uji Statistik F

Persamaan		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	.572	1	.572	6.467	.013 ^a
2	Regression	59.272	3	19.757	4.081	.010 ^a

Dari uji Anova, nilai F hitung pada Model Regresi I sebesar 6,467 dengan probabilitas 0,013 berarti lebih kecil dari 0,05. Hal ini menunjukkan bahwa secara simultan masalah keagenan berpengaruh terhadap kebijakan dividen.

Nilai F hitung pada Model Regresi II sebesar 4,081 dengan probabilitas 0,010 berarti < 0,05. Hal ini menunjukkan bahwa secara bersama - sama atau (simultan) nilai perusahaan dipengaruhi oleh kebijakan dividen, *growth opportunity*, dan moderasi *growth opportunity*.

Pengujian Hipotesis

Uji Statistik

Uji statistik t menunjukkan seberapa jauh variabel penjelas (bebas) secara individual dalam menerangkan variasi variabel terikat. Apabila jumlah *degree of freedom* adalah 20 atau lebih dan derajat kepercayaan sebesar 5% maka H_0 dapat ditolak bila nilai $t > 2$ (dalam nilai absolut). Dengan kata lain, variabel independen secara individual mempengaruhi variabel dependen diterima (Ghozali, 2006). Uji statistik t dapat dilihat pada Tabel 4.

Tabel 4. Hasil Uji Statistik t

Variabel	a	b	t	Sig.
Persamaan I				
TAT	0.258	0.128	2.543	0.013
Persamaan II				
DPR		3.532	3.345	0.001
GROWTH	2.116	3.520	1.514	0.135
DPRGRW		-10.336	-2.650	0.010

Persamaan I

$$\text{DPR} = 0,258 + 0,128 \text{ TAT} + e$$

Nilai konstanta 0,258 memiliki arti apabila TAT perusahaan konstan, maka DPR akan naik sebesar 0,258. Nilai koefisien regresi TAT sebesar 0,128 menyatakan bahwa setiap peningkatan nilai TAT pada perusahaan sebesar satu satuan akan meningkatkan DPR (*Dividend Payout Ratio*) sebesar 0,128.

Berdasarkan hasil analisis, diketahui bahwa variabel masalah keagenan yang diukur dengan TAT (*Total Asset Turnover*) mempunyai probabilitas signifikansi sebesar 0,013 ($< 0,05$) dengan koefisien regresi bertanda positif. Sehingga dapat disimpulkan bahwa variabel TAT pada persamaan regresi I berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen. Artinya Ha1 yang menyatakan bahwa masalah

keagenan berpengaruh terhadap kebijakan dividen **diterima** namun dengan arah hubungan yang positif.

Persamaan II

$$\text{PBV} = 2,116 + 3,532 \text{ DPR} + 3,520 \text{ GRW} - 10,336 \text{ DPR} * \text{GW} + e$$

Nilai konstanta 2,116 memiliki arti apabila DPR, *growth opportunity*, hubungan antara kebijakan dividen dan *growth opportunity* perusahaan konstan, maka nilai perusahaan akan naik sebesar 2,116.

Nilai koefisien regresi DPR sebesar 3,532 menyatakan bahwa setiap peningkatan nilai DPR pada perusahaan sebesar satu satuan akan meningkatkan nilai perusahaan sebesar 3,532.

Nilai koefisien regresi *growth opportunity* sebesar 3,520 menyatakan bahwa setiap

peningkatan nilai *growth opportunity* pada perusahaan sebesar satu satuan akan meningkatkan nilai perusahaan sebesar 3,520.

Nilai koefisien regresi interaksi DPR dan GRW sebesar -10,336 menyatakan bahwa setiap peningkatan nilai interaksi DPR dan GRW pada perusahaan sebesar satu satuan akan menurunkan nilai perusahaan sebesar 10,336.

Berdasarkan hasil analisis, diketahui bahwa variabel kebijakan dividen mempunyai probabilitas signifikansi sebesar 0,001 ($< 0,05$) dengan koefisien regresi bertanda positif. Sehingga dapat disimpulkan bahwa kebijakan dividen pada persamaan regresi III berpengaruh secara positif terhadap nilai perusahaan. Hasil ini sesuai pada Model Persamaan II, yang berarti Ha2 **diterima**.

Berdasarkan hasil analisis, diketahui bahwa variabel *growth opportunity* mempunyai probabilitas signifikansi sebesar 0,135 ($> 0,05$) dengan koefisien regresi bertanda positif. Sehingga dapat disimpulkan bahwa *growth opportunity* pada persamaan regresi III tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Hasil ini sesuai dengan Model Persamaan II namun dengan arah hubungan yang berbeda. Artinya Ha3 yang menyatakan bahwa *growth opportunity* berpengaruh secara positif terhadap nilai perusahaan **ditolak**.

Berdasarkan hasil analisis, diketahui bahwa interaksi variabel kebijakan dividen dan *growth opportunity* mempunyai probabilitas signifikansi sebesar 0,010 ($< 0,05$) dengan koefisien regresi bertanda negatif. Sehingga dapat disimpulkan bahwa variabel *growth opportunity* mampu memperlemah hubungan antara kebijakan dividen dengan nilai perusahaan. Artinya, Ha4 yang menyatakan bahwa *growth*

opportunity berpengaruh terhadap hubungan antara kebijakan dividen dan nilai perusahaan **diterima.**

Uji *Moderated Regression Analysis* (MRA)

Berdasarkan hasil analisis variabel moderasi, maka berikut analisis regresi moderasinya: $PBV = 2.116 + 3.532 DPR + 3.520 GRW - 10.336 DPR * GRW + e$

Dengan menggunakan pendekatan *Moderated Regression* untuk menguji teori yang ada, didapatkan bahwa variabel interaksi antara DPR dan GRW memiliki nilai signifikansi sebesar $0,01 < 0,05$, maka dapat disimpulkan bahwa variabel *growth opportunity* memoderasi pengaruh kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan.

Pengaruh Masalah Keagenan Terhadap Kebijakan Dividen

Hasil pengujian menunjukkan bahwa masalah keagenan memiliki pengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen di perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI dengan arah hubungan yang positif. Artinya semakin tinggi *agency cost* yang dikeluarkan perusahaan untuk mengatasi masalah keagenan maka akan meningkatkan jumlah dividen yang dibayarkan kepada para pemegang saham.

Hasil penelitian ini tidak sesuai dengan penelitian Widarni (2011) dan Roring et al. (2014) yaitu biaya agensi tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen perusahaan. Namun hasil ini diperkuat dengan penelitian Arifanto (2011), yaitu *Agency Conflict* yang di proksikan dengan *Collateralizable asset* berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen dengan arah hubungan yang negatif.

Adanya masalah keagenan yang ditimbulkan karena kesalahan investasi ataupun penyalahgunaan pendapatan oleh manajer, berpengaruh terhadap pengambilan keputusan dalam kebijakan dividen. Hal ini terkait dengan jumlah dividen yang dibayarkan kepada pemegang saham. Perbedaan kepentingan antara manajer dan pemegang saham yang menjadi penentu utama dalam kebijakan dividen, apabila manajer menghendaki jika laba yang diperoleh

akan ditahan dalam bentuk laba ditahan guna pembiayaan investasi dimasa mendatang, namun pemegang saham menginginkan jika laba dibagikan dalam bentuk dividen untuk memaksimalkan keuntungannya.

Pengukuran masalah keagenan dalam penelitian ini dilakukan dengan mengetahui seberapa efektifkah manajer dalam memanfaatkan aset, yang dihitung melalui rasio penjualan dibanding total pendapatan (*Total Asset Turnover*). Ketika diketahui bahwa nilai TAT rendah menandakan terjadinya peningkatan masalah keagenan, karena tindakan manajer yang telah menyalahgunakan aset sehingga tidak bisa dimanfaatkan secara efisien, baik untuk investasi maupun untuk kegiatan operasional perusahaan. Sehingga ketika masalah keagenan perusahaan meningkat, perusahaan akan meningkatkan jumlah dividen yang dibayarkan kepada pemegang saham. Hal itu bertujuan untuk mengurangi masalah keagenan yang terjadi karena penyalahgunaan pendapatan maupun pemanfaatan aset yang tidak efisien oleh manajer.

Pengaruh Kebijakan Dividen Perusahaan Terhadap Nilai Perusahaan.

Hasil pengujian menunjukan bahwa *growth opportunity* tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian ini tidak sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Hermuningsih (2013) dan Pangulu (2014), yang telah membuktikan bahwa *growth opportunity* berpengaruh secara positif terhadap nilai perusahaan. Namun hasil ini diperkuat dengan penelitian Yuniarti (2010) dan Sari (2013), yang juga telah membuktikan bahwa *growth opportunity* tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

Growth opportunity dalam penelitian ini dinilai menggunakan rasio perubahan total aktiva. Berdasarkan dari hasil pengujian, berarti besar kecilnya total aktiva tidak mempengaruhi nilai perusahaan yang diukur dengan rasio harga saham terhadap nilai buku perusahaan atau price book value (PBV). Perusahaan dengan *growth opportunity* tinggi cenderung membelanjai pengeluaran investasi dengan modal sendiri untuk menghindari masalah *underinvestment* yaitu

tidak dilaksanakannya semua proyek investasi yang bernilai positif oleh pihak manajer perusahaan (Chen, 2004). Teori *dividend irrelevance* yang disampaikan oleh Modigliani - Miller, menyatakan bahwa kebijakan dividen tidak mempunyai pengaruh baik terhadap harga saham maupun biaya modalnya (kebijakan dividen tidak relevan). Nilai suatu perusahaan hanya bergantung pada pendapatan yang dihasilkan oleh aktivasnya, bukan pada keputusan untuk membagi pendapatan tersebut dalam bentuk dividen atau menahannya dalam bentuk laba ditahan guna meningkatkan pertumbuhan perusahaan.

Pengaruh *Growth Opportunity* Terhadap Nilai Perusahaan

Hasil pengujian menunjukan bahwa *growth opportunity* tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian ini tidak sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Hermuningsih (2013) dan Pangulu (2014), yang telah membuktikan bahwa *growth opportunity* berpengaruh secara positif terhadap nilai perusahaan. Namun hasil ini diperkuat dengan penelitian Yuniarti (2010) dan Sari (2013), yang juga telah membuktikan bahwa *growth opportunity* tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

Growth opportunity dalam penelitian ini dinilai menggunakan rasio perubahan total aktiva. Berdasarkan dari hasil pengujian, berarti besar kecilnya total aktiva tidak mempengaruhi nilai perusahaan yang diukur dengan rasio harga saham terhadap nilai buku perusahaan atau price book value (PBV). Perusahaan dengan *growth opportunity* tinggi cenderung membelanjai pengeluaran investasi dengan modal sendiri untuk menghindari masalah *underinvestment* yaitu tidak dilaksanakannya semua proyek investasi yang bernilai positif oleh pihak manajer perusahaan (Chen, 2004). Teori *dividend irrelevance* yang disampaikan oleh Modigliani - Miller, menyatakan bahwa kebijakan dividen tidak mempunyai pengaruh baik terhadap harga saham maupun biaya modalnya (kebijakan dividen tidak relevan). Nilai suatu perusahaan hanya bergantung pada pendapatan yang dihasilkan oleh aktivasnya, bukan pada keputusan

untuk membagi pendapatan tersebut dalam bentuk dividen atau menahannya dalam bentuk laba ditahan guna meningkatkan pertumbuhan perusahaan.

Pengaruh *Growth Opportunity* Terhadap Hubungan Antara Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan.

Hasil pengujian menunjukkan bahwa *growth opportunity* berperan secara n terhadap pengaruh dari kebijakan dividen (DPR) terhadap nilai perusahaan (PBV) pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI. Artinya *growth opportunity* dapat memperlemah maupun memperkuat pengaruh kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian ini tidak sesuai dengan penelitian Harahap & Wardharni (2011), yaitu *growth opportunity* tidak terbukti secara signifikan mempengaruhi secara negatif hubungan antara kebijakan dividen dengan nilai perusahaan.

Perusahaan yang mengalami tingkat pertumbuhan yang baik akan memerlukan tambahan modal untuk membiayai pertumbuhannya. Manajer akan memanfaatkan laba yang diperoleh untuk dijadikan sebagai sumber modal yang menunjang tingkat pertumbuhan perusahaan. Pemanfaatan laba tersebut dapat mengurangi jumlah pembayaran dividen kepada pemegang saham, karena perusahaan lebih memilih untuk menciptakan *growth opportunity* yang baik untuk meningkatkan nilai perusahaan daripada dengan pembagian dividen.

Hasil ini mendukung teori relevansi dividen yang dikemukakan oleh Gordon dan Lintner (1959) yang menyatakan bahwa investor jauh lebih menghargai uang yang diharapkan dari dividen daripada kenaikan nilai kapital (capital gain) sehingga apabila pembagian dividen dikurangi maka biaya ekuitas perusahaan akan naik, berarti nilai perusahaan akan turun. Ketika perusahaan memilih untuk meningkatkan pertumbuhannya, maka perusahaan akan menurunkan jumlah pembayaran dividen sehingga menambah dana internal dari bagian laba, yang digunakan untuk memperbesar skala usaha perusahaan. Ketika perusahaan memiliki

growth opportunity yang baik, maka akan memberikan sinyal bagi investor bahwa perusahaan tersebut mampu memperbesar skala usahanya di masa mendatang.

Sehingga mereka akan tertarik untuk berinvestasi didalamnya, walaupun tidak di janjikan dengan pembayaran dividen yang tinggi, namun mereka percaya bahwa pertumbuhan perusahaan lebih penting ketika mereka memilih untuk investasi dalam jangka panjang. Sehingga nilai perusahaan akan meningkat, karena adanya kesempatan pertumbuhan yang baik.

SIMPULAN DAN SARAN

Berdasarkan hasil penelitian dan pembahasan yang dilakukan mengenai analisis pengaruh masalah keagenan terhadap kebijakan dividen, serta pengaruh kebijakan dividen, dan *growth opportunity* terhadap nilai perusahaan pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI (Bursa Efek Indonesia), maka dapat disimpulkan sebagai berikut; 1) Masalah keagenan yang diukur menggunakan *Total Asset Turnover* (TAT) berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen (DPR) pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI tahun 2012 sampai 2014.

Berarti bahwa semakin tinggi tingkat masalah keagenan maka jumlah dividen yang dibayarkan kepada pemegang saham semakin tinggi; 2) Kebijakan dividen berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan yang diprosikan dengan PBV (*Price Book Value*) perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI tahun 2012 sampai 2014. Berarti bahwa semakin tinggi jumlah dividen yang dibayarkan kepada pemegang saham maka nilai perusahaan akan semakin meningkat; 3) *Growth opportunity* tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI tahun 2012 – 2014.

Berarti bahwa naik turunnya nilai perusahaan tidak dipengaruhi oleh besar kecilnya *growth opportunity*; 4) Variabel moderasi *growth opportunity* yang dihasilkan dari perkalian antara nilai *growth opportunity* dengan kebijakan dividen berpengaruh memperlemah hubungan antara kebijakan dividen dengan nilai perusahaan, pada

perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI tahun 2012 – 2014. Berarti bahwa semakin tinggi *growth opportunity* maka pengaruh dari kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan semakin lemah.

Adapun saran dari penulis adalah sebagai berikut: 1) Bagi Peneliti Selanjutnya, sebaiknya penelitian ini dijadikan sebagai referensi untuk penelitian selanjutnya yang menyangkut masalah keagenan, kebijakan dividen dan *growth opportunity* terhadap nilai perusahaan. Selain itu nilai *Adjusted R Square* dalam penelitian ini masih relatif kecil yang menunjukkan bahwa variabel lain yang tidak digunakan dalam penelitian ini mempunyai pengaruh yang jauh lebih besar terhadap nilai perusahaan.

Dengan demikian penelitian selanjutnya dapat menambah atau menggunakan variabel lainnya untuk mengetahui lebih lanjut variabel apa saja yang dapat mempengaruhi nilai perusahaan; 2) Bagi Investor, sebelum berinvestasi pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI (Bursa Efek Indonesia), dapat memperhatikan variabel seperti masalah keagenan, kebijakan dividen dan *growth opportunity*. Karena berdasarkan penelitian ini variabel masalah keagenan, kebijakan dividen, dan interaksi antara kebijakan dividen dengan *growth opportunity* memiliki pengaruh yang signifikan terhadap nilai perusahaan; 3) Bagi manajer perusahaan, nilai TAT (*Total Asset Turnover*) yang digunakan untuk mengukur masalah keagenan memiliki pengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen serta kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Jadi ketika perusahaan ingin meningkatkan nilai perusahaan melalui peningkatan pembayaran dividen kepada pemegang saham, maka perusahaan harus bisa mengurangi masalah keagenan melalui peningkatan nilai perputaran aset (TAT), dengan cara manajemen harus bisa mengelola aset dengan efisien, membuat keputusan investasi yang tepat, menyebarkan aset secara efektif. Sehingga perusahaan bisa memutuskan untuk meningkatkan dividen tanpa harus mengabaikan kebutuhan operasional perusahaan.

Selain itu apabila perusahaan memiliki *growth opportunity* yang rendah sebaiknya menggunakan hutang sebagai sumber pembiayaanya, karena dalam penelitian penelitian ini membuktikan teori relevansi dividen, apabila untuk meningkatkan pertumbuhan perusahaan pembagian dividen dikurangi maka biaya ekuitas perusahaan akan naik, hal ini juga terkait dengan *bird in the hand theory* sehingga nilai perusahaan akan turun dikarenakan pemegang saham lebih menyukai pembagian dividen

DAFTAR PUSTAKA

- Agustina, Cahyati. 2015. Pengaruh Faktor Ekonomi Dan Kinerja Keuangan Terhadap Nilai Perusahaan. *Management Analysis Jurnal*.4(1): 10-21
- Ang, J.S., Cole, R. a & Lin, J.W., 2000. Agency Costs and Ownership Structure. *The Journal of Finance*.55(1): 81–106.
- Arifanto, N.I., 2011.Analisis Pengaruh *Agency Cost* Terhadap *Dividend Payout Ratio*.
- Cahyaningdyah, D & Yustieana, D. R. 2012. Pengaruh Kebijakan Manajemen Keuangan Terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Dinamika Manajemen*. 3(1): 20-28
- Chen, C. K. (2004). Research on impacts of team leadership on team effectiveness. *The Journal of American Academy of Business*.Cambridge. 266-278.
- Dewi, S. C., 2008.Pengaruh Kepemilikan Managerial, Kepemilikan Institusional, Kebijakan Hutang, Profitabilitas Dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Dividen. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*.10(1): 47–58.
- Efendi, A.S., 2013.Analisis Pengaruh Struktur Kepemilikan, Kebijakan Dividen Dan Kebijakan Hutang Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Variabel Kontrol Ukuran Perusahaan, Pertumbuhan Perusahaan Dan Kinerja Perusahaan. *Skripsi*. Semarang : Universitas Diponegoro
- Ghozali, Imam. 2011.*Aplikasi Analisis Multivariate Dengan Program SPSS*. Semarang : BP Universitas Diponegoro
- Gitman, Lawrence J.2002. *Principles of Managerial Finance*.Eleventh edition. Boston: Pearson Addison Weasley
- Gujarati dan Porter. 2012.*Dasar-Dasar Ekonometrika*. Jakarta : Salemba Empat
- Harahap, L. & Wardhani, R., 2011. Analisis komprehensif pengaruh family ownership , masalah keagenan, kebijakan dividen, kebijakan hutang, corporate governance dan opportunity growth terhadap nilai perusahaan. *Thesis*. Jakarta: Universitas Indonesia.