



**PENGARUH KEBIJAKAN DIVIDEN TERHADAP NILAI
PERUSAHAAN YANG DIMEDIASI OLEH BIAYA
KEAGENAN PADA INDUSTRI MANUFAKTUR
YANG TERDAFTAR DI BEI
TAHUN 2010-2012**

George Mario

M. Budi Widiyo Iryanto

Program Studi Manajemen, Institut Bisnis dan Informatika Kwik Kian Gie
Jl Yos Sudarso Kav. 87 Jakarta 14350

Abstrak

Penelitian ini dilakukan untuk meneliti dampak kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan yang dimediasi oleh biaya keagenan pada industri manufaktur yang terdaftar di BEI tahun 2010-2012. Metode penarikan sampel dilakukan dengan teknik sampling nonprobabilitas yaitu *purpose sampling*. Jumlah perusahaan manufaktur yang terpilih menjadi sampel sebanyak 37 perusahaan atau sebesar 111 unit analisis. Teknik analisis data untuk menguji masing-masing variabel dan pengujian hipotesis melalui model persamaan struktural atau *Structural Equation Model (SEM)* menggunakan metode *Partial Least Square (PLS)*. Pengujian dilakukan dengan bantuan software Smart PLS Versi 2.0 M3. Pengujian variabel mediasi menggunakan *sobel test* dengan bantuan www.danielsoper.com. Penelitian ini menghasilkan temuan bahwa kebijakan dividen dapat meningkatkan nilai perusahaan, kebijakan dividen dapat menurunkan biaya keagenan, rendahnya biaya keagenan dapat meningkatkan nilai perusahaan. Terakhir, berdasarkan hasil *sobel test*, kebijakan dividen dapat lebih meningkatkan nilai perusahaan jika dimediasi oleh biaya keagenan.

Abstract

The purpose of this research was to examine the impact of dividend policy to firm value mediated by agency cost on manufacturing industry listed on BEI in 2010-2012. The technique of sampling method was nonprobability sampling method, which is purpose sampling. The numbers of manufacturing companies which become sample was 37 companies or 111 analysis units. Data analysis technique was used to test each variable and Partial Least Square (PLS) was used to hypothesis testing through Structural Equation Model (SEM). The software of SmartPLS version 2.0 M3 was used to do so. Mediator variable test used sobel test with www.danielsoper.com help. This research found that dividend policy can increase firm value, dividend policy can decrease agency cost, the lower agency cost can cause the higher firm value. Lastly, according to result of sobel test, dividend policy can further increase firm value if mediated by agency cost.

Keywords : *Dividend Policy, Firm Value, Agency Cost, Path Analysis*

© Hak cipta milik IBI KKG (Institut Bisnis dan Informatika Kwik Kian Gie)

Hak Cipta Dilindungi Undang-Undang

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IBIKKG.
- a. Pengutipan hanya untuk keperluan pendidikan, penelitian dan penulisan karya ilmiah.
- b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IBIKKG.



Pendahuluan

Pemegang saham adalah pemilik dari sebuah perseroan terbatas. Mereka membeli saham dengan tujuan untuk mendapatkan pengembalian investasinya dalam bentuk dividen. Manajer diharapkan bekerja mewakili para pemegang saham, artinya mereka akan melakukan suatu kebijakan yang dapat meningkatkan nilai pemegang saham (Brigham dan Houston, 2006). Kenyataannya tidak selalu yang diharapkan. Manajer yang dipilih belum tentu berperilaku sesuai yang diharapkan oleh para pemegang saham dan bertindak oportunistik untuk dirinya (Jensen dan Meckling 1976). Untuk mengendalikan perilaku manajer itu diperlukannya sebuah biaya yang dinamakan biaya keagenan salah satunya digunakanlah *tools dividend payment* (Rozeff 1982).

Tetapi pada kenyataannya tidak selalu yang diharapkan. Manajer yang dipilih belum tentu berperilaku sesuai yang diharapkan oleh para pemegang saham. Mereka akan bertindak oportunistik untuk kepentingan dirinya (Jensen dan Meckling 1976). Untuk mengendalikan perilaku manajer itu diperlukannya sebuah biaya yang dinamakan biaya keagenan. Biaya keagenan ini muncul ketika manajer-pemegang saham sama-sama menjual saham kepada pihak luar yang tidak mempunyai hak di dalam manajemen perusahaan. Untuk mengurangnya, pemilik perusahaan harus mengeluarkan biaya-biaya untuk memonitoring gerak-gerik manajernya salah satunya digunakanlah *tools dividend payment* (Rozeff 1982).

Kebijakan dividen telah menjadi perdebatan. Salah satunya adalah perbedaan teori dividen yang irelevan dengan teori sinyal dividen. Teori *dividend irrelevance* oleh Miller & Modigliani (1961) mengatakan kebijakan dividen tidak mempengaruhi harga pasar saham perusahaan atau nilai perusahaan. Modigliani dan Miller berpendapat bahwa, nilai perusahaan hanya ditentukan oleh kemampuan perusahaan untuk menghasilkan pendapatan (*earning power*) dan risiko bisnis, sedangkan bagaimana cara membagi arus pendapatan menjadi dividen dan laba ditahan tidak mempengaruhi nilai perusahaan. Akan tetapi Teori *Dividend Irrelevance* ini kemudian dibantah oleh teori sinyaling (Bhattacharya 1979). Teori ini menjelaskan bahwa informasi tentang *cash dividend* yang dibayarkan dianggap investor sebagai sinyal prospek perusahaan di masa mendatang. Adanya anggapan ini disebabkan terjadinya *asymmetric information* antara manajer dan investor, sehingga para investor menggunakan kebijakan dividen sebagai sinyal tentang prospek perusahaan. Apabila terjadi peningkatan dividen akan dianggap sebagai sinyal positif yang berarti perusahaan mempunyai prospek yang baik, sehingga menimbulkan reaksi harga saham yang positif.

Dividend signaling theory yang dicetuskan oleh Bhattacharya (1979) yang menjelaskan bahwa dividen diperlukan untuk memberikan informasi positif dari manajer yang mempunyai informasi yang lengkap tentang kondisi perusahaan yang sebenarnya kepada investor yang miskin akan informasi. Fenomena seperti ini terjadi karena adanya *asymmetric information* antara manajer dengan investor. Ross (1977) dalam Mulyati (2003) berpendapat bahwa manajer sebagai orang dalam yang mempunyai informasi yang lengkap tentang arus kas perusahaan, akan memilih untuk menciptakan isyarat yang jelas mengenai masa depan perusahaan apabila mereka mempunyai dorongan yang tepat untuk melakukannya. Kenaikan pada dividen yang dibayarkan dapat menimbulkan isyarat yang jelas kepada pasar bahwa prospek perusahaan telah mengalami kemajuan. Pada publikasi dividen, yang tampak ada informasi kenaikan dan penurunan dividen dapat dipandang sebagai isyarat positif atau negatif oleh investor. Publikasi dividen yang menyatakan bahwa perusahaan memutuskan untuk membayar dividen yang lebih tinggi dari tahun sebelumnya ditafsirkan oleh pasar sebagai sinyal positif, sebab publikasi ini menaikkan ekspektasi investor tentang pendapatan masa depan perusahaan. Sebaliknya, publikasi dividen yang menyatakan pembagian lebih rendah dari tahun sebelumnya dianggap sebagai isyarat negatif, sebab investor menduga bahwa emiten tersebut mengalami penurunan pendapatan di masa depan. Reaksi pasar terhadap informasi dalam publikasi ditunjukkan oleh adanya perubahan harga saham. Perubahan harga saham ini umumnya dinyatakan dengan ukuran *abnormal return*. (Amirudin, et al, 2003).

Miller dan Modigliani (1961) mengatakan dividen memuat berbagai informasi. Ekspektasi manajemen tentang *future earnings* dapat mempengaruhi besarnya dividen yang dibagikan sekarang, maka perubahan dividen akan memuat berbagai informasi yang dapat disampaikan. Brickley (1983), Healy dan Palepu (1988), Aharony dan Dotan (1994) berpendapat peningkatan dividen menyebabkan



peningkatan pendapatan perusahaan di masa depan sehingga investor akan membeli saham perusahaan yang mengakibatkan harga sahamnya naik.

Jensen dan Meckling (1976) menjelaskan hubungan keagenan di dalam teori agensi (*agency theory*) bahwa perusahaan merupakan kumpulan kontrak (*nexus of contract*) antara pemilik sumber daya ekonomis (*principal*) dan manajer (*agent*) yang mengurus penggunaan dan pengendalian sumber daya tersebut. Messier, Gloven, dan Prawit (2006:7) hubungan keagenan ini mengakibatkan dua permasalahan yaitu terjadinya informasi asimetris (*information asymmetry*), dimana manajemen secara umum memiliki lebih banyak informasi mengenai posisi keuangan yang sebenarnya dan posisi operasi entitas dari pemilik; dan terjadinya konflik kepentingan (*conflict of interest*) akibat ketidak samaan tujuan, dimana manajemen tidak selalu bertindak sesuai dengan kepentingan pemilik.

Dalam upaya mengatasi atau mengurangi masalah keagenan ini menimbulkan biaya keagenan (*agency cost*) yang akan ditanggung baik oleh *principal* maupun *agent*. Jensen dan Meckling (1976) membagi biaya keagenan ini menjadi *monitoring cost*, *bonding cost* dan *residual loss*. *Monitoring cost* adalah biaya yang timbul dan ditanggung oleh *principal* untuk memonitor perilaku agen, yaitu untuk mengukur, mengamati, dan mengontrol perilaku agen. *Bonding cost* merupakan biaya yang ditanggung oleh agen untuk menetapkan dan mematuhi mekanisme yang menjamin bahwa agen akan bertindak untuk kepentingan *principal*. Selanjutnya *residual loss* merupakan pengorbanan yang berupa berkurangnya kemakmuran *principal* sebagai akibat dari perbedaan keputusan agen dan keputusan *principal*.

Tujuan penelitian ini adalah untuk mengetahui pengaruh kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan, untuk mengetahui pengaruh kebijakan dividen terhadap biaya keagenan, untuk mengetahui pengaruh biaya keagenan terhadap nilai perusahaan, untuk mengetahui pengaruh kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan melalui biaya keagenan. Sedangkan manfaat penelitian ini adalah bagi pemegang saham yang akan mau berinvestasi, sebagai acuan untuk memprediksi nilai perusahaan di periode yang akan datang dan bagi pihak manajemen perusahaan, sebagai bahan pertimbangan untuk meningkatkan kinerja perusahaannya di periode mendatang.

Kebijakan dividen terhadap biaya keagenan

Pembayaran dividen merupakan salah satu cara untuk mengurangi biaya keagenan. Mekanisme kebijakan dividen yang dapat mengurangi biaya keagenan ini adalah:

1. Menggunakan *free cash flow* untuk membayar dividen kas sehingga terhindari dari pemborosan oleh agen. (Jensen, 1976)
2. Meningkatkan dividen untuk mengurangi *retained earning* supaya perusahaan mencari tambahan modal dari pasar modal untuk keperluan investasinya sehingga perusahaan ini diawasi oleh pihak-pihak itu (*monitoring*) dan manajer termotivasi meningkatkan kinerjanya (*bonding*). (Crutchley dan Hansen, 1989)

Biaya keagenan terhadap nilai perusahaan

Kepemilikan dan pengendalian yang terpisah dalam perusahaan akan menimbulkan masalah keagenan (Jensen dan Meckling, 1976) sehingga mengakibatkan munculnya biaya keagenan yang akan mempengaruhi nilai perusahaan.

Berdasarkan hasil penelitian Wang (2010) pada perusahaan-perusahaan yang terdaftar di *Taiwan Stock Exchange* periode 2002-2007 menyimpulkan biaya keagenan berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan yang mendukung teori keagenan. Xiao dan Zhao (2012) menemukan hal yang sama pada penelitiannya di bursa efek di China periode 2004-2009.

Kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan

Menurut perspektif teori sinyal, pembayaran dividen dapat memproyeksikan nilai perusahaan dimasa yang akan datang. Pembayaran dividen dalam jumlah besar akan menaikkan nilai perusahaan.



Hasil penelitian Kostyuk (2006) pada data 60 perusahaan di Ukraina, Kroasia, dan Rusia periode 2002-2004 menyimpulkan bahwa ada hubungan positif antara pembayaran dividen dengan nilai perusahaannya. Masih menurut Kostyuk, pembayaran dividen akan menarik perhatian investor pada umumnya yang menyebabkan harga sahamnya bereaksi; dibandingkan dividen yang direinvestasikan kembali yang dinilai tidak jelas dan hanya menarik perhatian kalangan beberapa investor saja. Hal senada dibuktikan oleh Wijaya (2000) melalui hasil penelitiannya pada perusahaan-perusahaan yang *go public* di Bursa Efek Jakarta periode Januari 1996- Mei 2000 yang menyimpulkan pembayaran *dividend yield* dinilai lebih menarik dibandingkan *capital gain* yang didapat, maka kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Juga, hasil penelitian Mai (2010) kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan pada perusahaan manufaktur di BEI. Tetapi, dari hasil penelitian Purwanti (2011) pada perusahaan manufaktur yang tercatat di Bursa Efek Indonesia periode 2006-2009 menyimpulkan kebijakan dividen tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan karena perusahaan tersebut langsung membagikan dividen tersebut kepada para pemegang sahamnya.

Kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan melalui biaya keagenan

Menurut hasil penelitian terdahulu pada masing-masing hubungan antar variabel diatas, peneliti menduga adanya hubungan tidak langsung antara kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan melalui biaya keagenan.

Hipotesis

Hipotesis 1 : Kebijakan dividen berpengaruh negatif terhadap biaya keagenan

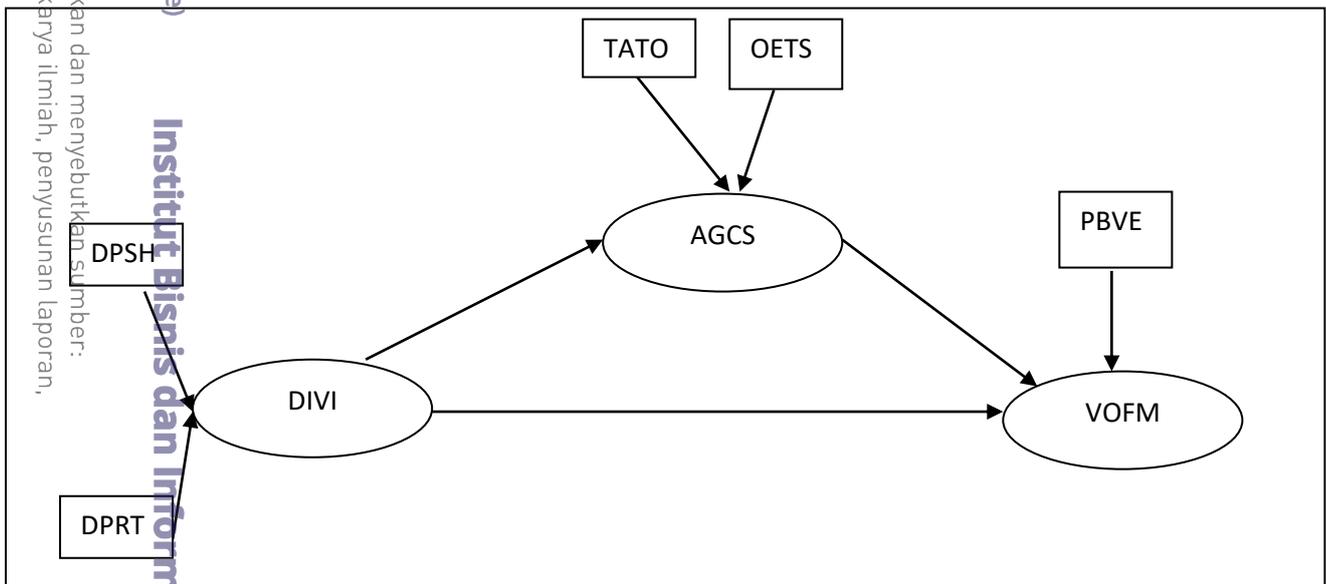
Hipotesis 2 : Biaya keagenan berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan.

Hipotesis 3 : Kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Hipotesis 4 : Kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan melalui biaya keagenan.

Berdasarkan pada pokok-pokok pikiran yang dipaparkan diatas yang dituangkan dalam hipotesis-hipotesis penelitian, maka model empiris penelitian ini disampaikan pada gambar 2.1

Gambar 2.1
Model Empirik Penelitian



Sumber : Model empirik yang dikembangkan

Metode Penelitian

Pada penelitian ini, data yang digunakan adalah data sekunder perusahaan manufaktur yang tercatat di BEI tahun 2010-2012 . Data sekunder yang digunakan diperoleh dari publikasi perusahaan (baik melalui situs resmi perusahaan yang bersangkutan maupun www.idx.co.id dan data Pusat Data



Pasar Modal (PDPM) Kwik Kian Gie School). Data pendukung lainnya yang digunakan yaitu informasi mengenai harga penutupan saham pada masing-masing perusahaan manufaktur yang diperoleh dari finance.yahoo.com. Teknik analisis data dilakukan melalui model persamaan struktural dengan metode *partial least square* dengan *software smartpls 2.0*. dan melakukan pengujian variabel mediasi dengan menggunakan sobel test yang didapat dari www.danielsoper.com.

Hasil dan Pembahasan

Tahap pertama dilakukan uji *outer model* untuk menguji apakah masing-masing indikator dapat digunakan pada masing-masing variabel laten

Tabel 4.2
Outer Weight (Mean, STDEV, T-Values)

	Original Sample (O)	Sample Mean (M)	Standard Deviation (STDEV)	Standard Error (STERR)	T Statistics (O/STERR)
DPRT -> DIVI	1.119072	1.036842	0.267940	0.267940	4.176579*
DPSH -> DIVI	-0.397798	-0.289942	0.376921	0.376921	1.055387
OETS -> AGCS	0.395975	0.424695	0.222546	0.222546	1.779296
PBVE -> VOFM	1.000000	1.000000	0.000000		
TATO -> AGCS	0.976004	0.901850	0.232931	0.232931	4.190105*

Sumber : Hasil *bootstraping* tahap 1 *outer weight* smartpls

Pada variabel kebijakan dividen, peneliti menggunakan dua indikator pengukuran, yaitu *Dividen Payout Ratio* (DPRT) dan *Dividen Per Share* (DPSH). Indikator-indikator tersebut masing-masing memberikan nilai outer weight yaitu 1.119072 untuk DPRT dan -0.397798 untuk DPSH. Nilai *t*-uji pada masing-masing indikator adalah 4.176579 untuk DPRT dan 1.055387 untuk DPSH. Dengan melihat *t*-statistik maka dapat dilihat bahwa indikator DPRT signifikan (nilai *t*-uji > *t*-statistik; dalam hal ini *t*-statistik bernilai 1,98 untuk $\alpha = 0,05$). Pada penelitian terdahulu, Arifanto (2011), Angie Noor Rachma (2013), Rhandy Ichsan dan Salma Taqwa (2013), Luciana Spica Almilia, S.E., M.Si. dan Meliza Shivy, S.H., M.Si. (2006), Imanda Fitrimantyas Putri dan Mohamad Nasir (2006), dan Mai (2010) menggunakan *dividend payout ratio* sebagai proksi dari variabel kebijakan dividen. sedangkan indikator DPSH tidak signifikan (nilai *t*-uji < *t*-statistik; dalam hal ini *t*-statistik bernilai 1,98 untuk $\alpha = 0,05$). Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa hanya DPRT valid untuk mengukur kebijakan dividen pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI tahun 2010-2012 dan DPSH tidak dapat digunakan dipenelitian ini.

Pada variabel kebijakan dividen, peneliti menggunakan dua indikator pengukuran, yaitu *Total Asset Turn Over* (TATO) dan *Operating Expense to Sales* (OETS). Indikator-indikator tersebut masing-masing memberikan nilai outer weight yaitu 0.976004 untuk TATO dan 0.395975 untuk OETS. Nilai *t*-uji pada masing-masing indikator adalah 4.190105 untuk TATO dan 1.779296 untuk OETS. Dengan melihat *t*-statistik maka dapat dilihat bahwa indikator DPRT signifikan (nilai *t*-uji > *t*-statistik; dalam hal ini *t*-statistik bernilai 1,98 untuk $\alpha = 0,05$) sedangkan indikator OETS tidak signifikan (nilai *t*-uji < *t*-statistik; dalam hal ini *t*-statistik bernilai 1,98 untuk $\alpha = 0,05$). Pada penelitian terdahulu, Ang et al. (2000) dan George Yungchih Wang (2010) menggunakan TATO sebagai proksi dari variabel biaya keagenan. Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa hanya TATO valid untuk mengukur biaya



keagenan pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI tahun 2010-2012 dan OETS tidak dapat digunakan di penelitian ini.

Pada variabel nilai perusahaan hanya digunakan satu indikator pengukuran, yaitu *Price to Book Value* (PBVE). PBVE merupakan satu-satunya indikator untuk mengukur variabel nilai perusahaan sehingga evaluasi indikator untuk variabel konstruk nilai perusahaan tidak diperlukan. Pada penelitian terdahulu, Muh Andrianto (2009) menggunakan PBV sebagai proksi dari variabel nilai perusahaan.

Tahap kedua dilakukan uji *inner model* yaitu dengan melihat R Square setiap konstruk endogennya. Kriteria hasil dalam R-Square untuk konstruk endogen dalam model struktural ini adalah sebesar 0,67 ; 0,33 ; 0,19 yang kemudian akan mengindikasikan bahwa model tersebut baik, moderat atau lemah.

Tabel 4.3
Tabel R Square

Variabel Endogen	R Square
AGCS	0.082
DIVI	
VOFM	0.156

Sumber : hasil pengolahan data *smartpls*

Berdasarkan kriteria penilaian PLS yang sudah disampaikan, nilai koefisien determinasi (R Square) untuk konstruk biaya keagenan (AGCS) sebesar 0.082 yang berarti model persamaan struktural yang terbentuk dari persamaan 3.2 merupakan kategori lemah. Variabel biaya keagenan yang dapat dijelaskan oleh variabel kebijakan dividen hanya 8,02% sedangkan 91,98% lainnya dijelaskan oleh variabel ataupun faktor lainnya. Juga, nilai koefisien determinasi (R Square) untuk konstruk VOFM sebesar 0.156 yang berarti model persamaan struktural yang terbentuk dari persamaan 3.1 merupakan kategori lemah. Variabel nilai perusahaan yang dapat dijelaskan oleh variabel kebijakan dividen dan biaya keagenan hanya sebesar 15.6% sedangkan 84,4% lainnya dijelaskan oleh variabel ataupun faktor lainnya.

Selain melihat R-Square, pengujian *inner model* ini membutuhkan nilai estimasi koefisien jalur. Nilai estimasi koefisien jalur ini didapatkan dari prosedur *bootstrapping*.

Tabel 4.4
Path Coefficients (Mean, STDEV, T-Values)

	Original Sample (O)	Sample Mean (M)	Standard Deviation (STDEV)	Standard Error (STERR)	T Statistics (O/STERR)
AGCS -> VOFM	0.300593	0.288395	0.086184	0.086184	3.487816*
DIVI -> AGCS	0.286790	0.293950	0.099584	0.099584	2.879884*



Lanjutan Tabel 4.4 Path Coeficients (Mean, STDEV, T-Values)

DIVI -> VOFM	0.184518	0.190731	0.089396	0.089396	2.064053*
--------------	----------	----------	----------	----------	-----------

Sumber : hasil bootstraping tahap 2 path coefficients smartpls

Dari hasil tabel 4.4 terdapat hubungan variabel laten biaya keagenan (AGCS) terhadap variabel laten nilai perusahaan (VOFM) memberikan nilai estimasi parameter 0.300593 dan signifikansi pada 0,05 sehingga didapatkan hasil bahwa biaya keagenan berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Hubungan variabel laten kebijakan dividen (DIVI) terhadap variabel laten biaya keagenan (AGCS) memberikan nilai estimasi parameter 0.286790 dan signifikansi pada 0,05 sehingga didapatkan hasil bahwa kebijakan dividen berpengaruh terhadap biaya keagenan. Hubungan variabel laten kebijakan dividen (DIVI) terhadap variabel laten nilai perusahaan (VOFM) memberikan nilai estimasi parameter 0.184518 dan signifikansi pada 0,05 sehingga didapatkan hasil bahwa kebijakan dividen mempengaruhi nilai perusahaan. Dikarenakan ada hubungan signifikan variabel kebijakan dividen terhadap variabel biaya keagenan dan variabel biaya keagenan terhadap variabel nilai perusahaan maka variabel biaya keagenan diduga sebagai variabel mediator sehingga perlu dilakukan uji mediasi dengan *sobel test* untuk mengetahui apakah variabel biaya keagenan merupakan variabel mediasi atau tidak.

Pengujian mediasi dapat dilakukan karena model ini memenuhi syarat untuk pengujian mediasi. Pengujian variabel mediasi pada penelitian ini dilakukan dengan menggunakan *sobel test*. Pada penelitian ini, pengujian *sobel test* dilakukan dengan menggunakan bantuan dari www.danielsoper.com. Berikut adalah hasil yang didapat dari penghitungan otomatis tersebut.

Tabel 4.5
Hasil Perhitungan Sobel Test

Sober test statistic	2.22078541*
One-tailed probability	0.01318275
Two-tailed probability	0.02636550

Sumber : hasil pengolahan data

Nilai *t* yang didapatkan dari penghitungan ini adalah 2.22078541. Apabila nilai tersebut dibandingkan dengan *t* statistik pada 0,05 yaitu 1,98 maka hasil yang didapatkan adalah biaya keagenan terbukti signifikan merupakan variabel mediasi pada pengaruh antara kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan (*t*-hitung > *t*-statistik, maka terbukti sebagai variabel mediasi). Biaya keagenan terbukti sebagai variabel mediasi dapat dilihat di tabel 4.6 ini

Tabel 4.6
Total Effects (Mean, STDEV, T-Values)

	Original Sample (O)	Sample Mean (M)	Standard Deviation (STDEV)	Standard Error (STERR)	T Statistics (O/STERR)
AGCS -> FOVM	0.300593	0.288395	0.086184	0.086184	3.487816*
DIVI -> AGCS	0.286790	0.293950	0.099584	0.099584	2.879884*
DIVI -> FOVM	0.270725	0.279957	0.099800	0.099800	2.712680*

Sumber: hasil bootstraping tahap 2

1. Dilarang menyalin, mengutip, atau menggunakan sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IBIKKG.
 a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik dan tinjauan suatu masalah.
 b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IBIKKG.
 2. Dilarang mengemukakan dan memperbanyak sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IBIKKG.



Pada tabel 4.6 menunjukkan hasil dimana total efek yang diterima oleh nilai perusahaan dari kebijakan dividen sebesar 0.270725 dimana biaya keagenan berperan sebagai mediasi. Nilai ini lebih besar daripada pengaruh langsung kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan, yaitu sebesar 0.184518 (pada tabel 4.4).

Pengujian Hipotesis

Hipotesis 1 : Kebijakan dividen berpengaruh negatif terhadap biaya keagenan

Dari hasil uji inner model antara variabel kebijakan dividen dengan variabel biaya keagenan, peneliti menemukan bahwa variabel kebijakan dividen berpengaruh signifikan positif terhadap variabel biaya keagenan. Hasil pengujian statistik dengan Partial Least Square menunjukkan bahwa nilai estimasi parameter sebesar 0.286790 dengan t statistiknya sebesar 2.879884. Nilai estimasi parameter bertanda positif menunjukkan bahwa kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap biaya keagenan dan nilai t -statistik hitung lebih besar dari t -tabel (tingkat signifikansi $\alpha = 5\%$), menunjukkan bahwa kebijakan dividen secara signifikan positif berpengaruh terhadap biaya keagenan. Karena pengukuran biaya keagenan menggunakan TATO maka hipotesis 1 yaitu kebijakan dividen berpengaruh negatif terhadap biaya keagenan terbukti. Hasil penelitian ini sama dengan teori keagenan. Dalam teori keagenan dikatakan kebijakan dividen dapat mengurangi biaya keagenan dengan mekanisme menggunakan *free cash flow* untuk membayar dividen kas sehingga terhindari dari pemborosan oleh agen. (Jensen, 1976) dan meningkatkan dividen untuk mengurangi *retained earning* supaya perusahaan mencari tambahan modal dari pasar modal untuk keperluan investasinya sehingga perusahaan ini diawasi oleh pihak-pihak itu (*monitoring*) dan manajer termotivasi meningkatkan kinerjanya (*bonding*). (Crutchley dan Hansen, 1989). Menurut hasil penelitian ini pada perusahaan manufaktur yang tercatat di BEI tahun 2010-2012, kebijakan dividen dapat mempengaruhi secara negatif biaya keagenan yang diprosikan *total asset turnover* (TATO) karena dengan meningkatnya kebijakan dividen dapat membuat rasio perputaran aset meningkat, sehingga perputaran aset yang besar mencerminkan rendahnya biaya keagenan. Seperti yang dikatakan Ang et al. (2000) bahwa sebuah perusahaan yang memiliki rasio perputaran aset yang kecil mengindikasikan adanya biaya keagenan di dalamnya. Ini berarti bahwa dengan membayar dividen, manajer telah diawasi oleh pihak-pihak pasar modal sehingga mereka tidak dapat melakukan yang hanya menguntungkan mereka sendiri. Hal ini ditunjukkan oleh meningkatnya efisiensi penggunaan aset yang terlihat dari perputaran total aset yang besar dengan membayar dividen.

Hipotesis 2 : Biaya keagenan berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan.

Dari hasil uji inner model antara variabel biaya keagenan dengan variabel nilai perusahaan, peneliti menemukan bahwa variabel biaya keagenan berpengaruh secara signifikan terhadap variabel nilai perusahaan. Hasil pengujian statistik dengan Partial Least Square menunjukkan bahwa nilai estimasi parameter sebesar 0.300593 dengan t statistiknya sebesar 3.487816. Nilai estimasi parameter bertanda positif menunjukkan bahwa biaya keagenan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan, juga nilai t -statistik hitung lebih besar dari t -tabel (tingkat signifikansi $\alpha = 5\%$), menunjukkan bahwa biaya keagenan secara signifikan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Karena pengukuran biaya keagenan menggunakan TATO maka hipotesis 2 yaitu biaya keagenan berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan terbukti.

Hasil penelitian ini mendukung teori keagenan. Teori keagenan yang mengatakan semakin besar biaya keagenan dapat mengurangi nilai perusahaan karena menggunakan sumber-sumber daya perusahaan yang tidak perlu sehingga menimbulkan pemborosan yang mengakibatkan menurunnya nilai perusahaan. Hasil penelitian sama dengan penelitian-penelitian sebelumnya yang mengatakan bahwa terdapat hubungan negatif antara biaya keagenan dengan nilai perusahaan. Seperti hasil penelitian Sheng Xiao dan Shan Zhao (2011) dan George Yungchih Wang (2010) yang menghasilkan bahwa adanya hubungan negatif antara biaya keagenan dengan nilai perusahaan. Dalam penelitian ini, hasilnya menunjukkan bahwa biaya keagenan yang rendah dapat meningkatkan nilai perusahaan. Hal ini berarti bahwa dengan adanya efisiensi aset tinggi yang tercermin dari rasio perputaran aset yang besar dapat menyebabkan meningkatnya nilai perusahaan. Artinya, perputaran aset yang besar mengindikasikan rendahnya biaya keagenan (Ang et al., 2000) sehingga dengan meningkatnya rasio perputaran aset berarti meningkatnya penjualan dengan menggunakan total aset yang konstan atau menurunnya total aset yang

2. Dilarang mengemukakan dan memperbanyak sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IBIKKG.



digunakan untuk menghasilkan penjualan ini dipandang positif oleh investor yang menduga keputusan investasi yang dilakukan oleh manajer adalah tepat.

Hipotesis 3 : Kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Dari hasil uji inner model antara variabel kebijakan dividen dengan variabel nilai perusahaan peneliti menemukan bahwa variabel kebijakan dividen berpengaruh secara signifikan terhadap variabel nilai perusahaan. Hasil pengujian statistik dengan Partial Least Square menunjukkan bahwa nilai estimasi parameter sebesar 0.184518 dengan t statistiknya sebesar 2.064053. Nilai estimasi parameter bertanda positif menunjukkan bahwa kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan juga nilai t -statistik hitung lebih besar dari t -tabel (tingkat signifikansi $\alpha = 5\%$), menunjukkan bahwa kebijakan dividen secara signifikan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Jadi hipotesis 3 yaitu kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan itu terbukti.

Hasil penelitian ini sama dengan teori sinyaling dividen. Teori sinyaling dividen ini mengatakan bahwa semakin besar pembayaran dividen disinyalir bahwa perusahaan ini tumbuh yang menyebabkan nilai perusahaannya meningkat. Hasil penelitian ini juga sama dengan hasil penelitian-penelitian terdahulu seperti Dmitriy Kostyuk (2006) pada penelitiannya terhadap 60 perusahaan di Ukraina, Kroasia, dan Rusia periode 2002-2004 dan Chandra Wijaya (2000) pada penelitiannya terhadap perusahaan-perusahaan yang go public di Bursa Efek Jakarta periode Januari 1996-Mei 2000 yang menyimpulkan bahwa terdapat hubungan positif antara kebijakan dividen dengan nilai perusahaan. Akan tetapi hasil penelitian ini berbeda dengan penelitian yang dilakukan oleh Yeti Purwanti yang mengatakan bahwa pembayaran dividen tidak mempengaruhi nilai perusahaan. Perbedaan ini terjadi karena adanya perbedaan indikator dalam variabel kebijakan dividend an perbedaan periode penelitian yang dimana periode penelitian Yeti Purwanti pada tahun 2006-2009 sedangkan periode penelitian peneliti tahun 2010-2012.

Hipotesis 4 : Kebijakan dividen berpengaruh terhadap nilai perusahaan melalui biaya keagenan.

Secara statistik, hipotesis ini terbukti karena biaya keagenan sebagai variabel mediator sehingga variabel ini dapat memperkuat pengaruh antara kebijakan dividen dengan nilai perusahaan. Nilai t statistik untuk jalur variabel kebijakan dividen terhadap biaya keagenan sebesar 2.879884 yang berarti hubungan kedua variabel itu berpengaruh dan nilai t statistik untuk jalur variabel biaya keagenan terhadap nilai perusahaan sebesar 3.487816. Selain itu nilai statistik sobel test menunjukkan bahwa variabel biaya keagenan merupakan variabel mediator sebesar 2.22078541 (signifikan pada tingkat signifikansi 5%) yang menyebabkan kebijakan dividen berpengaruh terhadap nilai perusahaan melalui biaya keagenan sehingga hipotesis 4 terbukti. Hal ini berarti bahwa ketika pembagian dividen oleh perusahaan akan lebih meningkatkan nilai perusahaan. Alasannya, dengan membagikan dividen, manajer akan merasa diawasi oleh pihak-pihak sehingga mereka tidak dapat berperilaku oportunistik yang hanya menguntungkan dirinya sendiri. Hal ini dapat dilihat dari rasio perputaran aset yang besar yang mengindikasikan perusahaan bisa mengelola asetnya secara efisien untuk menciptakan penjualan. Investor melihat ini sebagai keputusan investasi yang tepat yang dilakukan oleh para manajer dan mempersepsikan bahwa perusahaan yang dapat menghasilkan penjualan dengan menggunakan aset seefisien mungkin adalah perusahaan yang baik untuk diinvestasikan sehingga nilai perusahaan melalui PBV meningkat.

Kesimpulan

Berdasarkan pengujian hipotesis dampak kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan yang dimediasi oleh biaya keagenan, pertama kebijakan dividen berpengaruh signifikan negatif terhadap biaya keagenan artinya setiap kenaikan kebijakan dividen akan menurunkan biaya keagenan. Hasil ini mendukung teori keagenan dan pendapat Rozeff (1982) yang mengatakan biaya keagenan dapat diturunkan dengan kebijakan dividen. Kedua, biaya keagenan berpengaruh signifikan negatif terhadap nilai perusahaan artinya nilai perusahaan akan meningkat ketika biaya keagenan menurun. Begitu juga kenaikan biaya keagenan akan mengurangi nilai perusahaan. Seperti hasil penelitian Sheng Xiao dan Shan Zhao (2011) dan George Yungchih Wang (2010) yang menghasilkan bahwa adanya hubungan negatif antara biaya keagenan dengan nilai perusahaan. Ketiga, kebijakan dividen berpengaruh positif

1. Dengan ini, seluruh isi dan kandungan dari laporan ini adalah hak milik pribadi penulis dan tidak boleh disebarluaskan atau digunakan untuk kepentingan lain tanpa izin IBIKKG.
2. Dilarang mengemukakan dan memperbanyak sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IBIKKG.

dan signifikan terhadap nilai perusahaan artinya nilai perusahaan akan meningkat ketika adanya kenaikan kebijakan dividen. Begitu juga penurunan kebijakan dividen akan mengurangi nilai perusahaan. Hasil penelitian ini sama dengan teori sinyal dividen dan penelitian terdahulunya seperti Dmitriy Kostyuk (2006) dan Chandra Wijaya (2000) yang menyebutkan kebijakan dividen dapat meningkatkan nilai perusahaan. Yang terakhir, biaya keagenan terbukti sebagai variabel mediasi yang memperkuat pengaruh kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan. Hal ini berarti kenaikan atau penurunan biaya keagenan serta merta mempengaruhi kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan.

Saran

Berdasarkan pengujian hipotesis yang telah dilakukan dalam penelitian ini, peneliti menyadari bahwa penelitian ini masih jauh dari kesempurnaan. Oleh karena itu, selanjutnya akan disajikan saran-saran yang dapat dijadikan masukan untuk peneliti selanjutnya yang tertarik pada topik ini ataupun untuk peneliti selanjutnya seperti untuk pengukuran variabel kebijakan dividen disarankan untuk menggunakan *dividen payout ratio* sebagai indikatornya karena *dividen payout ratio* sudah sering digunakan dalam penelitian mengenai kebijakan dividen. Selain itu, *dividend payout ratio* terbukti valid untuk menjelaskan kebijakan dividen di Indonesia. Dan untuk pengukuran variabel biaya keagenan disarankan untuk menggunakan *total asset turn over* sebagai indikatornya karena *total asset turn over* terbukti lebih baik daripada *operating expense to total sales* (expense ratio) dalam mengukur biaya keagenan pada perusahaan-perusahaan di Indonesia.

DAFTAR PUSTAKA

- Adrianto, Muh E.B.S. (2009), Skripsi : *Pengaruh Earnings Management Dan Corporate Governance Terhadap Nilai Perusahaan: Studi Empiris Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di BEI*, Universitas Sebelas Maret, Surakarta
- Aharony, J., dan A. Dotan (1994), *Reguler Dividend Announcements and Future Unexpected Earnings: An Empirical Analysis*, The Financial Review, Vol. 29 No. 1, pp. 125-151
- Amilia, Luciana Spica dan Meliza Silvy (2006), *Analisis Kebijakan Dividen dan Kebijakan Leverage Terhadap Prediksi Kepemilikan Manajerial Dengan Tehnik Analisis Multinomial Logit*, Jurnal Akuntansi dan Bisnis, Vol. 6, No.
- Amiruddin Umar, dkk. (2003), *Reaksi Harga Saham terhadap Publikasi Dividen Kasus Di BEJ Periode 1997-2001*, Jurnal Riset Ekonomi Manajemen, Vol.3, No.2, Mei 2003
- Ang, J.S., R. A. Cole dan J. W. Lin (2000) *Agency Costs and Ownership Structure*, Journal of Finance, Vol. 55, No. 1, pp. 81-106
- Arifanto, Nur Imam (2011), Skripsi : *ANALISIS PENGARUH AGENCY COST TERHADAP DIVIDEND PAYOUT RATIO (Studi Empiris Pada Perusahaan Non Keuangan Yang Listing Di Bursa Efek Indonesia Pada Tahun 2005-2009)*, Universitas Diponegoro, Semarang
- Baron, Reuben M. dan David A. Kenny (1986), *The Moderator-Mediator Variable Distinction in Social Psychological Research : Conceptual, Strategic, and Statistical Considerations*, Journal of Personality and Psychology, Vol. 51, No. 6, pp. 1173-1182
- Bhattacharya, Sudipto (1979), *Imperfect Information, Dividend Policy, and "The Bird in the Hand" Fallacy*, The Bell Journal of Economics, Vol. 10, No. 1, pp. 259-270.
- Brickley, J. A. (1983), *Shareholder Wealth, Information Signalling and the Specially Designated Dividend: An Empirical Study*, Journal of Finance Economic, 12, pp. 187-209





- Brigham, Eugene F. dan Houston Joel F. (2006), *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan Jilid 1*. Alih Bahasa Ali Akbar Yulianto, Edisi Kesepuluh, Penerbit Salemba Empat, Jakarta.
- Cooper, Donald R. dan Pamela S. Schindler (2006), *Metode Riset Bisnis*, Edisi 9, Vol.1, Penerbit Media Global Edukasi, Jakarta.
- Cooper, Donald R. dan Pamela S. Schindler (2006), *Metode Riset Bisnis*, Edisi 9, Vol.1, Penerbit Media Global Edukasi, Jakarta.
- Cutclley, C dan Hansen (1989), *A Test of The Agency Theory of Managerial Ownership, Corporate Leverage and Corporate Dividends*, *Financial Management*, 18, pp.34-36
- Gloven, Messier dan Prawit (2006), *Auditing dan Assurance Service*. Jakarta: Salemba Empat
- Ghozali, Imam (2008), *Smart PLS Versi 2.0 M3 : Structural Equation Modeling Metode Alternatif dengan Partial Least Square*, Edisi 2, Badan Penerbit Universitas Diponegoro, Semarang
- Harjito, Agus D. dan Martono (2007), *Manajemen Keuangan*, Ekonusa. Yogyakarta
- Healy, P.M., dan K. G. Palepu (1988), *Earnings Information Conveued by Dividend Initiations and Omissions*, *Journal of Financial Economics* 21, pp. 149-175
- Ichsan, Rhandhy, dan Salma Taqwa (2013), *Pengaruh Informasi Laba, Kebijakan Dividen Dan Profitabilitas Terhadap Harga Saham Pada Perusahaan Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia*, WRA, Vol. 1 NO. 2, hal. 243-258
- Jensen, M. C. and W. H. Meckling (1976), *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, No. 4, pp. 305-360
- Jones, C.P. (2004) *Investments: Analysis and Management* (ninth edition). John Wiley and Sons, Inc.
- Kostyuk, Dmitriy (2006), Tesis : *Dividen Payout. Its Impact On Firm Value*, National University “Kyiv-Mohyla Academy”, Ukraina
- Kusuma, Hadri (2006), *Efek Informasi Asimetri Terhadap Kebijakan Dividen*, JAAI Volume 10 No. 1, hal. 1 – 12
- Mai, Muhamad Umar (2010), Disertasi : *Dampak Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan Dalam Kajian Perilaku Oportunistik Manajerial dan Struktur Corporate Governance Studi Empiris Pada Perusahaan Manufaktur Go Public di Pasar Modal Indonesia*, Universitas Diponegoro, Semarang
- Miller, M. H. dan F. Modigliani (1961) *Dividend Policy, Growth And The Valuation Of Shares*. *J Bus*, 34, 411- 33.
- Mulyati, Sri (2003), *Reaksi Harga Saham Terhadap Perubahan Dividen Tunai dan Dividend Yield Di Bursa Efek Jakarta*, *Jurnal Siasat Bisnis*, No. 8, Vol.2, Desember
- Nurhidayati. (2006). Skripsi : *Analisis Faktor – Faktor Yang Mempengaruhi Dividen Kas di Bursa Efek Jakarta*, Universitas Islam Indonesia, Yogyakarta
- Putri, Imanda Fitrianty dan Mohamad Nasir (2006) *Analisis Persamaan Simultan Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Resiko, Kebijakan Hutang dan Kebijakan Dividen Dalam Perspektif Teori Keagenan*, Simposium Nasional Akuntansi 9 Padang
- Rachmad, Anggie Noor (2013), Skripsi : *Pengaruh Struktur Kepemilikan, Leverage, dan Return On Asset Terhadap Kebijakan Dividen Studi Empiris pada Perusahaan Non Keuangan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia*, Universitas Diponegoro, Semarang



Rozeff, M. S. (1982), *Growth, Beta, and Agency Costs as Determinants of Dividend Payout Ratios*, Journal of Financial Research, Vol. 5: pp. 249-259

Taswan dan Soliha, Euis (2002), *Pengaruh Kebijakan Hutang Terhadap Nilai Perusahaan Serta Beberapa Faktor Yang Mempengaruhinya*, Jurnal Manajemen, Vol.8, No.2

Wang, George Yungchih (2010), *The Impacts of Free Cash Flows and Agency Costs on Firm Performance*, Journal Service Science and Management, No 3, pp. 408-418

Wijaya, Chandra (2000), Tesis : *Pengaruh Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan Di Indonesia : Pengujian Empiris Berdasarkan Capm Pada Perusahaan Yang Telah Go Public Di Bursa Efek Jakarta*, Institut Teknologi Bandung, Bandung

Xiao, Sheng dan Shan Zhao (2011), *How do Agency Problems Affect Firm Value?--Evidence From China*, JEL classification : G32, G

Purwanti, Yeti (2011), Skripsi : *Pengaruh Kebijakan Dividen dan Leverage Terhadap Nilai Perusahaan Pada Perusahaan Manufaktur Di Bursa Efek Indonesia*, Fakultas Ekonomi STIE Perbanas, Surabaya