



Pengaruh Investment Opportunity Set Dan Biaya Agency Terhadap Kebijakan Dividen Dengan Posisi Kas Sebagai Varibel Pemoderasi (Studi Pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia)

Laila Wardani*, Muhammad Ahyar, Iwan Kusuma Negara
Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Mataram, Indonesia.

Kata Kunci

Kata kunci: investment opportunity set, biaya agensi, kebijakan dividen dan posisi kas.

Abstrak

Tujuan dari penelitian ini adalah untuk mengetahui pengaruh investment opportunity set yang diprosikan dengan market to book value of equity ratio (MVE), ratio of property plant and equipment to firm value (PPE) dan price earnings ratio (PER) dan biaya agency yang diprosikan dengan kepemilikan institusional terhadap kebijakan dividen dengan posisi kas sebagai variabel pemoderasi. Jenis penelitian adalah penelitian kuantitatif. Metode pengumpulan data adalah sampel survey. Teknik pengumpulan data adalah studi dokumentasi. Jumlah sampel yang digunakan adalah 10 perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI. Teknik pengambilan sampel dengan metode purposive sampling. Alat analisis menggunakan regresi berganda. Hasil penelitian menunjukkan market to book value of equity ratio (MVE) dan ratio of property plant and equipment to firm value (PPE) berpengaruh signifikan terhadap dividend payout ratio. Sedangkan price earnings ratio dan kepemilikan institusi tidak berpengaruh signifikan terhadap dividend payout ratio. Kemudian posisi kas dapat memoderasi pengaruh ratio of property plant and equipment to firm value (PPE) dan price earnings ratio terhadap dividend payout ratio. Posisi kas tidak dapat memoderasi pengaruh market to book value of equity ratio (MVE) dan kepemilikan institusi terhadap dividend payout ratio.

Keywords

Keywords: investment opportunity set, cost agency, dividend policy and the cash position

Abstract

The research aims is to acknowledge the influence of opportunity set which is represented by market to book value of equity ratio (MVE) ratio of property plant and equipment to firm value (PPE) and price earning ratio (PER) and agency cost which represented by the ownership of institutional on dividend policy with the cash position as moderating variable, this is a quantitative research data collecting method use sample survey while data collecting technique done by documentation, number of sample is taken from ten manufacture companies which listed at BEI and analysis device is conducted trough multiple regression. Research result shows that market to book value of equity ratio (MVE) and ratio of property plant and equipment to firm value (PPE) have significant influence on dividend payout ratio while price earnings ratio and the ownership of institutional have no significant influence on dividend payout ratio, later the cash position could moderate the influence of ratio of property plant and equipment to firm value (PPE) and price earning ratio (PER) on dividend payout ratio, the cash position could not moderate the influence of market to book value of equity ratio (MVE) and the ownership of institutional on dividend payout ratio.

*Corresponding Author: **Laila Wardani**, Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Mataram, Indonesia;
Email: elawardani.mtr@gmail.com

PENDAHULUAN

Kebijakan dividen merupakan salah satu dari tiga kebijakan yang digunakan oleh manajer keuangan untuk meningkatkan nilai perusahaan. Kebijakan dividen adalah keputusan apakah laba yang diperoleh akan dibagikan kepada pemegang saham sebagai dividen atau akan ditahan dalam bentuk laba ditahan guna pembiayaan investasi dimasa datang (Sartono, 2001).

Setiap perubahan dalam kebijakan pembayaran dividen akan memiliki dua dampak yang berlawanan. Apabila dividen akan dibayarkan semua, maka cadangan laba tidak dapat terpenuhi, sebaliknya bila laba akan ditahan semua, maka kepentingan pemegang saham atas uang tunai tidak dapat terpenuhi (Brigham dan Gapenski, 1996). Untuk menjaga kepentingan tersebut, manajer keuangan harus menempuh kebijakan dividen yang optimal. Teori kebijakan dividen yang optimal diartikan sebagai rasio pembayaran dividen yang ditetapkan dengan memperhatikan kesempatan untuk menginvestasikan dana serta berbagai preferensi yang dimiliki investor mengenai dividen daripada *capital gain*. Kebijakan dividen tersebut juga dipandang untuk menciptakan keseimbangan diantara dividen saat ini dan pertumbuhan dimasa mendatang sehingga memaksimalkan harga saham (Chimm, 1998 dalam Fariyana, 2003). Besar kecilnya dividen yang dibagikan dilihat dari peluang pertumbuhan investasi di masa yang akan datang.

Investment Opportunity Set (IOS) merupakan kombinasi antara aktiva riil yang dimiliki (*assets in place*) dengan opsi investasi di masa yang akan datang yang mempunyai *Net present Value (NPV)* positif, dan akan mempengaruhi nilai suatu perusahaan (Myers, 1977). Perusahaan terdiri dari nilai dari aset yang dimiliki dan opsi investasi dimasa yang akan datang atau peluang investasinya. Proporsi yang lebih rendah dari nilai perusahaan dipresentasikan pada aktiva riil yang dimiliki dan lebih tinggi pada peluang pertumbuhan. Artinya kesempatan investasi berkaitan dengan keputusan perusahaan dalam hal pengalokasian dana. Apabila tidak ada peluang investasi yang menguntungkan maka kecenderungan perusahaan membagikan laba dalam bentuk dividen, dan sebaliknya apabila terdapat kesempatan investasi, maka perusahaan akan meningkatkan *retained earnings*. Kesempatan investasi diproksikan berdasarkan harga (*price base proxies*), berdasarkan investasi (*investment base proxies*) dan berdasarkan pengukuran varians (*variance measures*) (Kallapur, 2001).

Penelitian tentang pengaruh kesempatan investasi terhadap kebijakan dividen sudah banyak dilakukan sebelumnya. Abor (2010) menemukan pengaruh signifikan yang negatif antara kesempatan investasi terhadap kebijakan dividen. Smith dan Watts (1992) dalam Abor (2010) berpendapat bahwa

perusahaan dengan peluang investasi yang tinggi lebih menyukai kebijakan pembayaran dividen yang rendah, begitu juga Jones (2001) dalam David dan Christian (2009) menemukan hubungan yang negatif antara opsi pertumbuhan dengan kebijakan dividen. Temuan yang bertolak belakang dihasilkan oleh Aivazian dan Booth (2003) dalam Abor (2010) dengan menggunakan rasio *market to book ratio* sebagai proksi dari *investment opportunity set*, menghasilkan hubungan yang positif antara rasio *market to book* dan pembayaran dividen, harapannya bahwa perusahaan-perusahaan dengan peluang investasi yang lebih tinggi akan membayar dividen yang lebih tinggi.

Gitman (2000), menyatakan biaya-biaya keagenan adalah biaya-biaya yang ditanggung para pemegang saham untuk mencegah atau meminimalkan masalah-masalah keagenan dan untuk memaksimalkan kekayaan pemegang saham. Adanya biaya-biaya yang akan dikeluarkan oleh pemegang saham sebagai biaya-biaya keagenan akan menurunkan laba sehingga mengurangi pembayaran dividen yang diterima oleh pemegang saham. Bathala et al (1994) menjelaskan kepemilikan saham oleh institusi dapat berperan sebagai agen monitoring yang efektif untuk mengurangi masalah keagenan karena mereka dapat mengendalikan perilaku *opportunistic* manajer dan memungkinkan perusahaan untuk menggunakan tingkat hutang yang optimal, dan ini akan berpengaruh pada pembayaran dividen.

Jensen dan Meckling (1976) menyatakan bahwa kegiatan pengawasan eksternal (eksternal monitoring) sangat penting sebagai unsur pengawas ketika terjadi konflik keagenan. Dalam hal ini *institutional ownership* berperan sebagai eksternal monitoring. D'Souza (1999) menemukan bahwa adanya pengaruh yang negatif signifikan antara biaya keagenan yang diproksikan dengan kepemilikan institusional dengan rasio pembayaran dividen. Penelitian dari Sutanto (2002) dalam Fariyana (2003) menemukan biaya keagenan yang diproksikan dengan kepemilikan institusional berpengaruh positif dan signifikan terhadap rasio pembayaran dividen. Sedangkan Fariyana, (2003) menemukan hasil yang berbeda, dimana variabel biaya keagenan yang diproksikan dengan kepemilikan institusional berhubungan negatif dan tidak signifikan terhadap kebijakan dividen.

Penelitian ini dimaksudkan untuk menguji pengaruh *investment opportunity set* yang diproksikan dengan *market to book value of equity (MVE)*, *ratio of property plant and equipment to firm value (PPE)* dan *price earning ratio (PER)* dan biaya agensi yang diproksikan oleh kepemilikan institusi terhadap kebijakan dividen dengan posisi kas sebagai variabel moderasi pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Selanjutnya penelitian ini didesain untuk membuka peluang investasi dengan memperhatikan variabel-variabel yang membentuk set

kesempatan investasi serta biaya agensi dengan memfokuskan pada kebijakan dividen, yang merupakan salah satu daya tarik bagi investor untuk berinvestasi mengingat kondisi pandemi saat ini menyebabkan para investor kurang berminat dalam berinvestasi.

Permasalahan Penelitian

1. Apakah *market to book value of equity ratio* (MVE) berpengaruh secara signifikan terhadap *dividen payout ratio* pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI?
2. Apakah *ratio of property plant and equipment to firm value* (PPE) berpengaruh secara signifikan terhadap *dividen payout ratio* pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI?
3. Apakah *price to earning ratio* (PER) berpengaruh secara signifikan terhadap *dividen payout ratio* pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI?
4. Apakah biaya agensi yang diprosikan dengan kepemilikan institusional berpengaruh secara signifikan terhadap *dividen payout ratio* pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI?
5. Apakah posisi kas memoderasi pengaruh *market to book value of equity ratio* (MVE) terhadap *dividen payout ratio* pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI?
6. Apakah posisi kas memoderasi pengaruh *ratio of property plant and equipment to firm value* terhadap *dividen payout ratio* pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI?
7. Apakah posisi kas memoderasi pengaruh *price to earning ratio* (PER) terhadap kebijakan dividen pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI?
8. Apakah posisi kas memoderasi pengaruh biaya agensi terhadap *dividen payout ratio* pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI?

Tujuan Penelitian

1. Untuk menganalisis pengaruh *investment opportunity set* yang diprosikan dengan *market to book value of equity ratio* (MVE), *ratio of property plant and equipment to firm value* (PPE) dan *price to earning ratio* (PER) berpengaruh secara signifikan terhadap *dividen payout ratio* pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI.
2. Untuk menganalisis pengaruh biaya agensi yang diprosikan dengan kepemilikan institusional terhadap *dividen payout ratio* pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI.
3. Untuk menganalisis apakah posisi kas memoderasi pengaruh *investment opportunity set* yang diprosikan dengan *market to book value of equity*

ratio (MVE), *ratio of property plant and equipment to firm value* (PPE) dan *price to earning ratio* (PER) terhadap *dividen payout ratio* pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI.

4. Untuk menganalisis apakah posisi kas memoderasi pengaruh biaya agensi terhadap *dividen payout ratio* pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI.

KAJIAN PUSTAKA

Kebijakan Dividen

Brigham dan Gapenski (1996) menyatakan bahwa setiap perubahan dalam kebijakan dividen akan memiliki dua dampak yang berlawanan. Apabila dividen akan dibayarkan semua, kepentingan cadangan akan terabaikan sebaliknya apabila laba akan ditahan semua, maka kepentingan pemegang saham akan uang kas terabaikan. Untuk menjaga kedua kepentingan, manajer keuangan dapat menempuh kebijakan dividen yang optimal.

Husnan (1988) menjelaskan teori kebijakan dividen yang optimal diartikan sebagai rasio pembayaran dividen yang ditetapkan dengan memperhatikan kesempatan untuk menginvestasikan dana serta berbagai preferensi yang dimiliki para investor mengenai dividen daripada *capital gain*.

Modigliani dan Miller (MM) berpendapat bahwa didalam kondisi bahwa keputusan investasi yang given, pembayaran dividen tidak berpengaruh terhadap kemakmuran pemegang saham. Lebih lanjut MM berpendapat bahwa nilai perusahaan ditentukan oleh *earning power* dari asset perusahaan. Dengan demikian nilai perusahaan ditentukan oleh keputusan investasi.

Sementara itu Myron Gordon dan John Lintner berpendapat bahwa *cost of equity* akan meningkat sebagai akibat penurunan pembayaran dividen. Investor lebih merasa aman untuk memperoleh pendapatan berupa pembayaran dividen daripada *capital gain*. Gordon-Lintner berpendapat investor memandang satu burung ditangan lebih berharga daripada seribu burung diudara. Pendapat ini diberinama *the-bird-in-the hand fallacy*. Sementara itu MM berpendapat bahwa tidak semua investor berkeinginan untuk menginvestasikan kembali dividen mereka di perusahaan yang sama atau sejenis yang memiliki resiko yang sama, oleh sebab itu tingkat resiko pendapatan mereka dimasa datang bukannya ditentukan oleh kebijakan dividen, tetapi ditentukan oleh tingkat resiko investasi baru.

Investment Opportunity Set

Set kesempatan investasi (*Investment Opportunity Set*) merupakan kombinasi antara aktiva riil yang dimiliki (*assets in place*) dengan opsi investasi di masa yang akan datang yang mempunyai Net Present Value (NPV) positif, dan akan mempengaruhi nilai suatu perusahaan (Myers,1977 dalam David,2009). Peluang

investasi tersedia untuk perusahaan yang merupakan komponen penting nilai pasar. *Investment Opportunity Set* mempengaruhi jalannya perusahaan yang digambarkan oleh manajer, pemilik, investor dan kreditor (Kallapur dan Trombley, 2001). Penelitian yang sekarang menjelaskan hubungan antara *investment opportunity set* dan kebijakan perusahaan termasuk kebijakan pendanaan, dividen dan kompensasi (Kallapur dan Trombley, 1999 dalam Abor, 2010).

Peluang pertumbuhan juga diproksikan dari nilai perusahaan yang dihitung dalam aktiva riil yang dimiliki (bangunan, peralatan dan asset nyata lainnya), dan bagian perusahaan yang lebih rendah direpresentasikan oleh aktiva riil yang dimiliki dan yang lebih tinggi menggunakan kesempatan pertumbuhan (Gul dan Kealey, 1999 dalam Abor, 2010). Kallapur dan Trombley, 2001 berharap bahwa *investment opportunity set* suatu negara adalah penganggaran modal baru yang dibuat untuk memperkenalkan produk baru atau memperluas produk dari produk yang sudah ada. Ini termasuk opsi untuk mengurangi biaya-biaya selama restrukturisasi. Kesempatan investasi diukur berbagai cara oleh banyak penulis. Salah satunya termasuk *market to book value of equity* (Collins dan Kothari, 1989; Chung dan Charoenwong, 1991), *book market to value assets* (Smith dan Watts, 1992) dan *Tobin's q* (Skinner, 1993).

Beberapa literatur mendukung hubungan antara *investment opportunity set* dengan kebijakan dividen. Smith dan Watts (1992) berpendapat bahwa perusahaan dengan set kesempatan investasi yang tinggi lebih menyukai kebijakan dividen yang lebih rendah. Jones (2001) menemukan bahwa pertumbuhan perusahaan yang tinggi berpengaruh secara signifikan dengan pembagian dividen yang rendah. Abbott (2001) mengemukakan bahwa perusahaan-perusahaan yang *investment opportunity set* meningkat (menurun) umumnya mengurangi (meningkatkan) kebijakan pembayaran dividennya. Dengan menggunakan *market to book ratio* sebagai proksi dari *investment opportunity set*, Aivazian dan Booth (2003) menemukan hubungan positif antara *market to book value ratio* dan pembayaran dividen, harapannya bahwa perusahaan-perusahaan dengan kesempatan investasi yang lebih tinggi membayar dividen yang lebih tinggi.

Pertumbuhan (*growth*) perusahaan merupakan salah satu proksi dari kesempatan investasi (*investment opportunity set*). Pertumbuhan perusahaan dapat didefinisikan sebagai suatu peningkatan yang terjadi pada suatu perusahaan, dimana tingkat pertumbuhan ini dapat diukur dengan berdasarkan pertumbuhan aktiva atau berdasarkan pertumbuhan penjualan. Jika semakin tinggi tingkat pertumbuhan perusahaan, semakin besar kebutuhan

dana dimasa medatang, semakin mungkin perusahaan menahan pendapatan, bukan membayarkan sebagai dividen. Karena itu potensi pertumbuhan perusahaan menjadi faktor penting yang menentukan kebijakan dividen (Subeekti dan Wijaya, 2001 dalam Fariyana, 2003).

Proksi *investment opportunity set* yang telah digunakan oleh para peneliti secara umum dapat diklasifikasikan menjadi 3 jenis utama (Gaver dan Gaver, 1993; Jones dan Sharma, 2001; Kallapur dan Trombley, 2001; Al Najjar dan Belkaoui, 2001 dan Mira, Chee dan Yew, 2002). Ketiga jenis proksi tersebut adalah: (1) proksi berdasarkan harga (*price base proxies*), (2) proksi berdasarkan investasi (*investment base proxies*) dan (3) proksi berdasarkan pengukuran varians (*variance measures*).

Proksi yang berdasarkan harga merupakan proksi yang menyatakan bahwa prospek pertumbuhan perusahaan sebagian dinyatakan dalam harga pasar. *Investment opportunity set* (Kesempatan investasi) yang didasari pada harga akan berbentuk suatu rasio sebagai suatu ukuran aktiva yang dimiliki dan nilai pasar perusahaan. Rasio yang berkaitan dengan proksi harga adalah *market to book value of equity*; *book to market value of asset*, *Tobin's Q*; *earning to price ratio of property, plant and equipment to firm value*; *ratio of depreciation to firm value* dan *market value of equity plus book value of debt*.

Proksi berdasarkan investasi menunjukkan tingkat aktivitas investasi yang tinggi dan berkaitan secara positif dengan nilai *investment opportunity set* (IOS) suatu perusahaan (Kallapur dan Trombley, 1999). Perusahaan yang memiliki IOS yang tinggi seharusnya juga memiliki suatu tingkatan investasi yang tinggi pula dalam bentuk aktiva yang ditempatkan atau yang diinvestasikan dalam bentuk aktiva tetap atau suatu hasil operasi yang diproduksi dari aktiva yang telah diinvestasikan. Rasio yang berkaitan dengan proksi investasi adalah: *ratio capital expenditure to book value of assets*; *ratio of capital expenditure to market value of assets*; *investment to net sales ratio*; *the ratio of R & D expense to sales*; *ratio of capital additions to firm value*; *investment intensity*; *ratio capital addition to assets book value*; *investment to earning ratio*; *log of firm value*; *ratio of R & D expense to firm value* dan *R&D investment*.

Proksi berdasarkan pengukuran varians mengungkapkan suatu opsi akan menjadi lebih bernilai jika menggunakan variabilitas ukuran untuk memperkirakan besarnya opsi yang tumbuh seperti variabilitas return yang mendasari peningkatan aktiva. Ukuran yang digunakan adalah: *variance of total returns*, *market model beta* dan *the variance of asset deflated sales*.

Teori Keagenan

Jensen dan Meckling (1976) adalah orang pertama yang memasukkan unsur manusia dalam model yang terpadu tentang perilaku perusahaan. Hubungan keagenan atau *agency relationship*, muncul ketika satu atau lebih individu (majikan) menguji individu lain (agen atau karyawan) untuk bertindak atas namanya, mendelegasikan kekuasaan untuk membuat keputusan kepada agen atau karyawannya. Untuk meyakinkan bahwa manajer bekerja sungguh-sungguh untuk kepentingan pemegang saham, pemegang saham harus mengeluarkan biaya yang disebut dengan *agency cost* yang meliputi antara lain: pengeluaran untuk memonitor kegiatan manajer, pengeluaran untuk membuat suatu struktur organisasi yang meminimalkan tindakan-tindakan manajer yang tidak diinginkan serta *opportunity cost* yang timbul akibat kondisi dimana manajer tidak dapat segera mengambil keputusan tanpa persetujuan pemegang saham.

Crutchley dan Hansen (1989), menyatakan bahwa dalam, konteks teori keagenan ada tiga cara yang relevan untuk mengurangi biaya keagenan yaitu (1) biaya keagenan dapat dikurangi dengan meningkatkan kepemilikan saham biasa manajer dalam perusahaan, yang lebih baik mensejajarkan kepentingannya dengan kepentingan *stockholder* (Jensen dan Meckling, 1976). (2) biaya keagenan dapat dikurangi dengan cara meningkatkan *dividen* (Rozeff 1982, Easterbrook 1984), dan (3) biaya keagenan dapat dikurangi dengan menggunakan *debt financing* (Jensen dan Meckling, 1976).

Bathala, et al (1994) dalam studinya mengatakan bahwa kepemilikan institusional merupakan suatu agen monitoring (pengawasan) yang berperan aktif dalam melindungi kepentingan investasinya dalam perusahaan dan untuk mengurangi konflik keagenan, karena mereka dapat mengendalikan perilaku *opportunistic* manajer dan sekaligus memungkinkan perusahaan untuk menggunakan tingkat hutang secara optimal.

Jensen dan Meckling (1976) menyatakan bahwa kegiatan pengamatan eksternal (*external monitoring*) sangat penting sebagai unsur pengawas ketika terjadi konflik keagenan. Pengamat eksternal ini meliputi analis sekuritas, perusahaan broker, investor institusi besar (*security analysts, brokerage firms and large institutional investor*). Pengamat internal (*internal monitoring*) dapat dilakukan dengan meningkatkan prosentase kepemilikan investor institusional (Fama dan Jensen, 1983 dalam Fariyana, 2003). Dengan adanya pengawasan yang lebih ketat, maka laba yang diperoleh perusahaan akan lebih banyak dibagi sebagai *dividen*, bukan sebagai laba ditahan. Ini dilakukan untuk mengurangi aliran kas bebas yang sering dipergunakan oleh manajer untuk

melakukan investasi yang tidak berguna bagi pemegang saham.

Hipotesis

Berdasarkan penjelasan teori dan hasil riset sebelumnya, maka dapat dikembangkan hipotesa sebagai berikut:

1. *Market to book value of equity ratio* (MVE) berpengaruh secara signifikan terhadap *dividen payout ratio* pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI.
2. *Ratio of property plant and equipment to firm value* (PPE) berpengaruh secara signifikan terhadap *dividen payout ratio* pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI.
3. *Price to earning ratio* (PER) berpengaruh secara signifikan terhadap *dividen payout ratio* pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI.
4. Biaya agensi yang diprosikan dengan kepemilikan institusional berpengaruh secara signifikan terhadap *dividen payout ratio* pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI.
5. Posisi kas memoderasi pengaruh *market to book value of equity ratio* (MVE) terhadap *dividen payout ratio* pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI.
6. Posisi kas memoderasi pengaruh *ratio of property plant and equipment to firm value* terhadap *dividen payout ratio* pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI.
7. Posisi kas memoderasi pengaruh *price to earning ratio* (PER) terhadap kebijakan *dividen* pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI.
8. Posisi kas memoderasi pengaruh biaya agensi terhadap *dividen payout ratio* pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI.

METODOLOGI PENELITIAN

Jenis penelitian

Dilihat dari segi pendekatan yang digunakan, maka penelitian ini merupakan penelitian kuantitatif. Dilihat dari permasalahannya dan tujuan penelitian maka penelitian ini adalah penelitian kausal asosiatif.

Populasi dan sampel penelitian

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dari tahun 2015 – 2019. Pengambilan sampel adalah dengan metode *purposive sampling* dengan kriteria:

1. Merupakan perusahaan yang termasuk ke dalam sektor manufaktur dari tahun 2015 -2019
2. Memiliki laporan keuangan yang lengkap dari tahun 2015 – 2019.

3. Perusahaan membagikan dividen secara berturut-turut dari tahun 2015 – 2019. Dari keseluruhan kriteria pemilihan sampel, ada 10 perusahaan yang masuk dalam sampel, yaitu perusahaan Astra Otoparts Tbk, Sepatu Bata Tbk, Indo Kordsa Tbk, Indofood CBP Sukses Makmur Tbk, Indofood Sukses Makmur Tbk, Multi Bintang Indonesia Tbk, Industri Jamu dan Farmasi Sido Muncul Tbk, Selamat Sempurna Tbk, Surya Toto Indonesia Tbk dan Unilever Indonesia Tbk.

Metode dan Teknik Pengumpulan Data

Metode pengumpulan data yang dipergunakan adalah sampel survey. Tehnik pengumpulan data yang digunakan adalah studi dokumentasi. Dokumen yang digunakan adalah laporan keuangan perusahaan yang terdaftar di BEI tahun 2015-2019.

Data dan Sumber Data

Data yang dibutuhkan dalam penelitian ini adalah:

1. *Investment Opportunity Set (Market to book value of equity, ratio of property, plant and equipment to firm value dan price to earning ratio).*
2. Biaya agensi (kepemilikan institusional)
3. Kebijakan dividen (*dividend payout ratio*)
4. Posisi kas (*cash position*)

Sumber Data

Data yang digunakan adalah data sekunder yang diperoleh dari laporan Keuangan Perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dari tahun 2015 – 2019 melalui situs www.idx.go.id.

Variabel bebas dalam penelitian ini adalah *investment opprtunity set* yang diproksikan dengan *market to book value of equity (MVE)*, *ratio of property, plant and equipment to firm value (PPE)* dan *price to earning ratio (PER)* dan biaya agensi yang diproksikan oleh kepemilikan institusional.

Masing-masing variabel dihitung sebagai berikut:

$$MVE = \frac{\text{(jumlah saham beredar} \times \text{harga penutupan saham)}}{\text{total ekuitas}}$$

$$PPE = \frac{\text{Nilai buku aktiva tetap}}{\text{Nilai Buku total aktiva}}$$

$$PER = \frac{\text{harga penutupan saham}}{\text{laba perlembar saham}}$$

$$\text{Kepemilikan institusional (INSH)} = \frac{\text{Sinst}}{S}$$

Variabel terikat

Variabel terikat adalah kebijakan dividen, yang diproksikan dengan *dividen payout ratio (DPR)*, dengan rumus sebagai berikut:

$$DPR = \frac{\text{dividen per lembar saham}}{\text{earning per lembar saham}}$$

Variabel Pemoderasi

Variabel pemoderasi adalah posisi kas (*cash position*) yang dihitung berdasarkan perbandingan antara saldo posisi kas akhir tahun dengan *earnings after tax (EAT)* (Chimm, 1998 dalam Fariyana,2003). Secara sistematis dirumuskan sebagai berikut:

$$CP = \frac{\text{kas akhir tahun}}{EAT}$$

Model Empiris

Metode yang digunakan dalam pengujian hipotesa pada penelitian ini adalah analisis regresi berganda.

Persamaan regresinya sebagai berikut:

$$DPR = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \beta_4 X_4 + \beta_6 (X_5 * X_1) + \beta_7 (X_5 * X_2) + \beta_8 (X_5 * X_3) + \beta_9 (X_5 * X_4) + e$$

Dimana :

DPR = *Dividend Payout Ratio*

β_i = Koefisien regresi i

X1 = *Market to book value of equity (MVE)*

X2 = *Ratio of property, plant and equipment to firm value (PPE)*

X3 = *Price to earnings ratio (PER)*

X4 = *Kepemilikan institusional*

X5 = *Posisi kas*

X5*X1 = *Interaksi market to book value of equity (MVE) dengan posisi kas*

X5*X2 = *Interaksi ratio PPE dengan posisi kas*

X5*X3 = *Interaksi ratio PER dengan posisi kas*

X5*X4 = *Interaksi kepemilikan institusi dengan posisi kas.*

e = *Error term*

Prosedur Analisis

Teknik analisis data dilakukan dengan menggunakan regresi dengan program SPSS. Pengujian dalam penelitian ini dilakukan setelah melalui pengujian asumsi klasik. Data yang akan dianalisis adalah data perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dari tahun 2015 – 2019.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Uji Normalitas

Tabel dibawah ini menunjukkan uji Normalitas:
 One-sample Kolmogorov-Smirnov Test

		Unstandardized residual
N		47
Normal Parameters	Mean	,0000000
	Std. Deviation	2694,58408314
Most extreme Differences	Absolute	,056
	Positive	,056
	Negative	-,055
	Test Statistic	,056
Asymp.Sig.(2-tailed)		,200

Sumber: Data primer diolah.

Dari tabel terlihat nilai asymp.Sig.(2-tailed) lebih besar dari 0,05 maka data berdistribusi normal.

Pengujian Asumsi Klasik

Autokorelasi

Untuk mendeteksi adanya autokorelasi menggunakan uji Durbin Watson . Angka D-W diantara -2 sampai +2 berarti tidak ada autokorelasi. Berdasarkan perhitungan D-W diperoleh 1,689 sehingga tidak ada autokorelasi.

Berikut tabel hasil perhitungan autokorelasi menggunakan uji Durbin Watson.

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std.Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,350	,123	,039	,90045868	1,689

- a. Predictors: (Constant), MVE, PPE, PER , INST
- b. Dependent variable : DPR

Sumber: Data primer diolah

Pengujian hipotesis

Berdasarkan perhitungan melalui analisis regresi yang mencakup variabel kebijakan dividen yang diproksikan dengan *dividen payout ratio* (DPR) sebagai variabel dependen sedangkan variabel independennya *investment opportunity cost* (IOS) yang diproksikan dengan *market to book value of equity* (MVE), *ratio of property, plant and equipment in firm value* (PPE) dan *price earning ratio* (PER) dan biaya agensi yang diproksikan dengan kepemilikan institusi serta posisi kas sebagai variabel moderasi .

Ringkasan hasil pengujian hipotesis

Untuk memudahkan dalam memberikan kesimpulan terhadap hasil penelitian ini disajikan ringkasan hasil pengujian untuk seluruh hipotesis pada tabel dibawah ini:

Tabel Ringkasan hasil pengujian hipotesis

Hipotesis	Tanda Prediksi	Koefisien Regresi	Keterangan (tingkat signifikansi)
H1 : Market to book value of equity (MVE) berpengaruh signifikan terhadap DPR	-	0,340	Signifikan (0,019)
H2 : Ratio of property plant and equipment to firm value (PPE) berpengaruh signifikan terhadap DPR	-	0,315	Signifikan (0,031)
H3 : Price earning Ratio (PER) berpengaruh signifikan terhadap DPR	-	0,286	Tidak signifikan (0,051)
H4 : Kepemilikan institusi (INST) berpengaruh signifikan terhadap DPR	+	0,170	Tidak signifikan (0,254)
H5 : Posisi kas memoderasi pengaruh MVE terhadap DPR	-	-,121	Tidak signifikan (0,418)
H6 : Posisi kas memoderasi pengaruh PPE terhadap DPR	-	-,311	Signifikan (0,033)
H7 : Posisi kas memoderasi pengaruh PER terhadap DPR	-	-,318	Signifikan (0,029)
H8: Posisi kas memoderasi pengaruh INST terhadap DPR	+	-,282	Tidak signifikan (0,055)

Sumber : Data primer diolah.

Pengaruh *market value of equity* (MVE) terhadap *dividen payout ratio* (DPR)

Berdasarkan tabel diatas , diperoleh hasil koefisien regresi sebesar 0,340 dengan tingkat signifikansi sebesar 0,019 yang lebih kecil dari 0,05 sehingga hipotesa pertama yang menyatakan *market to book value of equity* (MVE) berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen yang diproksikan dengan *dividen payout ratio* diterima. Hasil pengujian ini sejalan dengan penelitian yang sebelumnya dilakukan oleh AIVazian dan Booth (2003) dalam Abor (2010) yang menggunakan rasio *market to book ratio* sebagai proksi dari *investment opportunity set*, menghasilkan pengaruh positif dan signifikan antara rasio market to book value of equity terhadap pembayaran dividen.

Pengaruh *Ratio of property plant and equipment to firm value (PPE)* terhadap DPR

Berdasarkan tabel diatas, nilai signifikansi yang diperoleh sebesar 0,031 dengan koefisien regresi sebesar 0,315 hal ini menunjukkan bahwa *ratio property plant and equipment to firm value (PPE)* berpengaruh signifikan terhadap *dividen payout ratio (DPR)*. Hasil ini mendukung penelitian Gul dan Kealey (1999) dalam Abor (2010), yang mengemukakan bahwa peluang pertumbuhan juga diprosikan dari nilai perusahaan yang dihitung dalam aktiva riil yang dimiliki (bangunan, peralatan dan aset nyata lainnya), dan bagian perusahaan yang lebih rendah direpresentasikan oleh aktiva riil yang dimiliki dan yang lebih tinggi menggunakan kesempatan pertumbuhan. Hasil ini juga mendukung pengaruh IOS terhadap kebijakan dividen. Semakin tinggi PPE maka semakin rendah dividen payout rasionya. Abbot (2001) mengemukakan bahwa perusahaan-perusahaan yang *investment opportunity set* meningkat (menurun) umumnya mengurangi (meningkatkan) kebijakan pembayaran dividennya. Ratio PPE ini mengukur IOS berdasarkan harga yang merupakan proksi yang menyatakan bahwa prospek pertumbuhan perusahaan sebagian dinyatakan dalam harga pasar. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa perusahaan manufaktur yang ada di Bursa Efek Indonesia (BEI) memiliki peluang pertumbuhan yang tinggi yang tercermin dari aktiva riil yang dimiliki (bangunan, peralatan dan aset nyata lainnya) yang produktif. Semakin tinggi tingkat produktivitas aktivitya maka peluang untuk memperoleh return juga tinggi sehingga akan meningkatkan pembayaran dividen bagi pemegang saham. Rasio PPE merupakan ratio yang menunjukkan indikasi adanya investasi aktiva tetap yang produktif. Perusahaan yang mempunyai komposisi PPE yang besar dalam struktur aktiva dapat dipandang sebagai perusahaan berpotensi tumbuh tinggi di masa yang akan datang karena PPE bersifat produktif. Perusahaan yang memiliki IOS yang tinggi seharusnya juga memiliki suatu tingkatan investasi yang tinggi pula dalam bentuk aktiva yang ditempatkan atau diinvestasikan dalam bentuk aktiva tetap atau suatu hasil operasi yang diproduksi dari aktiva yang telah diinvestasikan (Kallapur dan Trombley, 1999).

Pengaruh *Price earning Ratio (PER)* terhadap *dividen payout ratio (DPR)*

Dari tabel diatas, diperoleh nilai signifikansi sebesar 0,051 lebih besar dari 0,05 dengan koefisien sebesar 0,286 artinya hipotesa yang ketiga ditolak. Koefisien yang positif menunjukkan kenaikan *price earnings ratio* akan meningkatkan *dividen payout ratio*. PER menunjukkan apresiasi atas kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba, sehingga semakin besar PER semakin besar pula kemungkinan perusahaan untuk

tumbuh. Pertumbuhan perusahaan yang tinggi menunjukkan kemampuan perusahaan untuk membagikan dividen yang lebih besar. Menurut Foster (1986) dalam Fariyana (2003), *price earning ratio* dapat merepresentasikan aliran laba masa depan. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian Fariyana (2003) dimana *price earnings ratio* tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen. Hal ini menunjukkan laba yang diperoleh lebih diutamakan untuk pendanaan internal atau untuk laba ditahan (*retained earning*) daripada untuk pembayaran dividen.

Pengaruh Kepemilikan institusi (INST) terhadap kebijakan dividen.

Berdasarkan tabel diatas diperoleh koefisien sebesar 0,170 dengan nilai signifikansi 0,254 yang lebih besar dari 0,05. Hasil tersebut menunjukkan bahwa kepemilikan instusional berhubungan positif dan tidak signifikan terhadap *dividen payout ratio*, dengan demikian hipotesa keempat ditolak. Hasil penelitian ini tidak sejalan dengan Bathala, et al (1994), Jensen dan Meckling (1976) yang mengatakan bahwa kepemilikan institusional merupakan suatu agen monitoring (pengawas) yang berperan aktif dalam melindungi kepentingan investasinya dalam perusahaan dan untuk mengurangi konflik keagenan. Dengan adanya pengawasan yang lebih ketat, maka laba yang diperoleh perusahaan akan lebih banyak dibagi sebagai dividen, bukan sebagai laba ditahan. Hal ini dilakukan untuk mengurangi aliran kas bebas yang sering dipergunakan oleh manajer untuk melakukan investasi yang tidak berguna bagi pemegang saham. Hasil penelitian ini sejalan dengan Fariyana (2003) dan Wardani (2004) yang menemukan bahwa kepemilikan institusi tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen.

Hasil ini menunjukkan bahwa kondisi manajemen dari perusahaan manufaktur di BEI masih didominasi pemilik didalam melakukan fungsi pengelolaannya. Dengan kata lain mayoritas struktur kepemilikan masih dimiliki oleh pemilik perusahaan dan manajer sehingga kepentingan mereka jauh lebih diutamakan daripada kepentingan orang luar. Pemegang saham dan manajer menganggap bahwa kepemilikan untuk institusi yang berlebihan dapat menyebabkan mereka tidak leluasa dalam menentukan kebijakan-kebijakan perusahaan terutama yang berkaitan dengan maksimisasi kekayaan pribadi (Sharasanti, 2000). Selain itu, umumnya institusi tersebut berafiliasi dengan perusahaan sehingga kepentingan instusi akan selaras dengan kepentingan perusahaan, hal ini dilihat dari posisi manajemen perusahaan masih merupakan kepanjangan tangan dari pemegang saham mayoritas yang masih dikendalikan dari kalangan keluarga melalui institusi yang berbadan hukum PT atau dengan membentuk perusahaan induk (holding company). Temuan ini sesuai dengan pendapat Claessens et., al

(2000) dalam Sudarma (2004) bahwa secara historik dan empirik perusahaan-perusahaan publik di Indonesia masih merupakan perusahaan keluarga dan sebelum go publik umumnya perusahaan melakukan restrukturisasi kepemilikan dengan membentuk perusahaan induk atau holding company untuk mengendalikan perusahaan yang go publik. Sehingga perusahaan-perusahaan publik di Indonesia umumnya masih dikendalikan oleh pemegang saham keluarga pendiri perusahaan melalui entitas *holding company*.

Pengaruh variabel *market to book value* (MVE) terhadap kebijakan dividen dengan posisi kas sebagai variabel moderasi.

Berdasarkan tabel 4.4. diatas menunjukkan koefisien interaksinya sebesar -0,121 dengan tingkat signifikansi 0,418 yang lebih besar dari 0,05. Hasil pengujian ini tidak mendukung hipotesis (hipotesis ditolak) yang berarti bahwa variabel posisi kas tidak berperan sebagai variabel moderasi antara MVE dengan kebijakan dividen.. Hasil ini sejalan dengan penelitian Fariyana (2003).

Pengaruh *plant and equipment to firm value* (PPE) terhadap kebijakan dividen dengan posisi kas sebagai variabel pemoderasi.

Berdasarkan tabel diatas menunjukkan koefisien interaksinya sebesar -0,311 dengan tingkat signifikansi 0,033 yang lebih kecil dari 0,05. Hasil ini menunjukkan bahwa posisi kas memoderasi pengaruh *plant and equipment to firm value* (PPE) terhadap *dividen payout ratio*. Hasil ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh Smith dan Watts (1992), Jones (2001), Amidu dan Abor (2006) dalam Abor (2010). Mereka mengemukakan bahwa perusahaan dengan kesempatan investasi yang tinggi lebih menyukai pembayaran dividen yang lebih rendah. Laba yang diperoleh dari operasional perusahaan lebih banyak digunakan kembali untuk membiaya investasi (reinvestasi) daripada dibagikan sebagai dividen. Hasil ini menunjukkan bahwa perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI mempunyai peluang pertumbuhan yang baik yang tercermin dari penggunaan aktiva yang produktif . Perusahaan yang mempunyai komposisi PPE yang besar dalam struktur aktiva dapat dipandang sebagai perusahaan berpotensi tumbuh tinggi di masa yang akan datang karena PPE bersifat produktif. Perusahaan yang memiliki IOS yang tinggi seharusnya juga memiliki suatu tingkatan investas yang tinggi pula dalam bentuk aktiva yang ditempatkan atau diinvestasikan dalam bentuk aktiva tetap atau suatu hasil operasi yang diproduksi dari aktiva yang telah diinvestasikan (Kallapur dan Trombley, 1999).

Pengaruh *price earning ratio* (PER) terhadap kebijakan dividen dengan posisi kas sebagai variabel moderasi.

Berdasarkan tabel diatas menunjukkan koefisien interaksinya sebesar -0,318 dengan tingkat signifikan 0,029 yang lebih kecil dari 0,05. Hal ini menunjukkan interaksi antara posisi kas dengan *price earnings ratio* (PER) signifikan terhadap *dividen payout ratio*. Artinya posisi kas dapat memoderasi pengaruh *price earning ratio* terhadap *dividen payout ratio*. Berarti hipotesa ketujuh diterima. Hasil ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Gaver dan Gaver (1993) , Collins et al ,(1996) dalam Abor (2010), yang mengemukakan bahwa kesempatan investasi yang tinggi berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan dividen. PER adalah nilai harga per lembar saham atau rasio harga pasar saham terhadap *earnings*. Rasio ini menunjukkan seberapa besar investor menilai harga saham terhadap kelipatan *earnings*. Hasil ini menunjukkan bahwa para investor menilai harga saham terhadap *earnings* pada perusahaan manufaktur di BEI berpengaruh signifikan terhadap *dividen payout ratio*. Nilai PER yang kecil menunjukkan lama investasi akan kembali semakin cepat. Semakin cepat pengembalian investasi maka semakin berpeluang bagi perusahaan untuk mendapatkan return. Koefisien negatif menunjukkan PER yang rendah atau kecil akan meningkatkan *dividen payout ratio*. Sehingga dividen yang dibayarkan juga semakin tinggi.

Pengaruh kepemilikan institusi terhadap *dividen payout ratio* dengan posisi kas sebagai variabel moderasi.

Berdasarkan tabel diatas menunjukkan koefisien interaksinya sebesar -0,282 dengan tingkat signifikan 0,055 yang lebih besar dari 0,05. Hal ini menunjukkan interaksi antara posisi kas dengan kepemilikan institusi (INST) tidak signifikan terhadap *dividen payout ratio*. Artinya posisi kas tidak dapat memoderasi pengaruh kepemilikan institusi terhadap *dividen payout ratio*.

KESIMPULAN DAN SARAN

Kesimpulan

1. *Market to book value of Equity* (MVE) berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI tahun 2015–2019.
2. *Ratio of property plant and equipment to firm value* (PPE) berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2015–2019.
3. *Price earning ratio* (PER) tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI tahun 2015–2019.
4. Biaya agensi yang diprosikan dengan kepemilikan institusi tidak berpengaruh signifikan terhadap

kebijakan dividen pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2015–2019.

5. Posisi kas tidak dapat memoderasi pengaruh *market to book value of equity* terhadap kebijakan dividen pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI tahun 2015–2019.
6. Posisi kas memoderasi pengaruh *ratio of property plant and equipment to firm value* (PPE) terhadap kebijakan dividen pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2015–2019.
7. Posisi kas memoderasi pengaruh *price earning ratio* (PER) terhadap kebijakan dividen pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI tahun 2015–2019.
8. Posisi kas tidak dapat memoderasi pengaruh biaya agensi yang diproksikan dengan kepemilikan institusi terhadap kebijakan dividen pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2015–2019.

Saran

1. Perusahaan manufaktur hendaknya mempertahankan rasio *market to book equity*, karena rasio ini merupakan salah satu bagian dari rasio pertumbuhan, apabila rasio ini tinggi menunjukkan tingkat pertumbuhan perusahaan tinggi. Pertumbuhan perusahaan yang tinggi menunjukkan peluang investasi yang tinggi.
2. Kepemilikan institusi tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen, hal ini menunjukkan kurang berperannya institusi dalam mengurangi biaya agensi, sehingga diperlukan monitoring yang lebih kuat dari pihak institusi terhadap kebijakan manajer.
3. Obyek penelitian lebih diperluas tidak terbatas hanya untuk perusahaan manufaktur saja, untuk memperoleh sampel yang lebih besar dan hasil yang lebih akurat. Gunakan seluruh perusahaan yang terdaftar di BEI sebagai sampel.
4. Periode penelitian yang lebih panjang atau lebih dari lima tahun untuk memperoleh hasil yang lebih akurat.

DAFTAR PUSTAKA

- Abor, Joshua and Godfred A. Bokpin, 2010, Investment opportunities, corporate finance, and dividend payout policy, *Research paper*, Vol. 27 No. 3, 2010, pp 180 – 194.
- Bathala C.T., K.P. Moon, and R.P. Rao, 1994, Managerial Ownership, Debt Policy, and Institutional Holdings: An Agency Perspective, *Financial management Journal*, 23, pg. 38 -50.
- Brigham, E., dan Gapenski, 1996. *Intermediate Financial Management*. 8th edition. Harcourt Brace and Company International Edition.
- Crutchley, C., dan R. Hansen, 1989. A Test of Agency Theory of Managerial Ownership, Corporate leverage and Corporate Dividends, *Financial Management* (Winter), pp. 36-46
- D'Souza, 1999. Agency Cost, Market Risk, Investment Opportunity and Dividend Policy- An International Perspective. *Managerial Financial*. Vol. 25. No. 6. pp 35-41
- Fariyana, Kusumawati, 2003. Hubungan Biaya Keagenan, risiko pasar dan kesempatan Investasi dengan kebijakan Dividen: Posisi kas sebagai variabel pemoderasi, Tesis S2 Pasca Sarjana Studi Manajemen, Universitas Gajah Mada.
- Gitman, Lawrence. J., 2000. *Principles of Managerial Finance*, Ninth Edition, San Diego State University.
- Harmono, 2011. *Manajemen keuangan. Berbasis Balanced Scorecard. Pendekatan teori, Kasus dan Riset Bisnis*, Cetakan kedua, Bumi Aksara, Jakarta.
- Jensen, M.C., dan W.H. Meckling, 1976. Theory of The Firm. Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*, 3: 305-360
- Kallapur, Sanjay dan Mark A. Trombley, 2001. The Investment Opportunity Set: Determinants, Consequences and Measurement, *Managerial Finance*. 27 (3): 3-15
- Sharasanti, D A, 2002. Analisis Kebijakan Hutang dan Kepemilikan Saham oleh Manajer serta Pengaruh Penguasaan Saham oleh Investor Institusi: Suatu pendekatan Teori Agensi, Tesis S2 Pasca Sarjana Studi manajemen, Universitas Brawijaya.
- Sartono, Agus, 2001. *Manajemen Keuangan, Teori dan Aplikasi*, Edisi 4, BPFE, Yogyakarta.
- Sukardi, David dan Herdinata, Christian, 2009. *Manajemen Keuangan, Based on Empirical Research*, Edisi Pertama, Graha Ilmu, Yogyakarta.
- Sudarma, M, 2004. Pengaruh Struktur Kepemilikan Saham, Faktor Intern dan Faktor Ekstern Terhadap Struktur Modal dan Nilai Perusahaan (Studi pada Industri yang go publik di Bursa Efek Jakarta), Disertasi Program Pascasarjana Universitas Brawijaya.
- Wardani, Laila, 2004. Pengaruh Biaya Agency Terhadap Kebijakan Dividen Pada Perusahaan Manufaktur Yang Listed di Bursa Efek Jakarta, Tesis S2 Pasca sarjana Universitas Brawijaya.