

ANALISIS KOMPREHENSIF PENGARUH *FAMILY OWNERSHIP*, MASALAH KEAGENAN, KEBIJAKAN DIVIDEN, KEBIJAKAN HUTANG, CORPORATE GOVERNANCE DAN OPPORTUNITY GROWTH TERHADAP NILAI PERUSAHAAN

Ludwina Harahap

Ratna Wardhani

(Program Pascasarjana Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia)

ABSTRACT

This study try to explore as a comprehensive review how the agency problem triggered by the divergence of interests between the parties within the company which is finally affect the company's value. This study will examine the effect of ownership structure to *agency conflict* and how it relates to corporate policy especially firm's dividend policy and leverage. The study also look at the effects of the corporate policy on firm value and examine the role of *corporate governance* and growth opportunity in influencing the relationship between dividend policy and debt to increase firm value. Sample research 276 observations, taken with purposive sampling and used pooled regression method to analysis. The results shows that family ownership negatively affect agency conflicts and corporate governance practices. Furthermore, the existence of agency conflict will affect the dividend policy and debt, which is only dividend policy affects firm value. In this study also finds evidence that corporate governance may moderate the relationship between dividend policy and firm value. We can not prove the role of moderation of growth opportunity in increasing the value of the company.

Keyword: Agency conflict, dividend policy, debt, corporate governance, growth opportunity & the value of firm.

1. Pendahuluan

Pertumbuhan investasi yang berkembang pesat di Indonesia tentunya membawa dampak secara makro maupun mikro, terutama yang akan dirasakan oleh perusahaan. Salah satu contoh tersedianya banyak peluang bisnis yang dapat dimanfaatkan, hal ini membawa konsekuensi berupa kebutuhan pendanaan yang cukup besar. Pendanaan tersebut umumnya tidak cukup hanya bersumber dari *internal financing* saja, dibutuhkan juga *external financing*. Financing perusahaan dapat diperoleh dari menambah jumlah ekuitas atau menambah jumlah hutang. Tambahan kepemilikan saham berarti menambah jumlah pengendali perusahaan. Begitu pula tambahan hutang akan membawa konsekuensi terhadap *agency relationship* antara prinsipal, agen dan kreditur. Konflik antar pihak dalam perusahaan pun semakin besar. Nam (2006) mengatakan bahwa perusahaan yang memiliki *agency conflict* yang kecil cenderung mempunyai *value of firm* yang relatif tinggi. Hubungan keagenan menjadi kajian yang menarik untuk diteliti. Terlebih lagi hasil empiris menemukan bahwa masalah agensi sangat mempengaruhi keputusan dan kebijakan perusahaan dalam meningkatkan nilai perusahaan. Penelitian ini mencoba untuk menggali secara lebih mendalam tentang bagaimana permasalahan keagenan yang

dipicu oleh perbedaan kepentingan antara pemilik dengan agen akan berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Penelitian ini akan menguji pengaruh dari struktur kepemilikan terhadap konflik keagenan dan bagaimana dampaknya terhadap kebijakan yang diambil perusahaan terutama kebijakan dividen dan hutang. Dapat dikatakan bahwa kedua kebijakan tersebut merupakan kebijakan yang sarat dengan permasalahan keagenan. Penelitian ini akan melihat bagaimana dampak dari kebijakan tersebut terhadap nilai perusahaan. Selain itu, penelitian ini akan menguji peran moderasi dari *corporate governance* dan kesempatan pertumbuhan dalam melihat pengaruh kebijakan dividen dan *leverage* terhadap nilai perusahaan.

2. Landasan Teori dan Pengembangan Hipotesis

2.1 Struktur Kepemilikan

Struktur kepemilikan perusahaan juga dapat mempengaruhi masalah keagenan dalam suatu perusahaan. Ketika suatu perusahaan sebagian besar sahamnya dimiliki oleh keluarga, konflik keagenan antara pemilik perusahaan (prinsipal) dengan manajer (sebagai agen) masih jarang terjadi. Arifin (2003) menyatakan bahwa perusahaan yang sahamnya sebagian besar dimiliki oleh keluarga dapat mengurangi masalah agensi dibanding dengan perusahaan publik yang tidak memiliki pengendali utama. Rendahnya biaya agensi diharapkan akan meningkatkan nilai perusahaan. Di Indonesia sekitar 90 % perusahaan yang sahamnya dimiliki dan dikendalikan oleh satu keluarga (bukan perusahaan konglomerasi). Kondisi ini tidak beda jauh dengan di negara berkembang lainnya seperti Spanyol (La Porta, 1999). Ditinjau dari sudut teori keagenan, perusahaan dengan kepemilikan dan pengendalian keluarga yang tinggi relatif mempunyai kelebihan. Arifin (2003) mengatakan bahwa kelebihan bagi perusahaan yang dimiliki dan dikendalikan oleh keluarga adalah adanya kecenderungan untuk memiliki manajemen yang merupakan anggota dari keluarga, sehingga hal ini akan mengurangi konflik keagenan antara pemegang saham dengan manajemen, seperti yang biasa terjadi pada perusahaan yang terdapat pemisahan antara manajemen dengan pemilik. Dengan pola kepemilikan yang terkonsentrasi dan pemilik utama yang dominan adalah keluarga, masalah agensi yang mungkin timbul adalah konflik antara pemegang saham pengendali dengan pemegang saham minoritas.

2.2 Teori Keagenan

Timbulnya fenomena kepemilikan perusahaan yang semakin menyebar dan terjadinya diversifikasi penguasaan saham perusahaan mengakibatkan terpisahnya kepemilikan (*ownership*) dan pengelolaan perusahaan (manajemen). Pemisahan tersebut menimbulkan masalah karena terdapatnya dua kepentingan yaitu antara pemilik dan manajemen yang tidak selalu sejalan. Agen (pihak yang menerima tugas dan wewenang) tidak selalu bertindak sesuai keinginan prinsipal (pihak yang memberi wewenang) maka timbullah masalah keagenan (*agency problem*). Esensi dari teori keagenan adalah kontrak antara prinsipal dan agen, sehingga fokus utama dari teori ini adalah menentukan kontrak yang paling efisien antara prinsipal dan agen. Wewenang dan tanggungjawab *agent* maupun *principal* diatur dalam kontrak kerja atas persetujuan bersama.

Agency conflict yang terjadi antara prinsipal dan agen dapat mempengaruhi pengambilan keputusan tentang kebijakan dividen, dan keputusan pendanaan. *Agency relationship* terbentuk dari adanya kontrak antara prinsipal dan agen. Ketika kontrak dibuat tidak meng-*cover* seluruh dimensi dalam *agency relationship* tersebut (terjadi kontrak yang tidak efisien) maka akan timbul konflik keagenan. Ketidaksimetrisan informasi antara agen dan prinsipal merupakan salah satu contoh kontrak yang tidak efisien. Pihak agen mempunyai informasi yang lebih banyak dan privat yang dapat dimanfaatkan untuk kepentingan pribadi. Atau pihak prinsipal yang mempunyai kekuatan dan kekuasaan lebih besar dibanding agen dapat membuat keputusan yang berbenturan dengan kepentingan manajer. Konflik keagenan dalam perusahaan dapat mempengaruhi jalannya perusahaan dalam mencapai tujuannya yaitu memaksimalkan nilai perusahaan. Beberapa mekanisme pengawasan dapat dilakukan untuk mengharmonisasi hubungan antara agen dan prinsipal.

2.3. Mekanisme Bonding dan Monitoring

Menurut Jensen dan Meckling (1976) mekanisme *bonding* melalui kebijakan dividen, struktur kepemilikan, dan struktur hutang dapat digunakan untuk mengurangi *agency costs* yang timbul dari masalah keagenan (*agency conflict*). Crutchley dan Hansen (1989) mengatakan bahwa penggunaan hutang diharapkan dapat mengurangi konflik keagenan. Penambahan hutang dalam struktur modal dapat mengurangi penggunaan saham sehingga mengurangi biaya keagenan. Ketika berhutang, perusahaan memiliki kewajiban untuk mengembalikan pinjaman dan membayar beban bunga secara

periodik. Kondisi ini menyebabkan manajer harus bekerja keras untuk memenuhi kewajiban tersebut dengan cara meningkatkan laba. Namun, sebagai konsekuensi dari kebijakan ini, perusahaan menghadapi biaya keagenan hutang dan risiko kebangkrutan (Crutchley dan Hansen: 1989). Hal ini juga didukung oleh hasil Grossman dan Hart (1980), keberadaan kreditur dalam struktur modal merupakan salah satu alternatif mengurangi konflik keagenan. Keberadaan kreditur akan meningkatkan pengawasan dan membatasi ruang gerak manajemen. Keberadaan utang akan memaksa manajemen membatasi terjadinya *perks*, *perquisites* dan menjalankan perusahaan dengan lebih efisien karena adanya kemungkinan terjadi *financial distress* serta kehilangan kendali dan reputasi (Firth et al., 2002).

Lebih jauh dikatakan oleh Harris dan Raviv (1990) bahwa masalah agensi antara pemegang saham dan manajer tidak dapat diselesaikan hanya melalui kontrak berdasarkan aliran kas dan pengeksternalan investasi saja, tetapi dapat dikurangi dengan penerbitan hutang. Hutang digunakan sebagai alat pendisiplinan manajer agar bekerja lebih keras untuk membayar kembali hutang dan bunganya. Mekanisme bonding lainnya yaitu kebijakan dividen dapat digunakan sebagai pengurang masalah agensi antara manajer dan pemegang saham (Jensen dan Meckling, 1976). Pembayaran dividen dapat mengurangi *discretionary funds* yang tersedia bagi manajer, yang dapat digunakan untuk pengeluaran *perks*, *perquisite*, sehingga membantu mengatasi konflik antara manajer dan pemegang saham (Jensen and Meckling, 1976). Dengan menggunakan teori *signaling*, Easterbrook, 1984; Bhattacharya, 1979 menemukan hubungan antara *growth opportunities* dan kebijakan dividen. Hasil empiris menunjukkan perusahaan dengan *high quality* dipercaya mempunyai komitmen memberikan dividen yang tinggi sebagai sinyal kepada pasar (Easterbrook, 1984; Bhattacharya, 1979). Perusahaan yang memberikan dividen tinggi bertujuan untuk mengurangi kesenjangan informasi antara manajer dan investor, dan dividen tinggi dianggap berhubungan dengan kesempatan investasi yang tinggi. Jensen, 1996 juga memberikan penjelasan bahwa dividen merupakan *incentive roles* dipandang dari sudut *contracting cost*.

2.4. Corporate Governance

Permasalahan agensi muncul ketika kepengurusan suatu perusahaan terpisah dari kepemilikannya. *Corporate governance* adalah semua upaya untuk mencari cara terbaik dalam

menjalankan perusahaan, dimana kebijakan-kebijakan dan peraturan-peraturan yang ada dalam *corporate governance* dapat digunakan untuk mengontrol manajemen. Dengan melakukan pengawasan yang diarahkan pada perilaku manajer agar bisa dinilai apakah tindakannya bermanfaat bagi perusahaan (pemilik) atau bagi manajer sendiri. Secara umum implementasi *good corporate governance* dipercaya dapat meningkatkan kinerja atau nilai perusahaan (Siallagan, 2006). Kebijakan dividen dan hutang sebagai mekanisme pengawasan masalah agensi (Jensen & Meckling, 1976) dalam upaya untuk meningkatkan nilai perusahaan akan lebih kuat hasilnya ketika perusahaan menerapkan *good corporate governance*. Hal ini tercermin ketika manajer melakukan pengambilan keputusan atas kebijakan-kebijakan perusahaan seperti *leverage*, dividen, kompensasi dan lainnya, pihak manajer (agen) akan berusaha untuk *align* dengan tujuan prinsipal yaitu kemakmuran pemegang saham dan nilai perusahaan. Perilaku oportunistik agen dapat diminimalisasi dengan *good corporate governance*. Dengan mengurangi peluang bagi manajer untuk berperilaku menyimpang dan memperkaya diri sendiri diharapkan nilai perusahaan akan meningkat, yaitu ditandai dengan meningkatnya harga saham dan kemakmuran para pemegang saham.

Struktur kepemilikan perusahaan juga dapat berpengaruh pada *corporate governance* (Hermawan, 2009). Masalah agensi yang mungkin timbul adalah antara pemilik dengan manajemen dan antara pemegang saham pengendali dengan pemegang saham minoritas. Kepemilikan yang terkonsentrasi pada satu golongan (mayoritas) akan lebih banyak mengawasi dan memonitoring pelaksanaan manajemen perusahaan. Prinsipal akan mengontrol perilaku manajer agar *align* dengan tujuan perusahaan yaitu meningkatkan nilai perusahaan dan akhirnya meningkatkan kekayaan pemegang saham (*Shareholder's wealth*). Pemegang saham mayoritas juga dapat mengendalikan keputusan dalam perusahaan melalui manajemen yang dipilih oleh mereka, dan keputusan tersebut seringkali hanya berdasarkan kepentingan dari pemegang saham mayoritas saja dan bukan untuk kepentingan seluruh pemegang saham, termasuk pemegang saham minoritas (La Porta et al., 1999).

2.5. Growth Opportunity

Dalam melihat pengaruh dari kebijakan yang diambil oleh perusahaan seperti kebijakan dividen dan hutang terhadap nilai perusahaan, baik investor maupun pelaku pasar juga akan

mempertimbangkan potensi pertumbuhan yang dimiliki oleh perusahaan. Menurut Fama (1978) nilai suatu perusahaan semata-mata dipengaruhi oleh peluang investasi, oleh karena itu investasi merupakan suatu keputusan yang sangat penting dalam perusahaan. Myers (1977) mengkaitkan peluang investasi dengan pencapaian tujuan perusahaan (Adam dan Goyal, 2003). Peluang investasi memberikan petunjuk yang lebih luas bahwa nilai perusahaan tergantung pada pengeluaran perusahaan di masa yang akan datang. Pemilihan opsi-opsi investasi adalah tergantung oleh kebijakan manajer untuk melakukan expenditure di masa mendatang. Manajer harus dapat melakukan kebijakan yang tepat terkait dengan investasi sehingga nilai perusahaan dapat meningkat. Keputusan investasi sangat penting, karena untuk mencapai tujuan perusahaan hanya akan dihasilkan melalui kegiatan investasi perusahaan. Perusahaan dengan kesempatan investasi yang besar mengindikasikan bahwa perusahaan tersebut memiliki prospek ke depan yang cerah, sehingga akan berdampak positif pada harga saham.

2.7 Nilai Perusahaan

Tujuan utama perusahaan adalah meningkatkan nilai perusahaan melalui peningkatan kemakmuran pemilik atau para pemegang saham. Salah satu cara untuk mengukur nilai perusahaan adalah dengan menggunakan Tobin's Q. Rasio Q adalah rasio pasar terhadap nilai buku yang dihitung dari rasio harga pasar ekuitas perusahaan ditambah hutang dibagi dengan nilai aset perusahaan. Selain menggunakan Tobin's Q, dalam menilai *value of firm* dapat menggunakan metode PBV (*Price to Book Value*). Hasnawati, 2005 mengatakan bahwa nilai perusahaan dipengaruhi oleh faktor keputusan pendanaan, kebijakan dividen, faktor eksternal perusahaan seperti tingkat inflasi, kurs mata uang asing, pertumbuhan ekonomi, politik dan *psychology* pasar. Ada juga yang mendefinisikan nilai perusahaan sebagai nilai pasar. Karena nilai perusahaan yang dapat memberikan kemakmuran pemegang saham secara maksimum apabila harga saham perusahaan meningkat. Semakin tinggi harga saham, makin tinggi kemakmuran pemegang saham.

2.8 Hipotesis

2.8.1 Pengaruh Kepemilikan Keluarga Terhadap Konflik Keagenan

Menurut teori agensi, struktur kepemilikan perusahaan dapat mempengaruhi masalah keagenan dalam suatu perusahaan, misalnya masalah agensi yang antara pemilik dengan manajemen dan antara

pemegang saham pengendali dengan pemegang saham minoritas. Menurut Demsetz dan Lehn (1985) perusahaan keluarga akan memiliki lebih sedikit masalah agensi antara pemilik dengan manajemen karena pemilik dapat memonitor manajer secara langsung. Selain itu, pengetahuan yang lebih baik mengenai kegiatan bisnis oleh pemilik yang merupakan keluarga akan membuat mereka lebih mudah mendeteksi adanya manipulasi dalam angka yang dilaporkan, sehingga mereka dapat terus memeriksa kegiatan yang terjadi (Anderson dan Reeb, 2003)

Perusahaan yang sahamnya banyak dikuasai oleh keluarga menunjukkan kecenderungan memiliki manajemen yang merupakan anggota dari keluarga, sehingga hal ini akan mengurangi konflik keagenan antara pemegang saham dengan manajemen, seperti yang biasa terjadi pada perusahaan yang terdapat pemisahan antara manajemen dengan pemilik. Oleh sebab itu, perusahaan yang dimiliki keluarga biasanya tidak memiliki masalah agensi yang biasa terjadi pada perusahaan dengan pemisahan manajemen dan pemilik, yaitu terjadinya ketidakselarasan tujuan dari manajemen dan pemilik. Namun, kepemilikan oleh keluarga yang sekaligus menjadi manajemen dapat menimbulkan adanya masalah agensi yang lain, yaitu antara pemegang saham mayoritas dengan pemegang saham minoritas (Gilson dan Gordon, 2003; Maury, 2006 dalam Hermawan, 2009).

Dengan demikian, dalam penelitian ini diduga bahwa perusahaan dengan kepemilikan keluarga tinggi memiliki tingkat konflik keagenan yang lebih rendah dengan perusahaan yang kepemilikan keluarganya rendah. Hipotesis yang diajukan sebagai berikut:

Hipotesis 1 : Perusahaan dengan kepemilikan keluarga tinggi memiliki tingkat konflik keagenan yang lebih rendah dengan perusahaan yang kepemilikan keluarga rendah

2.8.2. Pengaruh Kepemilikan Keluarga, Konflik Keagenan terhadap *Corporate Governance*

Ide dasar pengelolaan *agency theory* memberikan cara pandang baru mengenai *corporate governance*. Perusahaan ditunjukkan sebagai suatu hubungan kerja sama antara prinsipal (pemegang saham atau pemilik perusahaan) dan agen (manajemen). Adanya *vested interest* manajemen mengakibatkan perlunya proses *check and balance* untuk mengurangi kemungkinan penyalahgunaan kekuasaan oleh manajemen. *Good governance* memberikan jaminan bahwa investor akan memperoleh *returns* yang memadai atas dana yang ditanamkan ke perusahaan; bagi *authority bodies*, *good*

governance akan meningkatkan efisiensi dan kredibilitas pasar modal sebagai salah satu alternatif investasi, sehingga secara umum penerapan *Good Corporate Governance* dipercaya dapat meningkatkan kinerja atau nilai perusahaan (Siallagan, 2006).

Corporate governance diharapkan akan dapat berfungsi untuk menekan atau menurunkan biaya keagenan (*agency cost*), untuk memberikan keyakinan kepada investor bahwa mereka akan menerima return atas dana yang telah mereka investasikan dan membuat para investor yakin bahwa manajer akan memberikan keuntungan bagi mereka, dan tidak akan berinvestasi ke dalam proyek-proyek yang tidak menguntungkan. *Corporate governance* juga berkaitan dengan bagaimana para investor mengontrol para manajer (Shleifer and Vishny, 1999). Struktur kepemilikan perusahaan juga dapat berpengaruh pada *corporate governance* (Hermawan, 2009). Masalah agensi yang mungkin timbul adalah antara pemilik dengan manajemen dan antara pemegang saham pengendali dengan pemegang saham minoritas. Perusahaan dengan kepemilikan keluarga yang tinggi cenderung kepemilikan sahamnya terkonsentrasi pada suatu golongan (*blocked*). Ali et al. (2007) mengatakan bahwa perusahaan keluarga yang terkonsentrasi memiliki *agency conflict* yang kecil, *discretionary* yang sedikit sehingga memiliki komponen laba yang dapat memprediksi arus laba lebih baik dan *earning response coefficient* yang lebih besar. Kim dan Yi (2005) menemukan bahwa perusahaan keluarga memiliki tingkat *corporate governance* yang lebih parah karena adanya *entrenchment agency problem*. Anderson dan Reeb (2003) juga menemukan bahwa *board of directors* perusahaan keluarga cenderung lebih tidak independen dan didominasi oleh anggota keluarga. Pada saat penyusunan dewan direksi, begitu pula komite audit, keluarga cenderung memilih dari anggota keluarganya sendiri. Alhasil, proses pengawasan dapat menjadi tidak efektif dan berpeluang melakukan ekspropriasi terhadap pemegang saham minoritas. Hal ini dapat melemahkan independensi dewan direksi maupun komite audit.

Dari argumen tersebut di atas dapat disimpulkan bahwa perusahaan dengan kepemilikan keluarga mempengaruhi tingkat *corporate governance* yang dipraktekkan dalam suatu perusahaan. Diduga bahwa perusahaan dengan kepemilikan keluarga tinggi memiliki tingkat *corporate governance*

yang lebih rendah dengan perusahaan yang kepemilikan keluarganya rendah, sehingga hipotesis yang diajukan sebagai berikut:

Hipotesis 2 : Perusahaan dengan kepemilikan keluarga tinggi memiliki tingkat *corporate governance* yang lebih rendah dengan perusahaan yang kepemilikan keluarganya rendah.

Hipotesis 3: Tingkat konflik keagenan berpengaruh positif terhadap tingkat *corporate governance*

2.8.3. Pengaruh Agency Conflict terhadap Kebijakan Dividen dan Hutang

Masalah keagenan mempengaruhi kebijakan perusahaan yang menyangkut dividen dan hutang. Konflik yang mungkin terjadi adalah antara pemegang saham dengan manajer dan antara pemegang saham dengan *debtholders*. Konflik keagenan yang timbul antara pemegang saham dengan manajer biasanya didasarkan adanya kecenderungan dari manajer untuk memaksimalkan utilitasnya dengan mengorbankan utilitas pemegang saham. Manajer akan mengejar keuntungan pribadi saja padahal ini bertentangan dengan tujuan yang diharapkan oleh pemegang saham yaitu nilai perusahaan yang meningkat (Jensen & Meckling, 1976). Agen mempunyai kecenderungan untuk mendapatkan keuntungan pribadi yang sebesar-besarnya dengan menggunakan biaya yang dikeluarkan oleh pihak prinsipal. Perilaku tersebut dinamakan keterbatasan rasional (*bounded rationality*) dan menghindari atau tidak suka menanggung resiko (*risk averse*) (Bathala, et al., 1994).

Keputusan tentang seberapa besar bagian dari keuntungan perusahaan yang akan disiapkan sebagai dividen tentunya akan dipengaruhi oleh sifat oportunistik manajer atau cerminan tidak tercapainya kontrak yang optimal (*agency conflict*). Manajer sebagai agen mempunyai kepentingan yang bertujuan memaksimalkan utilitasnya sehingga berpotensi berpeluang untuk berperilaku oportunis dengan menggunakan *free cash flow* demi kepentingan pribadi. *Free cash flow* akan digunakan untuk memperkaya diri manajer melalui *perks* dan *perquisites*. Seorang manajer yang hanya menomersatukan kepentingan pribadi akan menetapkan kebijakan dividen yang dapat merugikan utilitas pemegang saham (prinsipal). Masalah keagenan yang timbul antara pemegang saham dengan pemegang hutang disebabkan oleh perbedaan sikap prinsipal dan agen terhadap resiko bisnis (Jensen dalam Harjito, 2005). Pemegang saham lebih peduli terhadap resiko sistematis yang dapat diminimumkan dengan

melakukan investasi pada portofolio yang terdiversifikasi dengan baik, sedangkan manajer lebih peduli dengan resiko keseluruhan yang dihadapi oleh perusahaan. Tambahan hutang akan meningkatkan probabilitas perusahaan mengalami kebangkrutan. Hal ini terkait dengan reputasi manajer, dimana reputasi akan menurun apabila perusahaan mengalami kebangkrutan. Hal tersebut akan menciptakan kondisi dimana para manajer berusaha untuk mengurangi penggunaan hutang yang akan menyebabkan perusahaan berpotensi mengalami kebangkrutan dan akhirnya merugikan reputasi manajer.

Dari penjelasan tersebut di atas dapat disimpulkan bahwa masalah keagenan mempengaruhi kebijakan dividen dan hutang perusahaan. Konflik keagenan berpengaruh secara negatif terhadap kebijakan dividen dan hutang perusahaan, sehingga hipotesis yang diajukan yaitu:

Hipotesis 4: Tingkat konflik keagenan berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen perusahaan.

Hipotesis 5: Tingkat konflik keagenan berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang perusahaan.

2.8.4. Pengaruh Kebijakan Dividen dan Hutang Terhadap Nilai Perusahaan

Hutang adalah instrumen yang sangat sensitif terhadap perubahan nilai perusahaan. Teori Modigliani dan Miller mengatakan bahwa nilai perusahaan ditentukan oleh struktur modal, semakin tinggi proporsi hutang maka semakin tinggi harga saham. Harga saham yang semakin tinggi berarti semakin tinggi pula nilai perusahaan. Keinginan investor sebagai pemilik perusahaan adalah perusahaan yang mempunyai nilai yang tinggi, yang menunjukkan kemakmuran pemegang saham juga tinggi. Oleh karena itu sesuai dengan preposisi Modigliani dan Miller (1976), para pemilik perusahaan lebih suka apabila perusahaan menciptakan hutang pada tingkat tertentu untuk menaikkan nilai perusahaan.

Crutchley dan Hansen (1989) mengatakan bahwa penggunaan hutang diharapkan dapat mengurangi konflik keagenan. Penambahan hutang dalam struktur modal dapat mengurangi penggunaan saham sehingga mengurangi biaya keagenan ekuitas. Perusahaan memiliki kewajiban untuk mengembalikan pinjaman dan membayar beban bunga secara periodik. Jensen (1986) melihat masalah keagenan dari "*free cash flow*", yaitu ketersediaan uang yang dapat digunakan manajer untuk kegiatan "konsumtif" adalah kelebihan dana yang ada diperusahaan setelah semua proyek investasi yang menghasilkan *net present value* positif dilaksanakan. Mekanisme bonding dengan meningkatkan

hutang dapat mengurangi jumlah *free cash flow* dimana dana tersebut dialihkan untuk membayar bunga hutang dan pokok hutang. Selain itu juga dengan peningkatan hutang maka kebutuhan akan pendanaan perusahaan tidak perlu dengan tambahan saham (*outside equity*).

Mekanisme pengendalian dengan keberadaan kreditur dalam struktur modal perusahaan tentunya dapat meningkatkan pengawasan dan membatasi ruang gerak manajemen. Grossman dan Hart (1980) menyatakan keberadaan utang akan memaksa manajemen untuk mengkonsumsi lebih sedikit *prequisites*. Kondisi ini menyebabkan manajer bekerja keras untuk meningkatkan laba sehingga dapat memenuhi kewajiban dari penggunaan hutang. Sebagai konsekuensi dari kebijakan ini, perusahaan menghadapi biaya keagenan hutang dan risiko kebangkrutan. Penambahan hutang dalam struktur modal dapat mengurangi penggunaan saham sehingga mengurangi biaya keagenan ekuitas.

Jensen dan Meckling, 1976 mengatakan bahwa dividen dapat digunakan untuk mengurangi masalah agensi antara manajer dan pemegang saham. Pembayaran dividen dapat mengurangi *discretionary funds* yang tersedia bagi manajer, yang dapat digunakan untuk pengeluaran *perquisite*, sehingga membantu mengatasi konflik antara manajer dan pemegang saham tersebut. Masalah keagenan antara prinsipal dan agen juga timbul pada saat hubungan antara prinsipal dan agen terjadi *imperfect information* (Stiglitz, 1992).

Ketika perusahaan berada dalam kondisi *free cash flow* yang berlebih memicu manajer untuk melakukan perilaku yang menyimpang. *Free cash flow* dapat dikurangi dengan meningkatkan dividen tunai. Dalam teori agensi, jika laba tidak dibagikan kepada pemegang saham, maka laba tersebut akan dialokasikan pada proyek-proyek yang kurang menguntungkan sehingga hanya menguntungkan manajemen perusahaan atau bisa jadi digunakan untuk kepentingan pribadi manajemen. Rozeff: 1982 dalam Arifin: 2005 menyarankan peningkatan pemberian dividen untuk mengurangi biaya agensi. Dengan peningkatan pemberian dividen diprediksikan akan meningkatkan kemungkinan perusahaan mendapatkan dana dari luar dan perusahaan semakin sering dimonitor oleh investor baru.

Pembayaran dividen juga mempunyai pengaruh terhadap peningkatan pengawasan dari luar sehingga mempengaruhi perilaku manajer yang ingin mempertahankan kedudukannya dengan berusaha bekerja lebih baik lagi. Kebijakan tersebut menyebabkan meningkatnya modal dari luar (Myers dan

Majluf, 1994 dalam Harjito: 2006). Borokhovich et al ; 2005 juga mengatakan bahwa dividen bertindak sebagai mekanisme untuk mengurangi masalah agensi. Menurut Crutchley dan Hansen (1989), peningkatan dividen diharapkan dapat mengurangi biaya keagenan. Hal ini disebabkan karena dividen yang besar menjadikan rasio laba ditahan kecil sehingga perusahaan membutuhkan tambahan dana dari sumber eksternal, seperti menerbitkan saham baru. Penerbitan saham baru akan menyebabkan kinerja dimonitor oleh bursa dan investor baru. Adanya pengawasan tersebut akan menyebabkan manajer bertindak sesuai dengan kepentingan pemegang saham sehingga mengurangi biaya yang berkaitan dengan emisi saham baru (*floating cost*).

Berdasarkan argumen yang disampaikan di atas dapat ditarik kesimpulan bahwa kebijakan dividen dan hutang perusahaan dapat mempengaruhi nilai perusahaan. Dengan demikian, dalam penelitian ini diduga bahwa kebijakan dividen dan hutang perusahaan mempengaruhi nilai perusahaan secara positif. Hipotesis yang diajukan sebagai berikut:

Hipotesis 6 : Kebijakan dividen perusahaan berpengaruh secara positif terhadap nilai perusahaan.

Hipotesis 7 : Kebijakan hutang perusahaan berpengaruh secara positif terhadap nilai perusahaan.

2.8.5. Corporate Governance dan Growth Opportunity Memoderasi Hubungan Kebijakan Dividen dan Hutang Terhadap Nilai Perusahaan

Good governance memberikan jaminan bahwa investor akan memperoleh *returns* yang memadai atas dana yang ditanamkan ke perusahaan; bagi *authority bodies*, *good governance* akan meningkatkan efisiensi dan kredibilitas pasar modal sebagai salah satu alternatif investasi, sehingga secara umum penerapan *Good Corporate Governance* dipercaya dapat meningkatkan kinerja atau nilai perusahaan (Siallagan, 2006). *Corporate governance* diharapkan akan dapat berfungsi untuk menekan atau menurunkan biaya keagenan (*agency cost*), untuk memberikan keyakinan kepada investor bahwa mereka akan menerima return atas dana yang telah mereka investasikan dan membuat para investor yakin bahwa manajer akan memberikan keuntungan bagi mereka, dan tidak akan berinvestasi ke dalam proyek-proyek yang tidak menguntungkan. *Corporate governance* juga berkaitan dengan bagaimana para investor mengontrol para manajer (Shleifer and Vishny, 1999).

Diterapkannya *good corporate governance* dalam suatu perusahaan akan berdampak terhadap pengambilan keputusan atas kebijakan-kebijakan perusahaan seperti *leverage*, dividen, kompensasi dan lainnya. Pihak manajer (agen) akan berusaha untuk *align* dengan tujuan prinsipal yaitu kemakmuran pemegang saham. Dalam menetapkan kebijakan dividen dan hutang, mau tidak mau harus diakui juga akan muncul konflik keagenan. Perilaku oportunistik dari agen berpotensi untuk mengarahkan kebijakan yang hanya menguntungkan bagi diri pribadi. Namun hal tersebut dapat diminimalisasi apabila perusahaan menerapkan *good corporate governance*. Dengan mengurangi peluang bagi manajer untuk berperilaku menyimpang dan memperkaya diri sendiri diharapkan nilai perusahaan akan meningkat, yaitu ditandai dengan meningkatnya harga saham dan kemakmuran para pemegang saham.

Menurut Fama (1978) nilai suatu perusahaan semata-mata dipengaruhi oleh peluang investasi, oleh karena itu investasi merupakan suatu keputusan yang sangat penting dalam perusahaan. Myers (1977) mengkaitkan peluang investasi dengan pencapaian tujuan perusahaan (Adam dan Goyal, 2003) dan pertama kali memperkenalkan IOS. Jadi prospek perusahaan dapat ditaksir dari *Investment Opportunity Set (IOS)*. Peluang investasi memberikan petunjuk yang lebih luas bahwa nilai perusahaan tergantung pada pengeluaran perusahaan di masa yang akan datang. *Investment Opportunity Set (IOS)* merupakan suatu kombinasi *asset in place* dan pilihan investasi masa depan (Myers, 1977). Keputusan investasi sangat penting, karena untuk mencapai tujuan perusahaan hanya akan dihasilkan melalui kegiatan investasi perusahaan.

Perusahaan dengan kesempatan investasi yang besar mengindikasikan bahwa perusahaan tersebut memiliki prospek ke depan yang cerah, sehingga akan berdampak positif pada harga saham. Hal ini sebagaimana yang dikemukakan Modigliani dan Miller bahwa perubahan harga saham lebih ditentukan oleh kemampuan untuk menghasilkan *earning* dan kesempatan investasi yang tinggi. Penelitian lain dilakukan oleh Chen et al. (2000) menunjukkan bahwa perusahaan dengan set kesempatan investasi yang tinggi memiliki respon positif yang signifikan terhadap harga saham, sedangkan perusahaan dengan set kesempatan investasi yang rendah memiliki respon negatif terhadap harga saham.

Kesempatan bertumbuh berperan dalam mempengaruhi kebijakan perusahaan, seperti kebijakan hutang, dividen, dan lain-lain. 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. Salah satu modal yang dapat mereka pergunakan adalah hutang. Pada perusahaan yang memiliki tingkat pertumbuhan pesat cenderung lebih banyak menggunakan hutang daripada perusahaan yang memiliki tingkat pertumbuhan yang lebih lambat. Hal ini disebabkan karena mereka membutuhkan tambahan modal yang dapat mereka pergunakan untuk membiayai pertumbuhan perusahaan. Sehingga semakin tinggi tingkat pertumbuhan perusahaan maka tingkat hutangnya juga akan semakin tinggi. Secara teoritis tingkat pertumbuhan berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang. Namun terdapat juga beberapa penelitian yang menunjukkan bahwa tingkat pertumbuhan berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang (Kaaro, 2007).

Begitu pula dengan kebijakan dividen (Deskmukh, 2005; dalam Kusuma, 2006) akan mengatakan bahwa para manajer memotong dividen ketika perusahaan sedang menghadapi kesulitan keuangan untuk menghindari kemungkinan tidak membayar di masa datang. Berdasarkan argumen yang disampaikan di atas dapat ditarik kesimpulan bahwa *corporate governance* dan *growth opportunity* mempunyai peran dalam mempengaruhi hubungan antara kebijakan dividen dan leverage terhadap nilai perusahaan. *Corporate governance* yang baik akan memperkuat hubungan kebijakan dividen dan hutang terhadap nilai perusahaan. Sedangkan *growth opportunity* memperlemah hubungan kebijakan dividen dan hutang terhadap nilai perusahaan. Hipotesis yang diajukan sebagai berikut:

Hipotesis 8 : Tingkat *corporate governance* berpengaruh secara positif terhadap hubungan antara kebijakan dividen dan leverage terhadap nilai perusahaan.

Hipotesis 9 : *Growth opportunities* berpengaruh secara negatif terhadap hubungan antara kebijakan dividen dan leverage terhadap nilai perusahaan.

3.1 Metodologi Penelitian

3.1 Sampel dan Data

Populasi penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2004 sampai dengan tahun 2010. Pemilihan sampel dengan metode *purposive sampling*. Sumber data sekunder yang digunakan berasal dari Indonesian Capital Market Directory (ICMD) dan website idx.co.id, serta data *index corporate governance* (ICG) diperoleh dari publikasi IICD. Data laporan keuangan dan laporan tahunan yang digunakan adalah tahun 2004 sampai dengan tahun 2010. Sedangkan data ICG yang digunakan untuk tahun 2005, 2007, 2008, 2009 dan 2010. Informasi yang digunakan dalam penelitian ini berupa: *total asset, sales, operating expenses, Debt to Equity Ratio (DER), Dividend Payout Ratio (DPR), Price to Book Value (PBV)*, dan ROI diperoleh dari laporan keuangan, sedangkan informasi tahun berdiri dari laporan tahunan. *Index Corporate Governance (ICG)* diperoleh dari IICD.

3.2 Pengujian Hipotesis

Terdapat lima hubungan utama yang akan diuji dalam penelitian ini, yaitu hubungan pertama adalah pengaruh kepemilikan keluarga terhadap tingkat *agency conflict*. Hubungan kedua adalah pengaruh kepemilikan keluarga dan tingkat *agency conflict* terhadap tingkat penerapan *corporate governance*. Hubungan ketiga adalah pengaruh tingkat *conflict agency* terhadap kebijakan dividen dan hutang perusahaan. Hubungan keempat adalah pengaruh kebijakan dividen dan hutang terhadap nilai perusahaan. Terakhir penulis menambahkan variabel moderasi *growth opportunity* dan *corporate governance* untuk melihat pengaruh variabel-variabel tersebut terhadap hubungan antara kebijakan dividen dan hutang terhadap nilai perusahaan. Berikut kelima model penelitian :

$$AC = \alpha + \beta_1 FO_{it} + \beta_2 LNSIZE_{it} + \beta_3 AGE_{it} + \varepsilon_{it} \dots\dots\dots (1)$$

$$CG = \alpha + \beta_1 FO_{it} + \beta_2 AC_{it} + \beta_3 ROI_{it} + \beta_4 LNSIZE_{it} + \beta_5 AGE_{it} + \varepsilon_{it} \dots\dots\dots (2)$$

$$DPR = \alpha + \beta_1 AC_{it} + \beta_2 ROI_{it} + \beta_3 LNSIZE_{it} + \beta_4 AGE_{it} + \varepsilon_{it} \dots\dots\dots (3)$$

$$DER = \alpha + \beta_1 AC_{it} + \beta_2 ROI_{it} + \beta_3 LNSIZE_{it} + \beta_4 AGE_{it} + \varepsilon_{it} \dots\dots\dots (4)$$

$$PBV = \alpha + \beta_1 DER_{it} + \beta_2 DPR_{it} + \beta_3 CG_{it} + \beta_4 GRW_{it} + \beta_5 DER*GRW + \beta_6 DPR*GRW + \beta_7 DER*CG + \beta_8 DPR*CG + \beta_9 ROI_{it} + \beta_{10} LNSIZE_{it} + \beta_{11} AGE_{it} + \varepsilon_{it} \dots\dots\dots (5)$$

Dimana :

AC : *Agency Cost* perusahaan i pada tahun t

FO	: <i>Dummy Family Ownership</i> , 1 untuk kepemilikan keluarga > 50% dan 0 untuk lainnya perusahaan i pada tahun t
PBV	: <i>Value of the Firm</i> atau nilai perusahaan perusahaan i pada tahun t
DER	: Kebijakan Hutang perusahaan i pada tahun t
DPR	: Kebijakan Dividen perusahaan i pada tahun t
CG	: <i>Corporate governance index</i> perusahaan i pada tahun t
GRW	: <i>Growth opportunity</i> perusahaan i pada tahun t
DER*GRW	: Variabel interaksi DER dan GRW
DPR*GRW	: Variabel interaksi DPR dan GRW
DER*CG	: Variabel interaksi DER dan CG
DPR*GRW	: Variabel interaksi DPR dan CG
SIZE	: Ukuran perusahaan i pada tahun t
AGE	: Umur perusahaan i pada tahun t
ROI	: <i>Return On Investment</i> perusahaan i pada tahun t

3.3 Operasionalisasi Variabel Penelitian

3.3.1 Value of The Firm

Nilai Perusahaan (PBV) menggunakan pengukuran *Price to book value*. PBV adalah perbandingan antara *market value of equity (MVE)* dengan *book value of equity (BVE)*. MVE adalah hasil perkalian dari harga saham penutupan akhir tahun dengan jumlah saham yang beredar pada akhir tahun. BVE diperoleh dari selisih total asset perusahaan dengan total kewajiban.

3.3.2 Family Ownership

Pengukuran *family ownership* dalam penelitian ini mengikuti Arifin (2003), yaitu struktur kepemilikan digolongkan menjadi perusahaan keluarga dan perusahaan non-keluarga. Dimana keluarga didefinisikan sebagai semua individu dan perusahaan yang kepemilikannya tercatat (kepemilikan > 5% wajib dicatat), yang bukan perusahaan publik, negara, institusi keuangan, dan publik (individu yang kepemilikannya tidak wajib dicatat). Kemudian, jika proporsi kepemilikan keluarga > 50% maka perusahaan tersebut akan dikategorikan sebagai perusahaan keluarga, dan sebaliknya jika proporsi kepemilikan keluarga <50% maka akan dikategorikan sebagai perusahaan non-keluarga. Dengan menggunakan dummy variabel, perusahaan keluarga diberi angka satu (1) dan perusahaan non-keluarga diberi angka nol (0).

3.3.3 Agency Cost

Penelitian ini menggunakan dua pendekatan dalam mengukur *agency cost* (Ang, et al., 2009) yaitu : (1) Rasio total *operating expenses* dengan *annual sales*, (2) Rasio *annual sales* dengan total asset.

3.3.4 Kebijakan Hutang

Pengukuran dalam penelitian ini menggunakan : Debt to Equity Ratio (DER), yaitu total hutang dibagi total ekuitas.

3.3.5 Kebijakan Dividen

Ukuran dividen menggunakan dividend pay out ratio (DPR), yaitu rasio antara dividen terhadap net income.

3.3.6 Corporate Governance

Pengukuran *corporate governance* dalam penelitian ini menggunakan *Corporate Governance Index* (CGI) yang dikeluarkan oleh IICD.

3.3.7 Growth Opportunity

Mengutip Huang, 2005, penelitian ini menggunakan indikator untuk variabel kesempatan bertumbuh (*GRW*) berupa *Asset Growth*; menggambarkan kenaikan (pertumbuhan) aktiva setiap tahun

$$(GRW) = \frac{\text{Total Asset tahun } t - \text{Total Asset tahun }_{t-1}}{\text{Total Asset tahun } t}$$

3.3.8 Variabel Kontrol

Dalam menguji hipotesis dalam penelitian ini akan dikembangkan beberapa model penelitian dengan memasukkan beberapa variabel kontrol, yaitu: firm size, firm age, dan ROI. Firm Size diukur dengan menggunakan nilai logaritma dari total asset. Firm age (umur perusahaan) merupakan penjumlahan tahun dari perusahaan berdiri sampai dengan tahun pengamatan dan kinerja diukur dengan menggunakan ROI yaitu rasio profit after tax terhadap total aset.

4. Hasil Penelitian

4.1 Pengujian Hipotesis dan Pembahasan

Model 1: Pengaruh Kepemilikan Keluarga Terhadap Konflik Keagenan. Penelitian ini menggunakan dua pengukuran *agency conflict* (AC₁ dan AC₂). Hasil uji signifikansi model (tabel

4.1 pada lampiran 2) dengan menggunakan dua ukuran tersebut memperlihatkan nilai F statistik sebesar 5.32 (1.91) dengan probabilitas F sebesar 0,0015 (0.1283) sehingga pada level signifikansi di bawah 10 persen dapat dikatakan bahwa *family ownership* secara bersama-sama mempengaruhi *agency conflict* (AC_1). Sedangkan dengan menggunakan AC_2, level signifikansi berada di atas 10%, sehingga dapat dikatakan bahwa variabel independen tidak signifikan mempengaruhi variabel dependen. Nilai R^2 yang diperoleh sebesar 0.0631 dengan pengukuran AC_1, sedangkan bila menggunakan pendekatan AC_2 nilai R^2 yang diperoleh sebesar 0.0107. Nilai R^2 tersebut menunjukkan bahwa sebesar 6% (1%) variasi AC_1 (AC_2) dapat dijelaskan oleh variabel bebasnya yaitu kepemilikan keluarga (*family ownership*), ukuran perusahaan dan usia perusahaan, selebihnya variasi *agency conflict* dipengaruhi oleh faktor-faktor lain di luar model. Nilai R^2 tersebut di atas dapat dikatakan tidak terlalu bagus.

Hasil pengujian menunjukkan koefisien regresi *family ownership* bertanda negatif (-0.024) dengan p-value 0.038 (pengukuran AC_1). Koefisien bertanda negatif berarti bahwa hubungan antara *family ownership* dengan tingkat *agency conflict* bersifat negatif, artinya semakin tinggi tingkat kepemilikan saham oleh keluarga maka konflik keagenan akan semakin rendah/berkurang. Tingkat signifikansi $\alpha < 10\%$ berarti H_0 ditolak atau hipotesis 1 yang mengatakan perusahaan publik dengan kepemilikan keluarga tinggi memiliki tingkat konflik keagenan yang lebih rendah dengan perusahaan yang kepemilikan keluarga rendah terbukti (dengan pengukuran berupa rasio *operating expenses* dibagi *annual sales* (AC_1). Arah hubungan pun sesuai dengan yang diharapkan.

Indonesia yang merupakan salah satu negara berkembang ditemukan banyak perusahaan publik yang struktur kepemilikan perusahaan dimiliki oleh keluarga (La Porta, 1999; Arifin, 2003; Siregar dan Utama, 2008). Merujuk pada teori keagenan, struktur kepemilikan perusahaan yang dikuasai oleh keluarga memiliki konflik keagenan yang rendah antara manajer dan pemegang saham. Hal ini disebabkan karena fungsi pengendalian atau pengawasan terhadap manajer lebih ketat dibandingkan pengendalian oleh pemegang saham pada perusahaan yang tanpa pengendali utama (Anderson dan Reeb, 2003). Temuan ini juga sejalan dengan hasil penelitian Demsetz dan Lehn (1985) karena pemilik

dapat memonitor manajer secara langsung. Hasil penelitian ini juga mendukung temuan Gilson dan Gordon, 2003; Maury, 2006).

Variabel kontrol yang secara signifikan mempengaruhi *agency conflict*, baik dengan pengukuran AC_1 maupun AC_2 hanya variabel *LnSize*. Hubungan bersifat negatif, terlihat dari koefisien *lnsize* yang bernilai negatif. Semakin besar perusahaan maka tingkat konflik keagenan menjadi berkurang.

Model 2 : Pengaruh Kepemilikan Keluarga dan Konflik Keagenan Terhadap Corporate Governance. Melihat hasil uji signifikansi model, nilai F statistik sebesar 29.11 dengan probabilitas F sebesar 0,000 (tabel 4.2 pada lampiran 2) sehingga pada level signifikansi di bawah 10 persen dapat dikatakan bahwa variabel *family ownership* secara bersama-sama mempengaruhi *corporate governance*. Hasil uji determinasi diperoleh R^2 sebesar 0.3576, sehingga dapat dikatakan bahwa 36 % variasi *corporate governance* dapat dijelaskan oleh masing-masing variabel bebasnya yaitu *agency conflict* dan *family ownership*, ROI, *LnSize* dan *Age*, selebihnya variasi dipengaruhi oleh faktor-faktor lain di luar model. Besarnya nilai R^2 tersebut dikatakan bagus.

Variabel *family ownership* memiliki koefisien regresi bertanda negatif (-0.030) dan p-value 0.000. Tingkat signifikansi < 10% berarti H_0 ditolak dan dapat dikatakan bahwa hipotesis perusahaan dengan kepemilikan keluarga tinggi memiliki tingkat *corporate governance* yang rendah dengan perusahaan yang kepemilikan keluarganya rendah dapat diterima/terbukti. Koefisien bertanda negatif berarti bahwa hubungan antara *family ownership* dengan *corporate governance* bersifat negatif, artinya semakin tinggi kepemilikan saham perusahaan oleh keluarga akan semakin rendah tingkat *corporate governance*. Koefisien bertanda negatif berarti sesuai dengan arah hubungan yang diprediksikan.

Untuk hasil hipotesis 3, dengan menggunakan pengukuran AC_1, hasil uji signifikansi model memperlihatkan nilai F statistik sebesar 29.11 dengan probabilitas F sebesar 0.0000, sedangkan dengan AC_2, memperlihatkan nilai F statistik sebesar 28.83 dengan probabilitas F sebesar 0.0000 (tabel 4.2 pada lampiran 2). Dengan demikian, pada level signifikansi di bawah 10 persen variabel independen secara signifikan mempengaruhi variabel dependen, atau dengan kata lain, *agency conflict* (AC_1 dan AC_2), *family ownership*, ukuran perusahaan, umur perusahaan dan ROI secara bersama-sama secara

signifikan mempengaruhi besaran *corporate governance*. Hasil uji determinasi diperoleh R^2 sebesar 0.3598, menunjukkan bahwa 36 % variasi *corporate governance* dapat dijelaskan oleh masing-masing variabel bebasnya yaitu *agency conflict*, *family ownership*, ukuran perusahaan, umur perusahaan dan ROI, selebihnya variasi dipengaruhi oleh faktor-faktor lain di luar model. Besarnya nilai R^2 tersebut dikatakan bagus.

Koefisien *agency conflict* dengan pengukuran total *operating expenses* dibagi *annual sales* (AC_1) bernilai positif sebesar 0.058 p-value 0.000 dan koefisien *agency conflict* dengan indikator *annual sales* dibagi *total assets* (AC_2) sebesar 0.067 dengan p-value 0.000 (tabel 4.2 lampiran 2). Koefisien bertanda positif berarti hubungan antara tingkat konflik keagenan dengan *corporate governance* bersifat positif berarti bahwa semakin tinggi konflik keagenan antara manajer dan pemegang saham maka tingkat *corporate governance* semakin rendah. Tingkat signifikansi $\alpha < 10\%$ mengandung arti bahwa H_0 ditolak atau hipotesis 3 yang mengatakan tingkat konflik keagenan berpengaruh secara positif terhadap *corporate governance* terbukti. Arah hubungan pun sesuai dengan yang diharapkan.

Hasil ini mendukung temuan dari DeFond et al. (2005), Bushman et al. (2004) yang menyatakan bahwa manajemen dalam perusahaan keluarga akan mengurangi kekuatan struktur *governance* (dengan menggunakan proksi dewan komisaris dan komite audit). Bushman dan Piotraski (2006) menemukan bahwa *corporate governance* pada perusahaan yang dimiliki dan dikendalikan oleh keluarga adalah lebih rendah dari perusahaan yang tidak dikendalikan oleh keluarga, hal ini dikarenakan timbulnya *entrenchment*. Investor juga memiliki persepsi yang lebih negatif terhadap perusahaan yang dimiliki dan dikendalikan oleh keluarga dibanding perusahaan bukan perusahaan keluarga. Bozec dan Bozec (2007) menemukan bahwa terdapat hubungan negatif antara konsentrasi kepemilikan perusahaan dengan praktek *corporate governance*. Tingkat konsentrasi kepemilikan perusahaan di Indonesia dapat mempengaruhi kinerja komisaris independen dan komite audit dalam mengawasi jalannya perusahaan. *Corporate governance* merupakan perangkat atau alat yang dapat melindungi para investor dari perilaku oportunistik para agen/manajer. Hasil uji hipotesis ini tidak

berbeda dengan temuan Shleifer dan Vishny (1999), yang mengatakan bahwa *corporate governance* terbukti dapat mengurangi *agency conflict* antara manajer dengan pemegang saham.

Pengaruh variabel kontrol yang signifikan pada model 2, yaitu *Insize* dan ROI. Variabel *Insize* mempengaruhi *corporate governance* secara positif dan signifikan. Semakin besar perusahaan semakin tinggi penerapan *corporate governance*-nya. Variabel kontrol selanjutnya yang terlihat signifikan adalah return on investment. Tingkat ROI yang tinggi tanpa didukung oleh implementasi *good corporate governance* mempersulit perusahaan memperoleh kepercayaan dari para investor. Oleh karena itu semakin tinggi ROI semakin tinggi *corporate governance*.

Pengujian Model 3 : Pengaruh Agency Conflict terhadap Kebijakan Dividen. Nilai F statistik (lihat tabel 4.3 lampiran 2) dengan pengukuran AC_1 dan AC_2 adalah sebesar 15.35 (15.10) dengan probabilitas F sebesar 0.0000 (0.0000) sehingga pada level signifikansi di bawah 10 persen variabel *agency conflict* secara bersama-sama secara signifikan mempengaruhi besaran *dividend payout ratio*. Nilai R² sebesar 0.1910 (18.85), menunjukkan bahwa 19 % (18.9%) variasi *dividend payout ratio* dapat dijelaskan oleh masing-masing variabel bebasnya yaitu *agency conflict*, ukuran perusahaan, umur perusahaan dan ROI, selebihnya variasi dipengaruhi oleh faktor-faktor lain di luar model. Besarnya nilai R² tersebut dapat terbilang cukup bagus.

Dan hasil regresi memperlihatkan koefisien *agency conflict* AC_1 sebesar -5.201 p-value 0.365 dan koefisien AC_2 sebesar 0.707 dengan p-value 0.905 (tabel 4.3 pada lampiran 2). Koefisien bertanda negatif berarti hubungan antara *agency conflict* dengan kebijakan dividen bersifat negatif artinya bahwa semakin tinggi konflik keagenan maka pembayaran dividen kepada pemegang saham semakin kecil/menurun. Sedangkan koefisien bertanda positif berarti hubungan antara *agency conflict* dengan kebijakan dividen bersifat positif artinya bahwa semakin tinggi konflik keagenan maka pembayaran dividen kepada pemegang saham semakin tinggi. Baik variabel *agency conflict* dengan pengukuran AC_1 dan AC_2 memperlihatkan tingkat signifikansi $\alpha > 10\%$ berarti H₀ diterima dan hipotesis 4 yang mengatakan tingkat konflik keagenan berpengaruh terhadap kebijakan dividen secara negatif tidak terbukti.

Pada model 3, variabel kontrol yang signifikan adalah *Insize* dan ROI. Variabel kontrol *Insize* mempengaruhi kebijakan dividen perusahaan. Semakin besar perusahaan semakin membutuhkan tambahan pendanaan untuk mendukung operasional perusahaan. Begitu juga dengan variabel kontrol ROI, pihak pemberi dana (internal financing maupun external financing) tentunya sangat berhati-hati dalam memberikan pendanaan, salah satu faktor yang menjadi perhatian adalah tingkat pengembalian (misalnya ROI). Semakin besar perusahaan, investor akan meminta tingkat pengembalian yang lebih tinggi.

Model 4 : Pengaruh Agency Conflict terhadap Kebijakan Hutang. Untuk uji signifikansi model (tabel 4.3), memperlihatkan nilai F statistik sebesar 25.88 (31.37) dengan probabilita F sebesar 0.0000 (0.0000) sehingga pada level signifikansi di bawah 10 persen variabel independen mempengaruhi variabel dependen. Nilai R^2 untuk model 4 sebesar 0.2840 (32.55). Hasil ini menunjukkan bahwa 28% (33%) variasi *debt equity ratio* dapat dijelaskan oleh masing-masing variabel bebasnya yaitu *agency conflict*, selebihnya variasi dipengaruhi oleh faktor-faktor lain di luar model. Besarnya nilai R^2 tersebut sangat bagus. Hasil regresi untuk menjawab hipotesis 5 memperlihatkan besarnya koefisien *agency conflict* AC_1 sebesar -0.573 dengan p-value 0.189 dan koefisien AC_2 sebesar -2.353 dengan p-value 0.000. Koefisien bertanda negatif berarti hubungan antara *agency conflict* dengan kebijakan hutang bersifat negatif artinya bahwa semakin tinggi konflik keagenan maka penggunaan hutang sebagai sumber pendanaan perusahaan semakin rendah.

Penelitian ini menemukan hasil signifikansi yang berbeda untuk dua pengukuran yang berbeda. Dengan AC_1 memperlihatkan tingkat signifikansi $\alpha > 10\%$ berarti H0 diterima dan hipotesis 5 yang mengatakan tingkat konflik keagenan berpengaruh terhadap kebijakan hutang secara negatif tidak terbukti. Berlawanan dengan AC_1, hasil uji signifikansi untuk pengukuran AC_2 berada di bawah 10 %, berarti H0 ditolak yang secara singkat dapat disimpulkan bahwa tingkat konflik keagenan berpengaruh secara negatif terhadap kebijakan hutang perusahaan terbukti. Arah hubungan pun sesuai dengan prediksi. Variabel kontrol yang signifikan adalah *Insize* dan ROI.

Model 5: Pengaruh Kebijakan Dividen dan Hutang Terhadap Nilai Perusahaan. Untuk uji signifikansi model, memperlihatkan nilai F statistik sebesar 14.42 dengan probabilita F sebesar

0.0000 (tabel 4.4 pada lampiran 2) sehingga pada level signifikansi di bawah 10 persen variabel independen mempengaruhi variabel dependen. Atau dengan kata lain, DER, DPR, CG, GRW, DPR*GRW, DER*GRW, CG*DPR, CG*DER, ROI, *LnSize* dan *Age* secara bersama-sama secara signifikan mempengaruhi besaran PBV. Nilai R^2 untuk model tersebut sebesar 0.3969 dan prob-F sebesar 0.0000. Hasil ini menunjukkan bahwa 40 % variasi PBV dapat dijelaskan oleh masing-masing variabel bebasnya yaitu DER, DPR, CG, GRW, DPR*GRW, DER*GRW, CG*DPR, CG*DER, ROI, *LnSize* dan *Age*, selebihnya variasi dipengaruhi oleh faktor-faktor lain di luar model. Besarnya nilai R^2 tersebut sangat bagus.

Hasil regresi untuk hipotesis 6 memperlihatkan koefisien dividen sebesar -0.151 p-value 0.000. Koefisien bertanda negatif berarti hubungan antara kebijakan dividen dengan nilai perusahaan bersifat negatif, artinya bahwa semakin besar tingkat *dividend payout ratio* maka nilai perusahaan akan semakin rendah. Tingkat signifikansi $\alpha < 10\%$ berarti H_0 ditolak dan disimpulkan bahwa hipotesis 6 yang mengatakan kebijakan dividen perusahaan berpengaruh secara positif terhadap nilai perusahaan terbukti, namun dengan arah hubungan yang berlawanan. Sehingga kesimpulannya bahwa kebijakan dividen perusahaan berpengaruh secara negatif terhadap nilai perusahaan. Semakin tinggi tingkat *dividend payout ratio* (pembayaran dividen kepada pemegang saham) maka nilai perusahaan akan semakin rendah. Hasil tersebut sesuai dengan temuan Litzenberger dan Ramswamy (1979, 1982); Ang dan Peterson (1985). Temuan mereka membuktikan bahwa *dividend payout ratio* yang tinggi akan menyebabkan *higher required return* yang tinggi sehingga menyebabkan nilai pasar saham menurun. Investor melihat pembagian dividen sebagai bagian dari laba bersih perusahaan yang tidak dapat diinvestasikan sehingga *cash flow* dari investasi di masa yang akan datang berkurang. Hal ini menjadi “*bad news*” bagi investor yang peduli dengan nilai/*cash flow* investasi di masa yang akan datang. Weston dan Brigham (1997) mengatakan bahwa kebijakan optimal merupakan kebijakan yang menciptakan keseimbangan antara dividen saat ini dan pertumbuhan di masa yang akan datang sehingga dapat memaksimalkan laba.

Sedangkan hasil regresi untuk menjawab hipotesis 7 memperlihatkan koefisien hutang sebesar 0.336 dengan nilai prob sebesar 0.607. Koefisien bertanda positif berarti hubungan antara kebijakan

hutang dengan nilai perusahaan bersifat positif, artinya bahwa semakin besar tingkat penggunaan hutang perusahaan maka nilai perusahaan akan semakin tinggi. Tingkat signifikansi $\alpha > 10\%$ berarti H_0 diterima atau dengan kata lain hipotesis 7 yang mengatakan kebijakan hutang perusahaan berpengaruh secara positif terhadap nilai perusahaan tidak terbukti, walaupun arah hubungan sesuai dengan prediksi.

Model ini juga digunakan untuk melakukan pengujian hipotesis ke 8 dan ke 9, yaitu apakah *corporate governance* dan *growth opportunity* memoderasi hubungan kebijakan dividen dan hutang terhadap nilai perusahaan. Variabel moderasi pertama yaitu *corporate governance* memperlihatkan nilai koefisien sebesar 2.771 dengan p-value 0.10 (tabel 4.5 pada lampiran 2). Koefisien bertanda positif berarti hubungan antara *corporate governance* dengan nilai perusahaan bersifat positif, artinya semakin tinggi *corporate governance* maka nilai perusahaan akan semakin meningkat. Tingkat signifikansi $\alpha < 10\%$ berarti H_0 ditolak dan dapat ditarik kesimpulan bahwa hipotesis yang mengatakan tingkat *corporate governance* berpengaruh terhadap nilai perusahaan terbukti. Sedangkan variabel moderasi kedua yaitu *opportunity growth* memperlihatkan nilai koefisien sebesar -0.515 dengan p-value 0.22. Tingkat signifikansi $\alpha > 10\%$ berarti H_0 diterima, sehingga hipotesis yang mengatakan tingkat *opportunity growth* berpengaruh terhadap nilai perusahaan tidak terbukti.

Karena hasil di atas memperlihatkan variabel *corporate governance* yang memiliki signifikansi $< 10\%$, maka hanya *corporate governance* yang dapat memoderasi hubungan antara kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan dan hubungan antara kebijakan hutang terhadap nilai perusahaan. Hal ini terbukti/konsisten dari hasil regresi yang memperlihatkan nilai koefisien interaksi antara variabel *corporate governance* dengan kebijakan dividen sebesar 0.234 dengan p-value 0.000. Koefisien bertanda positif berarti *corporate governance* memperkuat hubungan antara dividen dengan nilai perusahaan. Tingkat signifikansi $\alpha < 10\%$ berarti hipotesis 8 yang mengatakan tingkat *corporate governance* berpengaruh secara positif terhadap hubungan antara kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan terbukti. Sedangkan hipotesis yang mengatakan tingkat *corporate governance* berpengaruh secara positif terhadap hubungan antara kebijakan hutang terhadap nilai perusahaan tidak terbukti secara signifikan.

Schellenger et al. (1989) : dalam Wawo (2010) menemukan bahwa terdapat hubungan positif antara *corporate governance* (yang diproksikan dengan jumlah dewan komisaris independen) dan kinerja pasar perusahaan. Bila dihubungkan dengan kualitas informasi dan manajemen laba, beberapa hasil penelitian memperlihatkan bahwa perusahaan dengan *corporate governance* yang baik cenderung menghasilkan kualitas informasi yang lebih baik, rendahnya manajemen laba atau melaporkan ulang laba (Machuga et al. (2007), McMullen (1996), Beasley (1996); Agrawal et al., (2005): dalam Wawo (2010); Dechow et al. (1996); Klein (2002). Hasil penelitian Musnadi (2006): dalam Nuryaman (2009) menunjukkan bahwa konsentrasi kepemilikan oleh individu sebagai mekanisme *corporate governance* dapat meningkatkan kinerja perusahaan. Sedangkan temuan yang berlawanan dihasilkan oleh Siregar (2006) yaitu kualitas audit tidak efektif sebagai mekanisme *corporate governance*.

Variabel *opportunity growth* tidak terbukti secara signifikan mempunyai hubungan antara dengan nilai perusahaan. Hasil hipotesis lainnya yaitu (1) *growth opportunities* berpengaruh secara negatif terhadap hubungan antara kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan, dan (3) *growth opportunities* berpengaruh secara negatif terhadap hubungan antara kebijakan hutang terhadap nilai perusahaan tidak terbukti.

Hampir sama dengan model-model sebelumnya, variabel kontrol yang signifikan adalah *lnsize* dan ROI. Variabel kontrol *lnsize* mempengaruhi nilai PBV perusahaan. Semakin besar perusahaan semakin tinggi nilai PBVnya. Pasar menilai lebih tinggi *market value* dari *book value*nya. Investor melihat bahwa semakin besar perusahaan, semakin prospektif kinerja perusahaan tersebut. Variabel kontrol lainnya yaitu ROI secara signifikan mempengaruhi nilai PBV. Semakin tinggi ROI perusahaan, semakin tinggi nilai PBV.

5. Penutup

5.1 Kesimpulan

Hasil keseluruhan uji hipotesis dapat disimpulkan:

1. Bahwa perusahaan dengan kepemilikan keluarga tinggi memiliki tingkat konflik keagenan yang lebih rendah dengan perusahaan yang kepemilikan keluarga rendah (dengan menggunakan pengukuran *operating expenses* dibagi *annual sales*).

2. Perusahaan publik dengan kepemilikan keluarga tinggi memiliki tingkat *corporate governance* yang lebih rendah dengan perusahaan yang kepemilikan keluarganya rendah.
 1. Tingkat konflik keagenan berpengaruh secara positif terhadap *corporate governance* (menggunakan dua pendekatan). Semakin tinggi *agency conflict* dalam suatu perusahaan maka semakin tinggi *corporate governance*. *Corporate governance* merupakan perangkat atau alat yang dapat melindungi para investor dari perilaku oportunistik para agen/manajer.
 4. Tidak adanya hubungan antara *agency conflict* dengan kebijakan dividen.
 5. Bila dikaitkan dengan struktur kepemilikan saham oleh keluarga, perusahaan yang porsi kepemilikan keluarganya mendekati batas mayoritas atau dominasi tertentu cenderung tidak menggunakan mekanisme bonding peningkatan dividen untuk mengurangi masalah agensi.
 6. Tidak adanya hubungan antara *agency conflict* dengan kebijakan hutang.
 7. Terdapat hubungan antara kebijakan dividen dengan nilai perusahaan. Namun dengan arah hubungan yang berlawanan. Kesimpulan yang bisa diambil yaitu semakin besar tingkat *dividend payout ratio* (pembayaran dividen kepada pemegang saham) maka nilai perusahaan akan semakin kecil; *dividend payout ratio* yang tinggi akan menyebabkan *higher required return* yang tinggi sehingga menyebabkan nilai pasar saham menurun.
 8. Kebijakan hutang perusahaan tidak mempunyai pengaruh secara positif terhadap nilai perusahaan. Tingkat *corporate governance* mempunyai pengaruh positif terhadap hubungan antara kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan.
 9. *Corporate governance* tidak mempunyai pengaruh positif terhadap hubungan antara kebijakan hutang terhadap nilai perusahaan. Sejalan dengan hasil sebelumnya yang memperlihatkan bahwa kebijakan hutang tidak mempunyai pengaruh terhadap nilai perusahaan, sehingga variabel *corporate governance* tidak mempunyai peran memoderasi hubungan tersebut.
 10. Variabel *opportunity growth* tidak terbukti secara signifikan mempengaruhi secara negatif hubungan antara kebijakan dividen dengan nilai perusahaan.
 11. Variabel *opportunity growth* tidak terbukti secara signifikan mempengaruhi secara negatif hubungan antara kebijakan hutang dengan nilai perusahaan.

5.1. Keterbatasan Penelitian

Peneliti sangat menyadari sepenuhnya bahwa penelitian ini mengandung banyak keterbatasan, baik dari pihak peneliti maupun faktor-faktor di luar kendali peneliti, yaitu antara lain:

1. Pengujian dilakukan dengan menggunakan single equation (di running secara terpisah) sehingga ada kemungkinan timbul bias.
2. Unit analisis hanya berasal dari perusahaan manufaktur yang listing di BEI. Hal ini disadari oleh peneliti bahwa hasil penelitian menjadi lebih sempit dalam melakukan generalisasi hasil.
3. Periode pengamatan dalam penelitian ini cukup, namun terdapat keterbatasan data *corporate governance index* yang diperoleh dari IICD, terutama data *corporate governance index* tahun 2006 tidak tersedia. Selain itu, data *corporate governance index* tahun 2009, 2010 yang tersedia sangat terbatas.

5.2 Saran dan Rekomendasi

1. Pengujian sebaiknya diolah secara simultan (di running secara serentak) sehingga hasil yang didapat tidak bias.
2. Menambah unit analisis sehingga tidak hanya berasal dari perusahaan manufaktur saja (melakukan penelitian terhadap perusahaan lintas industri atau lintas negara).
3. Mengembangkan pengukuran atau menghitung indeks *corporate governance* sendiri.

DAFTAR PUSTAKA

- Adam, Tim and Goyal, Vidhan K. 2003. The Investment Opportunity Set and its Proxy Variabels: Theory and Evidence. *Hong Kong University of Science and Technology*.
- Amihud, Y. Dan B. Lev. 1981. Risk Reduction as a Managerial Motive for Conglomerate Merger. *Bell Journal of Economics*, 12, ppp 605-627
- Ang, James S., Rebel A., Cole dan James Wuh Lin. 2000. Agency Costs and Ownership Structure. *The Journal of Finance*, Vol. 55 No. 1. pp. 81-106.
- Anderson, Ronald C., Sattar A. Mansi, dan David M. Reeb. 2003. Founding Family ownership and The Agency Cost of Debt. *Journal of Financial Economics*, Vol. 68, pp. 263-285.
- Arifin, Z. 2003. Efektifitas Mekanisme Bonding Dividen dan Hutang untuk Mengurangi Masalah Agensi Pada Perusahaan di Bursa Efek Jakarta. *Journal Siasat Bisnis*, Vol. 1 No. 8 pp. 19-31
- Arifin, Z. & Nina, R. 2006. Pengaruh *Corporate Governance* terhadap Efektifitas mekanisme Pengurangan Masalah Agensi. *Journal Siasat Bisnis*, Vol. 3 No. 11 pp. 237-247
- Bathala, C.T, et al. 1994. Managerial Ownership, Debt Policy, and the Impact of Institutional Holdings, and Agency Perspective. *Financial Management* 23. pp 38-50
- Bhattacharya, S. 1979. Imperfect Information, Dividend Policy, and 'the-bird-in-the-hand' Fallacy. *Journal of Economics* 10. pp. 259-270
- Black, F., Scholes, M. 1973. The Effects on Dividend Yield and Dividend Policy on Common Stock Prices and Returns.. *Journal of Financial Economics*
- Berle, A. & Means, G. 1932. *The Modern Corporateion and Private Property*. Macmillan, New York.
- Borokhovich, Kenneth A., kelly R. Brunaski, Yvetter Harman dan James B. Kehr. 2005. Dividend, Corporate Monitor and Agency Cost. *The Financial Review* Vol 40. Pp 37-65
- Bozec, Yes dan Richard Bozec. 2007. Ownerhsip Concentration and Corporate Governance Practices: Substitution or Expropriation Effects? *Canadian Journal of Administrative Science* Vol. 24 no. 3 pp 182-190
- Brigham E. 2004. *Fundamentarl's of Financial Management*, 6th. Ed. Harcourt Brace College of Business Administration.
- Bushman, R. dan Piotroski, J. 2006. Financial Reporting Inventive for Conservative Accounting: The Influence of Legal and Political Institutions. *Journal of Accounting and Economics*, 42 (1-2), pp. 107-48.
- Bushman, R. Dan Smith, AJ. 2001. Financial Accounting Information and Corporate Governance. URL: <http://www.ssrn.com>
- Bushman, R, Qi Chen, Ellen Engel dan Abbie Smith. 2004. Financial Accounting Information, Organizational Complexity and Corporate Governance Systems. *Journal of Accounting and Economics* 37, pp. 167-201

- Chen, Chiung-Jung & Yu, Chwo-Ming Joseph. 2011. Managerial Ownership, Diversification, and Firm Performance: Evidence from an Emerging Market. *International Business Review xxx (2001); xxx-xxx*
- Chen, Lin, Ma, Yue, & Xuan, Yuhai. Ownership Structure and Financial Constraints: Evidence From A Structural Estimation. *Journal of Financial Economics 102 (2011) 416–431*
- Chen, Alin dan Lanfeng Kao. 2005. The Conflict Between Agency Theory and Corporate Control on Managerial Ownership: The Evidence from Taiwan IPO Performance. *International Journal of Business 10 (1)*, pp39-59
- Crutchley, Claire E dan Robert S. Hansen. 1989. A Test of The Agency Theory of Managerial Ownership, Corporate Leverage and Corporate Dividends. *Fianncial Management Vol. 18* pp 36-46
- De Angelo, H. Da R.W. Masulis. 1980. Optimal Capital Structure Under Corporate and Personal Taxation. *Journal of Financial Economics 8*, pp. 3-30.
- Dechow, Patricia M., 1994 accounting earnings and cash flows as measures of firm performance: the role of accounting accruals. *Journal of accounting and economics*, 18, 3-42
- DeFond, M.L., Hung, M., 2004. Investor Protection and Corporate Governance: Evidence from Worldwide CEO Turnover. *Journal of Accounting Research 42*, 269-312
- Demsetz, Harold dan Belen Villalonga. 2001. Ownership Structure and Corporate Performance. *Journal of Corporate Finance Vol 7* pp 209-233
- Easterbrook, Frank H. 1984. Two Agency-Cost Explanations of Dividends. *The American Economic Review*, Vol. 74 No. 4, pp. 650-659
- Fama, E. Dan Jensen, M. 1983. Separation of Ownership and Control, *Journal of Law and Economics*, Vol. 25, pp. 302-325
- Facciao, mara dan Lasfer, M.A. 2000. Managerial Ownership, Board Structure and Firm Value: The UK Evidence. URL: <http://www.ssrn.com>.
- Fich, M. Elizier, Jie, Cai, Tran, AnhL. 2011. Stock Option Grants to Target CEOs During Private Merger Negotiations. *Journal of Financial Economics 101 (2011) 413–430*
- Forum for Corporate Governance in Indonesia (FCGI). *Corporate Governance Tata Kelola Perusahaan*, <http://www.fcgi.or.id>
- Gaver, J. J. dan K. M. Gaver. 1993. Additional Evidence on the Association Between the Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend, and Compensation Policies. *Journal Accounting & Economics*, 16, pp. 126-160
- Goyal, Vidhan K., Kenneth Lehn, Stanko Racic. 2002. Growth Opportunities and Corporate Debt Policy: The Case of The US Defense Industry. *Journal of Financial Economics*. pp. 35-59.
- Grossman, Sanford J. dan Oliver D. Hart. 1982. *Corporate Financial Structure and Managerial Incentives*. University of Chicago Press, Chicago.
- Harris, M. & Raviv, A. 1990. Capital Structure and The Informational Role of Debt. *Journal of Finance 45*, 321-349

- Harris, M. & Raviv, A. 2008. A Theory of Board Control and Size. *The review of Financial Studies* 21 (4), 1797-1832
- Huang, Chin-Sheng, Chun-Fan You dan Szu-Hsien Lin. 2009. Cash Dividend, Stock Dividend and Subsequent Growth. <http://www.sciencedirect.com/science>
- Huang G., dan M.S. Frank. 2005. The Determinants of capital Structure: Evidence from China. *China Economics Review* 17, pp. 14-36
- Harjito, Agus & Nurfauziah. 2006. Hubungan Kebijakan Hutang, Insider Ownership dan Kebijakan Dividen Dalam Mekanisme Pengawasan Masalah Agensi di Indonesia. *JAAI, Vol. 10 No. 2*.
- Hart, O., 1995. Corporate Governance: Some Theory and Implications. *The Economic Journal*, 105, 678-689.
- Harris, M. dan Raviv, A. 1988. Corporate Control Cotests and Capital Structure. *Journal of Financial Economics* 20, pp. 55-86
- Harris, M. dan Raviv, A. 1991. The Theory of Capital Structure. *Journal of Finance* 46 pp. 297-355
- Hasnawati, Sri. 2005. Dampak Set Peluang Investasi Terhadap Nilai Perusahaan Publik di Bursa Efek Jakarta. *JAAI Vol. 9 No. 2*, pp. 117-126
- Hermawan, Ancella. 2009. Kepemilikan Keluarga dan Corporate Governance. *Disertasi Program Pascasarjana Ilmu Akuntansi Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia*
- Jaggi, B. Leung S., & Gul, F. 2009. Family Control, Board Independence and Earnings Management. Evidence Based on Hong Kong Firms. *Journal of Accounting and Public Policy*, 28 (4). 281
- Jensen, M.C. and Meckling, W.H. (1976). "Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure". *Journal of Financial Economics* 3: 305-360.
- Kaen, Fred R. 2003. *A Blueprint for Corporate Governance; Strategy Accountability, and the Preservation of Shareholder Value*. New York NY. American Management Association.
- Kallapur, Sanjay, and mark A. Trombley. 1999. The Association Between Investment Opportunity Set and Realized Growth. *Journal of Business, Financial, and Accounting*, 96. pp. 505-519
- Kaaro, Hermeindito. 2001b. The Association Between Financing Decision and Investment Decision. *Journal Ekonomi dan Bisnis* Vol. VII No. 2, pp 151-164
- Kaaro, Hermeindito dan Hartono, Jogyanto. 2002. Perilaku Keputusan Investasi berbasis peluang Investasi dan etersediaan Keuangan Internal. Simposium Nasional Akuntansi 5. Semarang
- Kent, Baker H., Gary E. Powell dan E. Theodore Veit. 2002. *Journal of Economics and Finance* Vol. 26 No. 3, pp. 267-283
- Kusuma, Hadri & Erlan Susanto. 2004. Efektivitas Mekanisme Bonding: Kasus Perusahaan-perusahaan yang dikontrol Komisaris Independen. *JAAI, Vol. 8 No. 1*
- Kusuma, Hadri. 2006. Efek Informasi Asimetri Terhadap Kebijakan Dividen. *JAAI Vol. 10 No. 1*.
- Kim, Jeong-Bon, Li, Yinghua, Zang, Liandong. 2011. CFOs Versus CEOs : Equity Incentives and Crashes. *Journal of Financial Economics* 101 (2011) 713-730

La porta, R., F. Loperz-de-silanes, A. Shleifer, R., 1999. Corporate Ownership Around The World. **Journal of finance**, 54, p. 471-517

Leland, H. dan D . Pyle. 1997. **Information Asymmetries, Financial Intermediation. Journal of Finance** Vol 32 pp 371-388

Litzenberger, Robert H dan Krishna Ramaswamy. 1979. The Effects of Personal Taxes and Dividends on Capital Asset Prices: Theory and Empirical Evidence.. **Journal of Financial Economics** 7. pp. 163-195.

Litzenberger, Robert H dan Krishna Ramaswamy. 1982. The Effects of Dividend on Common Stocks Prices: Theory and Empirical Evidence. **Journal of Finance** 37. pp. 429-443.

Myers, S. C and Majluf, N. S. 1984. "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information that Investors Do Not Have". **Journal of Financial Economics** 13: 187-221.

Nuryaman. 2009. Pengaruh Konsentrasi Kepemilikan, Ukuran Perusahaan, dan Mekanisme Corporate governance terhadap Pengungkapan Sukarela. **Jurnal Akuntansi dan Keuangan Indonesia** Vol. 6 No. 1.

Rahayu, Dyah Sih. 2005. Pengaruh Kepemilikan Saham Manajerial dan Institusional Pada Struktur Modal Perusahaan. **Jurnal Akuntansi & Auditing, Vol. 01/No. 02/Mei 2005: 181-197**

Rozeff, Michael S. 1982. Dividends and Agency Costs. **Journal of Financial Research** Vol 5 pp 249-259

Scott, William R. 2006. **Financial Accounting Theory**, 4rd. Ed. Scarborough, Ontario: Prentice-hall, Canada.

Shleifer, Andrei, Robert Vishny, 1997. A Survey of Corporate Governance. **The Journal of Finance**, June, Vol 52 (2), 737-783

Schulze, William S., Michael H. Lubatkin, Richard N. Dino dan Ann K Buchholtz. 2001. Agency Relationships in Family Firms: Theory and Evidence. **Organization Science** Vol. 12 No. 2, pp. 99-116.

Siallagan, Hamonangan, Mas'ud Machfoedz, 2006. Mekanisme Corporate Governance, Kualitas Laba dan Nilai Perusahaan, **Simposium Nasional Akuntansi 9**, Padang.

Suharli, Michell. 2007. Pengaruh Profitability dan Investment Opportunity Set Terhadap Kebijakan Dividen Tunai dengan Likuiditas sebagai Variabel Penguat. **Jurnal Akuntansi dan Keuangan**, Vol. 9 No. 1. pp 9-17

Siregar, Sylvia Veronica, 2005. Pengaruh Struktur Kepemilikan, Ukuran Perusahaan dan Praktek Corporate Governane terhadap Pengelolaan Laba (Earnings Management) dan Kekeliruan Penilaian Pasar. Disertasi Program Studi Ilmu Manajemen Pascasarjana Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia.

Suranta, Eddy dan Pratana Puspa Medistusi, 2005. Pengaruh Good Corporate Governance terhadap Praktek Manajemen Laba. Konferensi Nasional Akuntansi, Peran Akuntansi dalam membangun Good Corporate Governance, hal 1-8.

Villalaonga, B. dan Amit, R. How do Family Ownership, Control and Management Affect Firm Value.? **Journal of Financial Economics** 80, pp 385-417

Vilasuso, Jon dan Alanson Minkler. 2001. Agency Cost, Asset Specificity, and the Capital Structure of the Firm. **Journal of Economic Behavior & Orgnization** Vol. 44, pp. 55-69

Wang, D. 2006. Founding Family Ownership Earning Quality. *Journal of Accounting Research* 44. Pp 619-656

Wardhani, Ratna. 2009. Disertasi Program Studi Ilmu Manajemen Pascasarjana Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia.

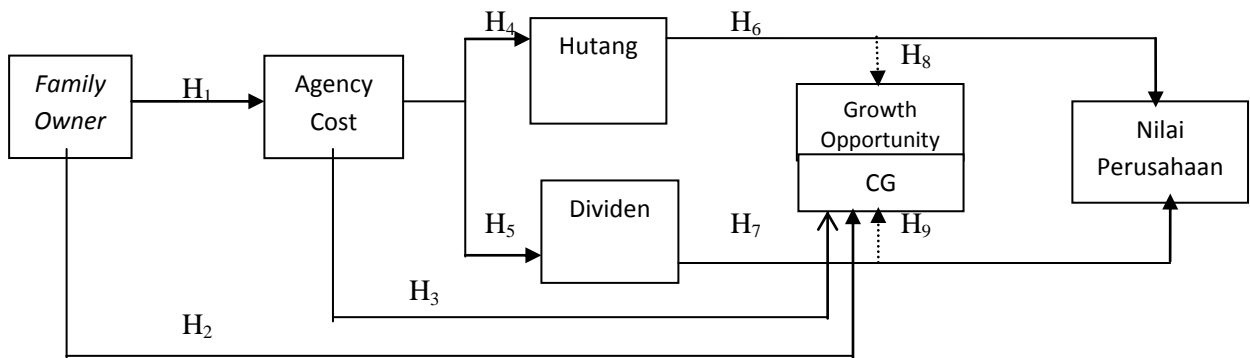
Wawo, Andi. 2010. Pengaruh Corporate Governance dan Konsentrasi Kepemilikan terhadap Daya Informasi Akuntansi. *Symposium Nasional Akuntansi XIII*, Purwokerto.

Xie, Biao, Wallace N. Davidson III, dan Peter J. Dadalt, 2003. Earnings Management and Corporate Governance: The role of the board and the Audit committee. *Journal of Corporate Finance*. Vol. 9, 295-316

Zhang, Hua, Gao, Yun-zhe, & Han, Dong-ping. 2010. "Debt Level and Equity Agency Costs: Evidence from Public Listed Companies in China. *International Conference on Management Science & Engineering (17th)*. Australia

Lampiran 1

Gambar 2.1.
Rerangka Teoritis Penelitian



Lampiran 2

Tabel 4.1
Hasil Regresi Model 1 : Pengaruh *Family Ownership* Terhadap *Agency Conflict*

Panel A : $AC_1 = \alpha + \beta_1 FO_{it} + \beta_3 LNSIZE_{it} + \beta_4 AGE_{it} + \varepsilon_{it}$					Panel B : $AC_2 = \alpha + \beta_1 FO_{it} + \beta_3 LNSIZE_{it} + \beta_4 AGE_{it} + \varepsilon_{it}$			
Dependen Variabel = AC_1					Dependen Variabel = AC_2			
Independen Variabel	Pred. Sign	Coeff	P>/t/	VIF	Pred. Sign	Coeff	P>/t/	VIF
Cons		0.304	0.000			0.209	0.000	
FO	-	-0.024	0.038**	1.02	-	-0.018	0.125	1.02
LNSIZE	+	-0.012	0.001*	1.06	+	-0.006	0.095***	1.06
AGE	-	0.001	0.886	1.07	-	0.001	0.416	1.07
F-TEST (Prob>F)	5.32 (0.0015)*				1.91 (0.1283)			
R-SQUARED	0.0631				0.0224			
N	241				254			
KETERANGAN :	AC_1=(operating expenses/annual sales), AC_2=(annual sales/total assets), FO: proporsi kepemilikan keluarga > 50% = perusahaan keluarga (dummy 1), proporsi kepemilikan keluarga <50% = perusahaan non-keluarga (dummy 0), LNSIZE= log natural total assets, AGE: jumlah tahun sejak berdiri perusahaan, Pred:p redicted, coeff: coefficient. Sig: *) pada level 1%, **) pada level 5% dan ***) pada level 10%							

Tabel 4.2
Hasil Regresi Model 2 : Pengaruh *Family Ownership*, *Agency Conflict* Terhadap *Corporate Governance*

Panel A: $CG = \alpha + \beta_1 FO_{it} + \beta_2 AC_1_{it} + \beta_3 ROI_{it} + \beta_4 LNSIZE_{it} + \beta_5 AGE_{it} + \varepsilon_{it}$					Panel B: $CG = \alpha + \beta_1 FO_{it} + \beta_1 AC_2_{it} + \beta_3 ROI_{it} + \beta_4 LNSIZE_{it} + \beta_5 AGE_{it} + \varepsilon_{it}$			
Dependen Variabel = CG					Dependen Variabel = CG			
Independen Variabel	Pred. Sign	Coeff	P>/t/	VIF	Pred Sign	Coeff	P>/t/	VIF
Cons		0.394	0.000			0.398	0.000	
FO	-	-0.031	0.000***	1.01	-	-0.029	0.000***	1.02
AC_1	+	0.104	0.001***	1.09	+			
AC_2	+				+	0.103	0.002***	1.03
ROI	+	0.003	0.000***	1.12	+	0.003	0.000***	1.08
LNSIZE	+	0.017	0.000***	1.08	+	0.017	0.000***	1.08
AGE	+	-0.001	0.757	1.14	+	-0.000	0.923	1.13
F-TEST (Prob>F)	29.11 (0.0000)				28.83 (0.0000)			
R-SQUARED	0.3598				0.3576			
N	265				265			
KETERANGAN N:	CG=index corporate governance yang dikeluarkan IICD, AC_1= (operating expenses/annual sales), AC_2= (annual sales/total assets), FO: proporsi kepemilikan keluarga > 50% = perusahaan keluarga (dummy 1), proporsi kepemilikan keluarga <50% = perusahaan non-keluarga (dummy 0), ROI= return on invesment, LNSIZE= log natural total assets, AGE: jumlah tahun sejak berdiri perusahaan, Pred: predicted, coeff: coefficient. Sig: *) pada level 1%, **) pada level 5% dan ***) pada level 10%							

Lampiran 2

Tabel 4.3
Hasil Regresi Model 3: Pengaruh Agency Conflict terhadap Kebijakan Dividen

Panel A: $DPR = \alpha + \beta_1 AC_{1it} + \beta_2 ROI_{it} + \beta_3 LNSIZE_{it} + \beta_4 AGE_{it} + \epsilon_{it}$					Panel B: $DPR = \alpha + \beta_1 AC_{2it} + \beta_2 ROI_{it} + \beta_3 LNSIZE_{it} + \beta_4 AGE_{it} + \epsilon_{it}$			
Dependen Variabel = DPR					Dependen Variabel = DPR			
Independen Variabel	Pred. Sign	Coeff	P>/t/	VIF	Pred Sign	Coeff	P>/t/	VIF
Cons		-19.511	0.001			-20.199	0.000	
AC_1	-	-5.207	0.365	1.08				
AC_2					-	0.707	0.905	1.03
ROI	+	0.598	0.000***	1.11	+	0.578	0.000***	1.08
LNSIZE	+	1.641	0.000***	1.09	+	1.659	0.000***	1.08
AGE	+	0.033	0.636	1.14	+	0.021	0.766	1.12
F-TEST (Prob>F)	15.35 (0.0000)				15.10 (0.0000)			
R-SQUARED	0.1910				0.1885			
N	265				265			
KETERANGAN:	DPR=dividend payout ratio (dividen/net income), AC_1=(operating expenses/annual sales), AC_2=(annual sales/total assets), ROI=return on investment (net income dibagi total investasi), LNSIZE=log natural total assets, AGE: jumlah tahun sejak berdiri perusahaan, Pred=predicted, coeff: coefficient. Sig: *) pada level 1%, **) pada level 5% dan ***) pada level 10%							

Tabel 4.4
Hasil Regresi Model 4 : Pengaruh Agency Conflict terhadap Kebijakan Hutang

Panel A: $DER = \alpha + \beta_1 AC_{1it} + \beta_2 ROI_{it} + \beta_3 LNSIZE_{it} + \beta_4 AGE_{it} + \epsilon_{it}$					Panel B: $DER = \alpha + \beta_1 AC_{2it} + \beta_2 ROI_{it} + \beta_3 LNSIZE_{it} + \beta_4 AGE_{it} + \epsilon_{it}$			
Dependen Variabel = DER					Dependen Variabel = DER			
Independen Variabel	Pred. Sign	Coeff	P>/t/	VIF	Pred Sign	Coeff	P>/t/	VIF
Cons		0.121	0.769			0.399	0.339	
AC_1	-	-0.573	0.189	1.09				
AC_2					-	-2.353	0.905	1.03
ROI	+	-0.077	0.000***	1.12	+	-0.072	0.000***	1.07
LNSIZE	+	0.107	0.000***	1.08	+	0.099	0.001***	1.08
AGE	+	0.008	0.116	1.13	+	0.009	0.086*	1.12
F-TEST (Prob>F)	25.88 (0.0000)				31.37 (0.0000)			
R-SQUARED	0.2840				0.3255			
N	266				265			
KETERANGAN:	DER=(debt/equity), AC_1=(operating expenses/annual sales), AC_2=(annual sales/total assets), ROI=return on investment (net income dibagi total investasi), LNSIZE=log natural total assets, AGE: jumlah tahun sejak berdiri perusahaan, Pred=predicted, coeff: coefficient. Sig: *) pada level 1%, **) pada level 5% dan ***) pada level 10%							

Lampiran 2

Tabel 4.5
Hasil Regresi Model 5

$PBV = \alpha + \beta_1 DER_{it} + \beta_2 DPR_{it} + \beta_3 CG_{it} + \beta_4 GRW_{it} + \beta_5 DER*GRW + \beta_6 DPR*GRW + \beta_7 DER*CG + \beta_8 DPR*CG + \beta_9 ROI_{it} + \beta_{10} LNSIZE_{it} + \beta_{11} AGE_{it} + \epsilon_{it}$				
Dependen Variabel = PBV				
Independen Variabel	Predicted Sign	Coefficient	P>/t/	VIF
Cons		-2.737	0.011	
DER	+	0.336	0.607	1.83
DPR	+	-0.150	0.000***	1.71
CG	+	2.771	0.10*	1.42
GRW	-	-0.515	0.22	1.78
DER*GRW	-	0.327	0.188	5.01
DPR*GRW	-	0.004	0.786	2.94
DER*CG	+	-0.629	0.531	1.19
DPR*CG	+	0.234	0.000***	1.15
ROI	+	0.054	0.000***	1.66
LNSIZE	+	0.159	0.000***	1.35
AGE	+	-0.008	0.153	1.13
F-TEST (Prob>F)	14.42 (0.0000)			
R-SQUARED	0.3969			
N	253			
KETERANGAN	PBV=(MVE+D/BVE+D), DER=(debt/equity), DPR: <i>dividend payout ratio</i> (=dividen/ <i>net income</i>), GRW: <i>asset growth</i> , CG: <i>index CG</i> , DER*GRW: interaksi DER dan GRW, DPR*GRW: interaksi DPR dan GRW, DER*CG: interaksi DER dan CG, DPR*GRW: interaksi DPR dan GRW, ROI: <i>return on invesment</i> (=net income dibagi total investasi), LNSIZE = <i>log natural total assets</i> , AGE: jumlah tahun sejak berdiri perusahaan Sig: *) pada level 1%, **) pada level 5% dan ***) pada level 10%			