

**EVA SEBAGAI MEDIASI KESEMPATAN INVESTASI, *LEVERAGE*, DAN KEBIJAKAN DIVIDEN TERHADAP NILAI PERUSAHAAN**

**Ni Wayan Nurani Wijanti<sup>1</sup>**  
**I.B Panji Sedana<sup>2</sup>**  
**I.B Anom Purbawangsa<sup>3</sup>**

<sup>1,2,3</sup> Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Udayana, Bali, Indonesia  
e-mail : nuraniwijanti@yahoo.com

**ABSTRAK**

Peningkatan nilai dalam perusahaan sering dikaitkan dengan kesejahteraan pemegang saham sebagai hasil dari kinerja yang dilakukan perusahaan selama ini dan *economic value added* (EVA) merupakan hasil dari kinerja keuangan perusahaan. EVA merupakan variabel yang diprediksi dapat memediasi pengaruh kesempatan investasi, *leverage* dan kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan melalui metode analisis jalur. Pada penelitian ini menggunakan sampel sensus dengan empat belas perusahaan dari berbagai jenis manufaktur di Bursa Efek Indonesia. Penelitian ini memberikan temuan bahwa EVA hanya mampu memediasi *leverage* terhadap nilai perusahaan, begitu pula dengan pengaruh langsung terhadap nilai perusahaan ternyata hanya dipengaruhi oleh *leverage* perusahaan.

**Kata kunci :** Kesempatan Investasi, *Leverage*, Kebijakan Dividen, EVA, Nilai Perusahaan

**ABSTRACT**

Increase in the value a company has often linked to shareholder welfare as a result of company performance. One of company performance which is financial performance can be seen as economic value added (EVA). EVA is predicted as a variable that can mediating investment opportunity, leverage, and dividend policy in influencing company value with the help of path analysis. This research used census of manufacturing companies listed in Bursa Efek Indonesia (BEI) that sharing its dividend throughout time window 2010 until 2013. As result of this research state, EVA only can mediating leverage influence to company value. Likewise, on examination of variable direct effect is founded only leverage that can influence directly to company value.

**Key words:** Investment Opportunity, Leverage, Dividend Policy, Company Value

## PENDAHULUAN

Peningkatan nilai perusahaan merupakan suatu upaya jangka panjang milik perusahaan. Perusahaan berusaha berlomba-lomba untuk meningkatkan nilainya. Saat perusahaan itu dijual, nilai yang dibayarkan oleh investor sebagai investasi setara dengan nilai perusahaan (Brigham dan Houston, 2013:11). Nilai yang dimaksudkan dibayar oleh investor adalah harga dari perusahaan itu sendiri yang termasuk harga sahamnya. Persepsi investor terhadap kemampuannya meningkatkan nilainya sering dikaitkan dengan harga saham (Kusumajaya, 2011). Nilai perusahaan yang meningkat adalah hasil dari evaluasi kesempatan investasi yang baik sebelumnya. Opsi investasi masa depan dan perpaduan penempatan aset adalah pengertian dari perusahaan dipandang dari penguraian *investment opportunity set* oleh Myers (1977). Pembelian perusahaan akan menentukan di masa yang akan datang dari nilai perusahaannya (Zahro, 2009). Naiknya kesempatan investasi diiringi dengan baiknya kinerja perusahaan akan meningkatkan aliran kas yang lebih tinggi yang akan digunakan lagi untuk mendapatkan kesempatan investasi tinggi (Safii, 2008).

Mendapatkan keuntungan di masa depan dengan pemanfaatan kesempatan investasi yang ada dari aliran kas yang bebas merupakan pemikiran yang potensial dari manajer (Pratiska, 2012). Masalah yang timbul berupa konflik kepentingan tidak dapat dihindari antara manajer dengan investor dari aliran kas bebas yang akan menyebabkan *agency cost* (Frankfurter *et al.*, 2003:100). Tingginya aliran kas bebas dengan tingginya tingkat hutang dalam perusahaan biasanya sebanding (Pouraghajan, 2012). Rashid dan Anisur (2007) mengungkapkan manfaat pajak ditukar dengan

penggunaan hutang. Tingginya hutang atau *leverage* akan memungkinkan perusahaan untuk dapat memenuhi kegiatan operasionalnya menjadi lebih baik, sehingga akan membantu dalam nilai perusahaan yang meningkat. Potensi gangguan keuangan ditambah dengan kebangkrutan akan terjadi bila kepemilikan hutang atau *leverage* berlebihan sehingga manfaat yang dirasakan lebih sedikit dari keluarnya biaya (Soejono, 2010).

Pembayaran biaya dari hutang ternyata akan mengurangi pembagian dana berupa dividen kepada investor. Diperlukan kebijakan dividen yang seimbang dalam rangka memaksimalkan nilai perusahaan berupa kesejahteraan investor atau pertumbuhan perusahaan (Besley dan Brigham, 2004:417). Berbagai pendapat mengenai kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan yang berbeda-beda seperti *earning power asset* perusahaanlah yang menentukan nilai perusahaan bukan dari kebijakan dividen, ada juga teori yang berpendapat bahwa dividen lebih berharga daripada *capital gain* dan teori-teori mengenai kebijakan dividen lainnya mengenai bagaimana sesungguhnya pengaruh kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan (Brigham dan Daves, 2013:598).

Saat keputusan keuangan telah dibuat seoptimal mungkin, kinerja keuangan berupa *economic value added* (EVA) seharusnya mengalami pertumbuhan yang sama. Nilai pemegang saham akan mendapatkan tambahan dari penggunaan *economic value added* (Brigham dan Houston, 2013:69). Keputusan investasi untuk mengambil kesempatan investasi menurut penelitian Bhatia dan Mengi (2014) memengaruhi EVA secara positif signifikan. Paragh (2012) menambahkan dari sisi

penciptaan hutang yang lebih akan meningkatkan laba ekonomi khususnya *economic value added*. Pemegang saham yang mendapatkan nilai tambah dengan dividen yang dibagikan semakin besar akan memberikan informasi ke pasar yang meningkatkan harga saham meningkat (Nawalkha, 2011). EVA menjadi variabel yang harus diperhitungkan untuk meningkatkan nilai perusahaan.

Perusahaan manufaktur memerlukan biaya modal yang tidak sedikit untuk operasional perusahaan dan pada tahun 2010-2011 pertumbuhan perusahaan manufaktur terkesan *stagnan* akibat krisis yang melanda Amerika tahun 2008.

Penelitian ini merumuskan permasalahannya sebagai berikut:

- 1) Apakah kesempatan investasi, *leverage* dan kebijakan dividen berpengaruh positif signifikan terhadap EVA?
- 2) Apakah EVA, kesempatan investasi, *leverage* dan kebijakan dividen berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan?

Signifikansi pengaruh kesempatan investasi, *leverage* dan kebijakan dividen terhadap EVA perlu diketahui merupakan tujuan pertama adanya penelitian ini. Tujuan selanjutnya semua variabel dalam tujuan pertama terhadap nilai perusahaan.

Pemberian bukti empiris pada manajemen keuangan merupakan manfaat teoritis, sedangkan pemberian tambahan informasi dan bahan pertimbangan bagi para investor untuk berinvestasi pada sektor manufaktur merupakan manfaat praktis.

## **Nilai Perusahaan**

Tingkat keberhasilan perusahaan dalam pengelolaan sumber daya pada tahun ke  $t$  akan tercermin pada harga saham tahun  $t+1$  dipersepsikan investor sebagai nilai perusahaan (Sujoko dan Soebiantoro, 2007). Paparan yang diungkapkan oleh Subramaniam (2011) membagi harga saham dalam upaya menilai perusahaan ke dalam tiga bentuk nilai yaitu buku, pasar dan intrinsik. Ukuran tepat suatu harga saham adalah yang terbesar saat penutupannya (Ihsan, 2009).

### ***Economic Value Added***

Biaya modal sangat perlu dicukupi tidak hanya biaya operasi dalam perusahaan (Dj *et al.*, 2012). EVA merupakan ukuran yang memperhitungkan biaya modal, sehingga dapat diketahui apakah penciptaan nilai telah terjadi atau belum pada perusahaan.

### **Teori Struktur Modal**

Pengelolaan modal dalam perusahaan sering kali menggunakan hutang sebagai sumber dananya. *Trade off theory* memaparkan nilai perusahaan akan meningkat dengan penggunaan hutang, akan tetapi pada titik tertentu akan menurun seiring hutang yang proporsinya menjadi lebih besar daripada manfaatnya (Chen dan Chen, 2011). Adapula urutan khusus yang dimulai dari laba ditahan, hutang kemudian saham untuk pembiayaan yang diulas oleh *pecking order theory* (Ramlall, 2009).

### **Teori Dividen**

Terdapat berbagai teori dividen menurut Jakata *et al.* (2013) seperti ketidakrelevanan dividen, *the bird in the hand theory*, *tax differential theory*,

*information content of hypothesis* dan *cliente effect* mendukung penelitian ini dimana hanya *the bird in the hand theory* dan *information content of hypothesis* yang menunjukkan prediksi pengaruh positif signifikan kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan.

### **Hipotesis Penelitian**

#### **Pengaruh Variabel Kesempatan Investasi, *Leverage* dan Kebijakan Dividen terhadap *Economic Value Added***

Tingginya kesempatan investasi yang di proksikan dengan *free cash flow* digunakan manajer untuk kembali berinvestasi, sehingga harapan yang dihasilkan melebihi *return* kemudian laba meningkat (Wang, 2010).

H1 : Kesempatan Investasi berpengaruh positif signifikan terhadap EVA

Hutang atau *leverage* yang dimiliki perusahaan akan membuat manajer menjadi lebih disiplin saat beroperasi di pasar modal untuk mencari proyek yang lebih bernilai sehingga meningkatkan nilai tambah ekonomi (Saddour, 2006).

H2 : *Leverage* berpengaruh positif signifikan terhadap EVA

Kebijakan dividen yang merupakan keputusan perusahaan dimana besarnya dividen yang diterima akan memberikan tambahan nilai kepada pemegang saham yang tentunya diproksikan dengan EVA (Nawalkha, 2011).

H3 : Kebijakan dividen berpengaruh positif signifikan terhadap EVA

#### **Pengaruh Variabel Kesempatan Investasi, *Leverage*, Kebijakan Dividen dan *Economic Value Added* terhadap Nilai Perusahaan**

Alat ukur dalam menilai perilaku investasi dari kinerjanya yang merupakan EVA sebagai nilai tambah akan memberi dampak pada nilai perusahaan yang tinggi (Nthoesane, 2012).

H4 : EVA berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan

Tingginya aliran kas bebas akan menyediakan kesempatan investasi semakin besar sehingga perusahaan memiliki prospek yang bagus diiringi dengan meningkatnya nilai dari perusahaan itu (Abdoli dan Pourkazemi, 2012).

H5 : Kesempatan investasi berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan.

Perusahaan yang memiliki hutang dan menggunakannya untuk menghasilkan keuntungan tinggi akan dilihat investor sebagai perusahaan yang menguntungkan sehingga meningkatkan nilai perusahaan (Cheng dan Tzeng, 2010).

H6 : Leverage berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan.

Dividen yang mampu dibayarkan oleh perusahaan, maka perusahaan itu diasumsikan sebagai perusahaan yang memiliki keuntungan sehingga menarik investor untuk berinvestasi yang akan meningkatkan nilai perusahaan kedepannya (Darminto, 2010).

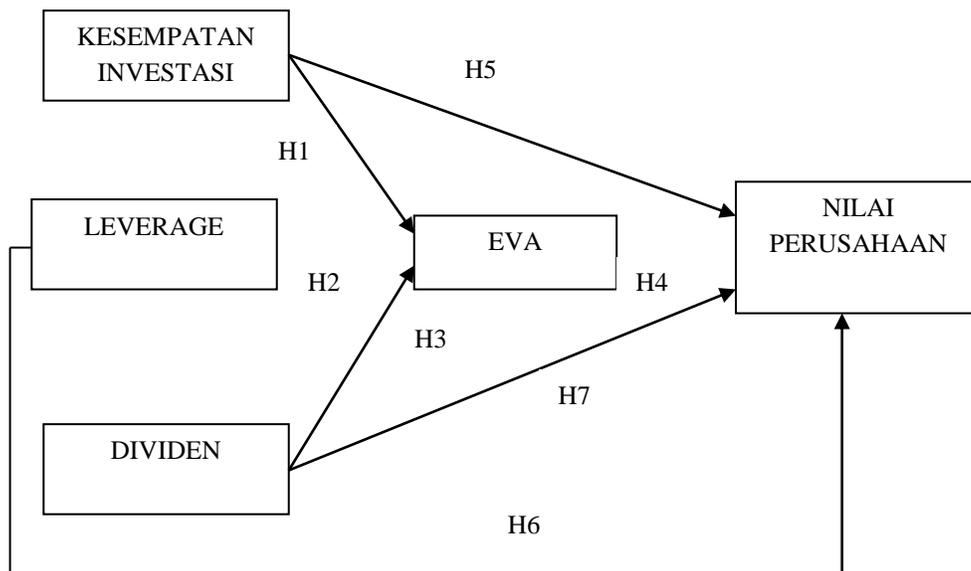
H7 : Kebijakan dividen berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan.

Dari berbagai penjelasan di atas maka dapat ditarik hipotesis EVA sebagai variabel mediasi terhadap nilai perusahaan adalah sebagai berikut:

H8 : *Economic value added* mampu memediasi pengaruh kesempatan investasi terhadap nilai perusahaan.

H9 : *Economic value added* mampu memediasi pengaruh *leverage* terhadap nilai perusahaan

H10: *Economic value added* mampu memediasi pengaruh kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan.



**Gambar 1**  
**Kerangka Konseptual Pengaruh Kesempatan Investasi, *Leverage*, dan Kebijakan Dividen terhadap *Economic Value Added* (EVA) dan Nilai Perusahaan Manufaktur Bursa Efek Indonesia**

### Variabel Penelitian

Penelitian ini terdiri dari dua variabel yaitu variabel endogen dimana keberadaannya dipengaruhi variabel lainnya (Riduwan dan Engkos, 2011:5) yang terdiri dari nilai perusahaan dan EVA. Variabel selanjutnya adalah variabel eksogen yang memengaruhi variabel lainnya (Riduwan dan Engkos, 2011: 4) terdiri dari variabel kesempatan investasi, *leverage* dan kebijakan dividen.

### Populasi dan Sampel Penelitian

Penelitian ini menggunakan penentuan sampel dengan teknik sensus perusahaan manufaktur yang membagikan dividen di Bursa Efek Indonesia tahun 2010-2013, penggunaan sensus dilakukan sebab hanya terdapat empat belas perusahaan yang membagikan dividen secara berturut-turut dari tahun 2010-2013.

### HASIL DAN PEMBAHASAN

#### Deskripsi Variabel Penelitian

**Tabel 1**  
**Statistik Deskriptif Variabel Penelitian**

Variabel	N	Minimum	Maximum	Mean	Std Deviation
FCF (X1)	56	-790774	5933515	133996	959460,9
DER (X2)	56	0,29	3,24	1,24	0,616
DPR (X3)	56	944,92	944,99	55,16	126,08
EVA (Y1)	56	403122,4	410172,8	135884,2	84605,95
CP (Y2)	56	1199882	1200000	46895,84	190584,8

Sumber: data diolah peneliti, 2016

Berdasarkan Tabel 1 maka dapat dilihat bahwa nilai paling minimum terhadap nilai perusahaan dihasilkan oleh *free cash flow*, untuk nilai rata-rata terbesar dipengaruhi oleh EVA dan nilai penyimpangan tertinggi kembali dihasilkan oleh *free cash flow*.

**Tabel 2**  
**Rekapitulasi Output Pengaruh Langsung Model Pertama**

Variabel	Std. Error	Stdzed. Coef. Beta	t hit	Sig.
IOS (X1)	0,127	0,179	1,407	0,165

DER (X2)	0,126	-0,305	-2,425	0,019
DPR (X3)	0,127	-0,261	-2,054	0,045

Sumber: Data diolah peneliti, 2016

Berdasarkan *output* Tabel 2 untuk mengetahui besarnya pengaruh yang diteliti, diperoleh hasil persamaan struktural adalah sebagai berikut:

$$Y_1 = 0,179X_1 - 0,305X_2 - 0,261 X_3$$

Dimana:

- $Y_1 = \text{Economic Value Added}$
- $X_1 = \text{Kesempatan Investasi}$
- $X_2 = \text{Leverage}$
- $X_3 = \text{Kebijakan Dividen}$

Persamaan di atas menunjukkan arah serta besarnya pengaruh masing-masing variabel eksogen terhadap variabel endogen sebagai berikut:

$\beta_1 = 0,179$  memiliki arti bahwa saat kesempatan investasi meningkat sebesar satu satuan, maka *economic value added* akan meningkat sebesar 0,179 satuan.

$\beta_2 = -0,305$  memiliki arti bahwa saat *leverage* meningkat sebesar satu satuan, maka *economic value added* akan menurun sebesar 0,305 satuan.

$\beta_3 = -0,261$  memiliki arti bahwa saat kebijakan dividen meningkat sebesar satu satuan, maka *economic value added* akan menurun sebesar 0,261 satuan.

**Tabel 3**  
**Rekapitulasi *Output* Pengaruh Langsung Model Kedua**

Variabel	Std. Error	Stdzed. Coef. Beta	t hit	Sig.
IOS (X1)	0,121	-0,002	-0,015	0,988
DER (X2)	0,124	0,406	3,270	0,002

DPR (X3)	0,124	0,029	0,238	0,813
EVA (Y1)	0,130	0,528	4,071	0,000

Sumber: Data diolah peneliti, 2016

Berdasarkan *output* Tabel 5.3 untuk mengetahui besarnya pengaruh yang diteliti, diperoleh hasil persamaan struktural adalah sebagai berikut:

$$Y_2 = -0,002 X_1 + 0,406 X_2 + 0,029 X_3 + 0,528 Y_1$$

Dimana:

- $Y_2$  = Nilai Perusahaan
- $Y_1$  = *Economic Value Added*
- $X_1$  = Kesempatan Investasi
- $X_2$  = *Leverage*
- $X_3$  = Kebijakan Dividen

Persamaan di atas menunjukkan arah serta besarnya pengaruh masing-masing variabel eksogen terhadap variabel endogen sebagai berikut:

$\beta_1 = -0,002$  memiliki arti bahwa saat kesempatan investasi meningkat sebesar satu satuan, maka nilai perusahaan akan menurun sebesar 0,002 satuan.

$\beta_2 = 0,406$  memiliki arti bahwa saat *leverage* meningkat sebesar satu satuan, maka nilai perusahaan akan meningkat sebesar 0,406 satuan.

$\beta_3 = 0,029$  memiliki arti bahwa saat kebijakan dividen meningkat sebesar satu satuan, maka nilai perusahaan akan meningkat sebesar 0,029 satuan.

$Y_1 = 0,528$  memiliki arti bahwa saat *economic value added* meningkat sebesar satu satuan, maka nilai perusahaan akan meningkat sebesar 0,528 satuan.

### Uji Signifikansi Parsial

Berdasarkan Tabel 2 maka diperoleh nilai  $\alpha = 0,05$  dan nilai  $df = n - k = 56 - 4 = 52$ , maka diperoleh t tabel sebesar 2,009, kemudian dibandingkan dengan nilai T hitung yang didapatkan dan bila nilainya lebih besar dari t tabel maka hipotesis yang diajukan dapat diterima. Berikut merupakan pembahasan hasil penelitian:

### **1. Kesempatan Investasi Berpengaruh Positif Tidak Signifikan terhadap *Economic Value Added***

Indikator *free cash flow* yang merupakan proksi dari variabel kesempatan investasi dalam penelitian ini menunjukkan bahwa terdapat pengaruh positif tidak signifikan antara variabel kesempatan investasi terhadap *economic value added*. Hasil penelitian ini menolak hipotesis yang diajukan, dimana kesempatan investasi berpengaruh positif signifikan terhadap *economic value added*. Aktivitas investasi perusahaan mampu meningkatkan nilai EVA, akan tetapi aktivitas investasi juga mengurangi aliran kas bebas yang ada. Aliran kas bebas yang ada merupakan sumber dana internal yang dapat digunakan untuk kesejahteraan investor atau kegiatan operasional. Kesempatan investasi yang tinggi akan mengurangi nilai EVA sebab adanya tambahan biaya modal yang baru akibat dari usaha manajemen untuk memenuhi peluang investasi tersebut.

Peluang investasi yang dimanfaatkan dengan tepat berimplikasi pada tingkat pengembalian yang tinggi. Investasi yang dilakukan perusahaan akan meningkatkan laba perusahaan dimasa yang akan datang, bukan pada saat investasi dilakukan. Perusahaan yang memiliki *free cash flow* yang besar juga akan mendapatkan tekanan dari penanam modal kepada pimpinan perusahaan dan hal tersebut dilakukan agar

pimpinan perusahaan tidak menggunakan arus kas bebas sebagai kebijakan yang cenderung merugikan penanam modal, seharusnya manajemen menggunakan *free cash flow* sebagai kebijakan meminimalkan biaya agensi.

Hasil penelitian sejalan dengan hasil penelitian Vijayakumar (2012) bahwa kesempatan investasi berpengaruh tidak signifikan terhadap *economic value added* dimana aliran kas bebas yang dimiliki perusahaan tidak hanya digunakan untuk berinvestasi kembali melainkan kas tersebut dapat dibagikan dan diklaim milik investor. Tortella dan Brusco (2001) memaparkan hasil penelitiannya bahwa kesempatan investasi berpengaruh tidak signifikan terhadap *economic value added*. Hasil penelitian ini juga sesuai dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Marinda *et al.* (2014) dan Soejono (2010) dimana kesempatan investasi berpengaruh tidak signifikan terhadap nilai tambah ekonomi. Sudarmakiyanto *et al.* (2013) menemukan hasil penelitian serupa yaitu kesempatan investasi berpengaruh tidak signifikan terhadap *economic value added*, hal ini dikarenakan semakin besar kesempatan investasi yang menguntungkan maka investasi yang dilakukan akan semakin besar.

## **2. Leverage Berpengaruh Negatif Signifikan terhadap Economic Value Added**

Indikator *debt to equity ratio* yang merupakan proksi dari variabel *leverage* dalam penelitian ini menunjukkan bahwa terdapat pengaruh negatif signifikan antara variabel *leverage* terhadap *economic value added*. Hasil penelitian menolak hipotesis yang diajukan yaitu *leverage* berpengaruh positif signifikan terhadap *economic value added*. Hal ini menunjukkan bahwa hutang yang semakin tinggi akan menyebabkan biaya hutang termasuk di dalamnya biaya bunga yang semakin tinggi pula sehingga

nilai tambah ekonomi yang diberikan akan semakin sedikit. Kepemilikan hutang yang tinggi juga menyebabkan kepemilikan kas menjadi lebih sedikit sehingga akan menimbulkan masalah *agency cost*. Hutang yang semakin tinggi memiliki risiko perusahaan yang semakin tinggi bagi perusahaan, risiko inilah yang mengurangi nilai tambah ekonomi akibat tingginya biaya hutang yang dimiliki perusahaan.

Penelitian yang dilakukan Saddour (2006) memiliki hasil yang serupa dimana *leverage* berpengaruh negatif signifikan terhadap *economic value added*. *Leverage* pada dasarnya mengukur risiko keuangan perusahaan dari penggunaan hutang, semakin tinggi *debt to equity ratio* mengindikasikan semakin tingginya tingkat *leverage* perusahaan dan merepresentasikan tingginya risiko keuangan perusahaan (Pandya, 2016).

Hasil penelitian ini sesuai dengan *trade off theory* yang menyatakan bahwa perusahaan menukar manfaat pajak dari penggunaan hutang dengan masalah yang ditimbulkan oleh potensi kebangkrutan (Brigham dan Houston, 2013:463). Semaasih perusahaan mendapatkan manfaat dari penggunaan hutang maka risiko perusahaan masih dalam taraf aman, akan tetapi bila penggunaan hutang oleh perusahaan lebih besar biaya dibandingkan manfaat yang didapatkan maka hutang akan menjadi masalah yang menimbulkan potensi kebangkrutan. Hasil penelitian ini menolak hipotesis yang diajukan akan tetapi mendukung salah satu penggunaan teori yaitu *trade off theory*, semakin tinggi *leverage* yang dimiliki perusahaan maka semakin rendah nilai tambah ekonomi yang akan didapatkan oleh perusahaan.

### **3. Kebijakan Dividen Berpengaruh Negatif Signifikan terhadap *Economic Value Added***

Kebijakan dividen yang diprosikan dengan *dividend payout ratio* pada hasil penelitian ini menunjukkan hasil yang berlawanan dengan hipotesis dimana kebijakan dividen berpengaruh negatif signifikan terhadap *economic value added*. Dividen merupakan nilai yang dibagikan kepada investor setelah laba bersih diketahui. Semakin tinggi dividen yang dibagikan akan menyebabkan laba yang ditahan berkurang untuk kegiatan operasional dan akan menurunkan nilai tambah atau kemakmuran yang akan didapatkan oleh investor.

Perusahaan merasa memiliki kemampuan untuk menyejahterakan pemegang saham dari kegiatan operasionalnya selama ini dengan membagikan dividen. Perusahaan yang tidak memiliki kemampuan finansial yang baik dan memaksa untuk membagikan dividen hanya untuk menarik minat pemegang saham untuk berinvestasi dalam perusahaan, akan menyebabkan gangguan keuangan pada perusahaan.

Semakin tinggi laba yang ada digunakan untuk membayar dividen maka semakin kecil kemampuan perusahaan untuk dapat memberikan nilai tambah kepada investor sebab uang yang seharusnya dapat digunakan untuk berinvestasi kembali guna meningkatkan *return* di masa depan akan berkurang. Hasil penelitian ini sejalan dengan Haque *et al.* (2013) dimana kebijakan dividen berpengaruh negatif signifikan terhadap *economic value added*, hal ini menunjukkan bahwa semakin tinggi dividen yang dibagikan justru semakin mengurangi nilai tambah ekonomi yang diberikan perusahaan.

#### **4. *Economic Value Added* Berpengaruh Positif Signifikan terhadap Nilai perusahaan**

Hasil penelitian ini sejalan dengan hipotesis yang diajukan dimana EVA berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan. Saat nilai EVA positif dan semakin meningkat berarti telah terjadi nilai tambah ekonomi bagi perusahaan, dan perusahaan dikatakan mampu memenuhi harapan pemodal karena *return* yang dihasilkannya melebihi tingkat biaya modal yang diharapkan oleh pemodal atas investasinya. EVA dapat digunakan sebagai alat ukur yang sangat penting dalam penilaian terhadap kinerja terutama menilai perilaku investasi suatu perusahaan yang berdampak pada tingginya nilai perusahaan tersebut (Bhatia dan Mengi, 2014).

Penggunaan EVA mendorong manajer berpikir dan bertindak seperti halnya pemegang saham yaitu memiliki investasi yang memaksimalkan tingkat biaya modal sehingga nilai perusahaan dapat dimaksimalkan. Semakin tinggi EVA suatu perusahaan maka akan memberikan persepsi kepada investor bahwa perusahaan sedang mengalami pertumbuhan dan mampu memberikan nilai tambah. EVA merupakan indikator kinerja perusahaan dan dalam konsepnya menyatakan bahwa kesejahteraan hanya dapat tercipta ketika perusahaan mampu memenuhi semua biaya operasi dan biaya modalnya. Keadaan yang demikian akan menciptakan permintaan pasar terhadap saham perusahaan bertambah, sehingga harga saham selaku nilai dari perusahaan di pasar akan meningkat.

Hasil penelitian ini mendukung tujuan dari perusahaan yaitu meningkatkan nilainya dimana EVA tidak hanya berfokus pada memaksimalkan *profit* melainkan

juga memaksimalkan kemakmuran pemegang saham melalui maksimalisasi nilai perusahaan. Nilai EVA yang positif menunjukkan laba operasi setelah pajak melebihi biaya modal yang dibutuhkan untuk menghasilkan laba tersebut dan tindakan manajemen menambah nilai perusahaan bagi pemegang saham sesuai dengan tujuan keputusan keuangan secara normatif adalah untuk memaksimalkan nilai perusahaan.

John dan Muthusamy (2011) memaparkan bahwa dengan EVA yang positif akan mampu meningkatkan kekayaan pemegang saham dan nilai perusahaan, dimana hanya investasi yang memiliki EVA yang positif yang dapat melakukannya ditambah dengan penggunaan hutang atau modal sendiri yang tepat dalam mengelola keuangannya. Destri *et al.* (2012) memaparkan bahwa EVA mengurangi nilai aktivitas yang memberikan keuntungan kedepan yang sulit dan tidak pasti. Saat manajer berfokus pada EVA hal ini akan membantu memastikan bahwa mereka telah mengoperasikan perusahaan dengan cara yang konsisten untuk memaksimalkan kekayaan pemegang saham.

##### **5. Kesempatan Investasi Berpengaruh Negatif Tidak Signifikan terhadap Nilai Perusahaan**

Kesempatan investasi yang diprosikan dengan aliran kas bebas berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap nilai perusahaan dan menolak hipotesis yang diajukan. Besar kecilnya aliran kas bebas yang ada pada perusahaan manufaktur di BEI tidak direspon oleh pasar sehingga tidak berdampak langsung pada perubahan harga saham. Kas berlebih pada perusahaan yang seharusnya didistribusikan kepada para pemegang saham dipengaruhi oleh kebijakan manajemen sehingga aliran kas

bebas tidak berpengaruh langsung terhadap perubahan nilai perusahaan. Perusahaan manufaktur lebih memilih untuk berinvestasi yang memerlukan biaya modal yang tinggi, sehingga perusahaan harus jeli dalam melihat peluang investasi yang ada.

Hasil penelitian Azhagaiah dan Gejalakshmi (2014) menunjukkan bahwa aliran kas bebas yang terlalu tinggi tidak meningkatkan nilai perusahaan sebab kas yang ada menjadi permasalahan untuk digunakan oleh para pemegang saham untuk kesejahteraannya atau manajer perusahaan untuk kebutuhan ekspansi maupun operasional perusahaan. Menurut hasil penelitian Pouraghajan *et al.* (2012) para pemegang saham mungkin menggunakan *free cash flow* mereka ketika belum terdapat kesempatan investasi yang tersedia untuk perusahaan.

Manajer yang melihat kondisi ini justru menginginkan kas yang ada digunakan untuk berinvestasi kembali. Adanya biaya agensi dapat mengontrol manajer dalam meningkatkan nilai perusahaan dari sisi kas yang dapat ditambahkan pada perusahaan mereka. Hasil penelitian yang dilakukan oleh Yuliani *et al.* (2012) memaparkan perusahaan yang bergerak dibidang manufaktur, lebih baik menggunakan dana untuk menambah modal kerja dibandingkan melihat peluang investasi yang ada, sehingga kesempatan investasi tidak memiliki pengaruh terhadap tinggi atau rendahnya nilai perusahaan.

Hasil penelitian ini mendukung teori *agency problem* (Brigham dan Daves, 2013:533) dimana kepemilikan aliran kas bebas menjadi permasalahan dalam penggunaannya oleh para pemegang saham untuk meningkatkan kesejahteraannya ataukah digunakan oleh manajer untuk memperluas ekspansi perusahaan sehingga

kesempatan investasi yang diproksikan dengan aliran kas bebas berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. Semakin tinggi aliran kas bebas yang dimiliki perusahaan justru akan mengurangi nilai perusahaan. Konflik kepentingan antara kas bebas yang ada membawa informasi ke pasar saham bahwa perusahaan sedang mengalami *agency problem* dan akan menyebabkan sejumlah *agency cost*.

Keberadaan informasi yang didapatkan di pasar saham tidak terlepas dari konsep *information content of hypothesis*. Konsep *information content of hypothesis* serupa dengan teori *agency problem* yaitu mendukung hasil penelitian ini dimana kesempatan investasi yang diproksikan dengan aliran kas bebas berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. Kondisi yang ada dalam perusahaan akan membawa informasi ke pasar modal. Informasi tersebut disaring oleh investor apakah memiliki manfaat atau tidak bagi dirinya, dengan adanya *agency problem* maka informasi yang ada di pasar mengenai pengaruh aliran kas bebas terhadap nilai perusahaan menjadi tidak signifikan. Investor menjadi ragu apakah dengan aliran kas bebas yang tinggi menjamin kesejahteraannya atautkah memberikan aliran kas bebas kepada manajer untuk memperluas ekspansi perusahaan.

#### **6. Leverage Berpengaruh Positif Signifikan terhadap Nilai Perusahaan**

Hasil penelitian dimana *leverage* berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan sesuai dengan hipotesis yang diajukan. Semakin tinggi proporsi hutang semakin tinggi kemampuan perusahaan untuk memperoleh laba dan harga saham. Perusahaan yang mampu menggunakan sumber dana dari hutang dengan baik maka

perusahaan akan memperoleh laba yang optimal sehingga akan menarik minat investor untuk berinvestasi dan meningkatkan nilai perusahaan.

Berdasarkan hasil penelitian ini yaitu *leverage* berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan mendukung teori yang dipaparkan oleh Modigliani dan Miller yang dikutip dari Brigham dan Daves (2013:573) dimana saat adanya pajak penghasilan, nilai perusahaan yang menggunakan hutang ternyata lebih tinggi daripada perusahaan yang tidak menggunakan hutang. *Trade off theory* yang merupakan hasil penelitian Modigliani dan Miller memaparkan bahwa perusahaan menukar manfaat pajak dari penggunaan hutang, sehingga perusahaan yang dibiayai dengan hutang dapat meningkatkan pendapatannya dan investor yang melihat hal ini akan tertarik untuk berinvestasi dalam perusahaan sehingga meningkatkan harga saham yang merupakan proksi dari nilai perusahaan. Investor merasa bahwa dengan adanya *leverage* akan memberikan efek positif bagi kinerja manajemen perusahaan, karena manajemen perusahaan akan terdorong oleh kewajiban pembayaran bunga dan hutangnya, sehingga mereka akan bekerja lebih keras dibandingkan dengan tidak adanya hutang.

Cheng dan Tzeng (2010) menyatakan dalam hasil penelitiannya dengan perusahaan memiliki hutang dan mampu mengelolanya dengan baik akan mendapatkan penilaian yang baik, sehingga kedepannya dapat dipermudah saat membutuhkan pinjaman hutang dan hal ini berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan. *Debt to equity ratio* yang tinggi memiliki dampak positif terhadap nilai perusahaan, karena jika perusahaan memperoleh pinjaman hutang yang banyak

maka perusahaan memiliki tambahan dana yang bisa digunakan untuk kebutuhan biaya operasional perusahaan (Sutriani, 2014).

### **7. Kebijakan Dividen Berpengaruh Positif Tidak Signifikan terhadap Nilai Perusahaan**

Kebijakan dividen yang diprosikan dengan *dividend payout ratio* menunjukkan hasil yang berpengaruh positif tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. Hal ini menolak hipotesis yang diajukan dimana kebijakan dividen berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan. Saat kebijakan dividen perusahaan memilih untuk membayarkan dividen, terutama dividen tunai, maka pajak akan dikenakan terhadap *cash dividend* yang dibagikan terhadap pemegang saham, sehingga setiap pembagian dividen maka pemegang saham akan dikenakan pajak. Keadaan yang demikian membuat sebagian investor terutama yang berorientasi jangka pendek merasa diberatkan dengan keberadaan pajak.

Hasil penelitian ini mendukung keberadaan teori ketidakrelevanan dividen, dimana kebijakan dividen perusahaan tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Menurut teori ini, besarnya nilai perusahaan tidak ditentukan dari sedikit atau banyaknya dividen yang dibagikan melainkan ditentukan oleh *earning power* dari aset perusahaan (Brigham dan Daves, 2013:598).

Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Pratiska (2012) dimana kebijakan dividen berpengaruh tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. Menurut hasil penelitian yang dilakukan Jakata dan Nyamugure (2013) kebijakan dividen berpengaruh tidak signifikan terhadap nilai perusahaan yang

diprosikan dengan harga saham dikarenakan para pemegang saham lebih menginginkan *capital gain* hal ini bisa dikarenakan kebanyakan investor dalam perusahaan tersebut ialah spekulan atau investor yang berorientasi jangka pendek.

#### **8. *Economic Value Added* Tidak Mampu Memediasi Pengaruh Kesempatan Investasi terhadap Nilai Perusahaan**

Hasil analisis jalur menunjukkan bahwa kesempatan investasi berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap nilai perusahaan secara langsung dan berpengaruh positif tidak signifikan juga terhadap *economic value added*. Setelah dilakukan analisis uji sobel untuk mengukur kemampuan EVA dalam memediasi pengaruh kesempatan investasi dengan nilai perusahaan menunjukkan hasil yang tidak signifikan. *Economic value added* tidak mampu memediasi pengaruh kesempatan investasi terhadap nilai perusahaan. Penambahan aktiva justru menimbulkan tambahan biaya yang tidak dioptimal dan bila kondisinya hanya bersifat tetap terjadi sejumlah biaya penyusutan.

Selain itu, dibutuhkan modal tambahan untuk mengoptimalkan kesempatan investasi yang tersedia. Aliran kas bebas yang menjadi proksi kesempatan investasi tidak dapat sepenuhnya digunakan untuk kepentingan perusahaan. Hal ini disebabkan aliran kas bebas yang tersedia adalah milik investor yang sewaktu-waktu dapat digunakan untuk meningkatkan kesejahteraannya, disatu sisi manajer yang melihat adanya aliran kas bebas ingin menggunakannya untuk memanfaatkan kesempatan investasi yang ada untuk perusahaan, sehingga kesempatan investasi yang tersedia berpengaruh tidak signifikan terhadap EVA. Hal ini dikarenakan kesempatan

investasi berpengaruh tidak signifikan terhadap EVA dan menurut hasil penelitian yang dilakukan Marinda (2014), penambahan aktiva dari kesempatan investasi yang ada tidak selalu memengaruhi kinerja keuangan.

Hasil penelitian ini menolak tujuan perusahaan yaitu meningkatkan nilai perusahaan sebagaimana seharusnya sebab tinggi rendahnya aliran kas bebas tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Sekalipun telah dimediasi dengan EVA, aliran kas bebas yang merupakan proksi kesempatan investasi tetap tidak berpengaruh terhadap harga pasar yang merupakan proksi dari nilai perusahaan. Investor beranggapan bahwa sebesar apapun aliran kas bebas yang dimiliki perusahaan tidak akan membawa pengaruhnya terhadap kesejahteraan mereka, investor juga beranggapan bahwa aliran kas bebas miliknya dapat menjadi *agency problem* dan menimbulkan *agency cost* kedepannya sehingga aliran kas bebas yang merupakan proksi kesempatan investasi tidak mampu dimediasi oleh EVA terhadap nilai perusahaan.

Hasil penelitian yang dilakukan Soejono (2010) mendukung hasil penelitian ini dimana kesempatan investasi yang ada sekalipun digunakan untuk meningkatkan keunggulan dari perusahaan saingannya, tetap saja tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai tambah ekonomi perusahaan, hal ini dikarenakan nilai tambah yang diberikan pada nilai tambah ekonomi seharusnya terlepas dari tambahan biaya untuk investasi. Menurut Darminto (2008) peningkatan kesempatan investasi harus diikuti dengan peningkatan profitabilitas perusahaan, akan tetapi bila hal ini tidak terjadi bisa saja dikarenakan adanya pemanfaatan kesempatan investasi yang bersifat semu

sehingga investasi yang dipilih mengakibatkan berkurangnya kinerja perusahaan untuk memperoleh laba akibat pemilihan investasi yang kurang tepat.

Kesempatan investasi juga berpengaruh tidak signifikan terhadap nilai perusahaan hal ini dikarenakan *free cash flow* yang digunakan sebagai proksi kesempatan investasi terlalu tinggi tidak meningkatkan nilai perusahaan sebab kas bebas yang ada akan mengendap pada investasi dan tidak dapat digunakan untuk kebutuhan operasional perusahaan lainnya (Azhagaiah dan Gejalakshmi, 2014).

#### **9. *Economic Value Added* Mampu Memediasi Pengaruh *Leverage* Investasi terhadap Nilai Perusahaan**

Hasil analisis jalur menunjukkan bahwa *leverage* secara langsung berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan dan berpengaruh negatif signifikan terhadap EVA. Uji Sobel menunjukkan secara tidak langsung *leverage* berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan melalui EVA, atau dalam kata lain EVA mampu memediasi pengaruh *leverage* terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian ini sesuai dengan hipotesis yang diajukan. Sekalipun pengaruh langsung *leverage* terhadap *economic value added* negatif signifikan akan tetapi *leverage* secara langsung berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan ditambah pengaruh langsung *economic value added* terhadap nilai perusahaan yang positif semakin membuat pengaruh tidak langsung *leverage* terhadap nilai perusahaan melalui *economic value added* menjadi signifikan. Perusahaan yang menggunakan sistem EVA akan meningkatkan kemampuan keuangan mereka khususnya dalam *financial leverage*.

Pengaruh EVA yang positif signifikan terhadap nilai perusahaan serta pengaruh *leverage* secara langsung positif signifikan terhadap nilai perusahaan menjadikan pengaruh secara tidak langsung *leverage* terhadap nilai perusahaan melalui EVA menjadi berpengaruh signifikan. EVA mampu memediasi pengaruh *leverage* terhadap nilai perusahaan, hal ini mendukung hasil dari paper kedua Modigliani dan Miller dimana penggunaan hutang yang semakin tinggi akan meningkatkan nilai perusahaan dengan adanya pajak, hal ini menimbulkan *trade off* antara manfaat dan biaya dari penggunaan hutang (Brigham dan Daves, 2013:573).

Menurut hasil penelitian yang dilakukan oleh Farooq *et al.* (2014), EVA dapat digunakan dari tahun ke tahun untuk mengukur kinerja perusahaan sehingga berpengaruh terhadap pencapaian dari nilai perusahaan. Hasil penelitian yang dilakukan oleh Paragh (2012) juga memiliki hasil yang serupa, EVA berpengaruh secara langsung terhadap penciptaan nilai perusahaan, EVA mampu memengaruhi kebiasaan manajer dalam meningkatkan profitabilitas perusahaan. Menurut hasil penelitian yang dilakukan oleh Wijaya *et al.* (2010) peningkatan hutang atau *leverage* dapat diartikan pihak luar tentang kemampuan perusahaan untuk membayar kewajibannya dimasa yang akan datang sehingga penambahan hutang memberikan sinyal positif bagi perusahaan.

#### **10. *Economic Value Added* Tidak Mampu Memediasi Pengaruh Kebijakan Dividen terhadap Nilai Perusahaan**

Secara langsung kebijakan dividen berpengaruh positif tidak signifikan terhadap nilai perusahaan dan berpengaruh negatif signifikan terhadap EVA. Selain

itu, setelah dilakukan analisis uji sobel untuk mengukur kemampuan EVA dalam memediasi pengaruh kebijakan dividen dengan nilai perusahaan menunjukkan hasil yang tidak signifikan. EVA tidak mampu memediasi pengaruh kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan. Hal ini dikarenakan kebijakan dividen justru menambah beban bagi perusahaan sehingga laba yang sebenarnya akan berkurang. Semakin tinggi kebijakan dividen justru akan mengurangi nilai tambah ekonomi yang dimiliki perusahaan. Dividen yang dibayarkan merupakan pengeluaran tambahan bagi perusahaan, sehingga akan mengurangi keberadaan laba perusahaan.

Dividen yang dibagikan tidak membawa pengaruh yang signifikan terhadap harga saham yang merupakan proksi dari nilai perusahaan. Investor beranggapan bahwa dividen yang didapatkan tidak mencerminkan nilai perusahaan yang seutuhnya, manajemen bisa saja meningkatkan tambahan dividen dalam kondisi perusahaan yang tidak baik untuk menciptakan pencitraan kepada pasar bahwa perusahaan sedang dalam kondisi bertumbuh. Hal ini yang membuat harga saham tidak berubah walaupun dividen yang dibagikan tinggi, sebab investor tidak akan menanamkan sahamnya pada perusahaan yang tidak sedang dalam kondisi bertumbuh. Hal inilah yang membuat pengaruh tidak langsung kebijakan dividen melalui EVA terhadap nilai perusahaan tidak signifikan, dimana saat dividen yang dibayarkan tinggi belum tentu memiliki laba sebenarnya yang tinggi pula, sehingga menurunkan minat investor untuk berinvestasi dan harga saham sebagai proksi dari nilai perusahaan tidak berubah.

Hasil penelitian ini tidak mendukung keberadaan konsep *information content of hypothesis* yang menyatakan kebijakan kebijakan dividen akan membawa informasi ke pasar bahwa perusahaan sedang dalam keadaan baik, sehingga semakin tinggi dividen yang dibagikan akan membawa informasi ke pasar bahwa perusahaan sedang dalam kondisi bertumbuh sehingga harga saham meningkat. Berbeda dengan *information content of hypothesis*, hasil penelitian ini justru mendukung keberadaan teori ketidakrelevanan dividen, keputusan apakah laba yang diperoleh akan dibagikan dalam bentuk dividen ataukah menahannya sebagai laba ditahan tidak akan memengaruhi nilai perusahaan (Brigham dan daves, 2013:598).

Laba perusahaan yang digunakan untuk perhitungan nilai tambah ekonomi dalam perusahaan akan berkurang seiring dengan penambahan dividen yang dibagikan (Haque *et al.*, 2014). Kebijakan dividen berpengaruh tidak signifikan terhadap nilai perusahaan, hal ini menunjukkan kebijakan dividen yang diambil perusahaan belum mampu memengaruhi investor dalam menentukan pilihan saham yang dibeli dan dapat terjadi bila investor tidak ingin dividen tersebut dibagikan sehingga lebih memilih *capital gain* terutama pada perusahaan manufaktur yang *go public* dimana dapat terlihat jumlah dividen yang dibagikan sedikit (Darminto, 2008).

#### **SIMPULAN DAN SARAN**

Berdasarkan hasil penelitian di atas, maka dapat disimpulkan bahwa hanya EVA dan *leverage* yang berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan, serta hanya terhadap *leverage* saja EVA mampu sebagai variabel mediasi terhadap nilai perusahaan. Hal ini dapat dilihat bahwa perusahaan manufaktur rata-rata

menggunakan hutang untuk modal kerjanya, penggunaannya dilakukan secara disiplin dan berdampak positif terhadap kinerja perusahaan sehingga berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan.

Bagi pihak manajemen perusahaan sebaiknya memperhitungkan EVA dalam menghitung laba perusahaan, serta mengawasi penggunaan hutang sebab sangat berpengaruh terhadap citra perusahaan baik kepada investor ataupun bank. Bagi pihak investor perlu memahami penggunaan EVA sebab dapat memberikan penjelasan mengenai nilai tambah yang diberikan perusahaan.

## REFERENSI

- Abdoli, Mohamadreza., dan Ali Pourkazemi. 2012. Corporate Governance and Earnings Management and The Relationship between Economic Value Added and Created Shareholder Value. *African Journal of Business Management*. Vol.6 (15), pp:5376-5382.
- Brigham, Eugene F. and Houston, Joel F. 2013. *Fundamentals of Financial Management*. 14<sup>th</sup> Edition. Boston: Cengage Learning
- Chen, Li-Ju., And Shun-Yu Chen. 2011. The Influence of Profitability on Firm Value with Capital Structure as The Mediator and Firm Size and Industry as Moderators. *Investment Management and Financial Innovation*. Vol. 8 (3), pp: 121-130.
- Cheng, Ming Chang., dan Zuwei Ching Tzeng. 2010. The Effect of Leverage on Firm Value and How The Firm Financial Quality Influence on This Effect.
- Darminto. 2010. Pengaruh Faktor Eksternal dan Berbagai Keputusan Keuangan terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Aplikasi Manajemen*. Vol 8 (1).
- Dj, Alfrendo Mahendra., Luh Gede Sri Artini, dan A.A. Gde Suarjaya. 2012. Pengaruh Kinerja Keuangan Terhadap Nilai Perusahaan pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia. Dalam *Jurnal Manajemen, Strategi Bisnis, dan Kewirausahaan* Vol. 6 (2), pp:128-135.

- Frankfurter, George M., Wood, Bob G., Wansley, James. 2003. *Dividend Policy Theory and Practice*. USA Academic Press
- Ihsan, Mohd. 2009. Pengaruh *current ratio* (CR), *total assets turnover* (TATO), *debt to equity ratio* (DER), dan *return on investment* (ROI) terhadap Harga Saham Industri Apparel di BEJ. *Jurnal Manajemen*, 96, pp: 1-7.
- Jakarta, Owen., and Nyamugure, Philimon. 2013. The Effects of Dividend Policy on Share Prices: Empirical Evidence from Zimbabwe. *International Journal of Science and Research*, Vol 4 no 10, pp: 674-654.
- John, Franklin S., and Muthusamy K. 2011. Determinants of Financial Leverage in Indian Pharmaceutical Industry. *International Journal of Applied Engineering Research*. Vol. 2 (11), pp:273-283.
- Kusumajaya, Dewa Kadek Oka. 2011. Pengaruh Struktur Modal dan Pertumbuhan Perusahaan terhadap Profitabilitas dan Nilai Perusahaan pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia. *Tesis Pascasarjana Universitas Udayana*.
- Myers, S C. 1977. Determinant of Corporate Borrowing. *Journal of Finance Economics*. Vol 9 (3), pp:237-264.
- Nawalkha, Sanjay K., J Alberto De Luca., and Gloria M Soto. 2011. Simple Formulas for Financial Analysis for Pricing Zero-Dividend and Positive Dividend Stocks. *International Management and Financial Innovation*. Vol.8 (1), pp:157-168.
- Nthoesane, Meiya G. 2012. The Development of a Value Creating Competencies Index: The Economic Value Added Approach. *African Journal of Business Management*, 6 (10),pp: 3562-3569.
- Pratiska, Ni Gst A Pt Silka. 2012. Pengaruh IOS, *Leverage*, dan *Dividen Yield* terhadap Profitabilitas dan Nilai Perusahaan Sektor Manufaktur di BEI. *Jurnal Manajemen*. Pp: 147-173.
- Pandya, Bhargav. 2016. Impact of Financial Leverage on Market Value Added: Empirical Evidence from India. *Journal of Entrepreneurship, Business and Economics*, Vol. 4 (2), pp: 40-58.
- Pouraghajan, Abbasali., Tabari, Naser Ali Yadollahzadeh., Mansourinia, Elham. Emamgholippur. The Effect of Free Cash Flow and Agency Cost on Performance of Listed Companies in Tehran Stock Exchange. *World of Science Journal*. Vol 1 (6),pp:1-10.
- Ramlall, Indranarain. 2009. *Determinants of Capital Structure Among Non-Quoted Mauritian Firms Under Specificity of Leverage : Looking for a Modified*

*Pecking Order Theory. International Research Journal of Finance and Economics.* ISSN 1450-2887 Issue 31.

Rashid, Afzalur dan A. Z. M. Anisur Rahman. 2007. Dividend Policy and Stock Price Volatility: Evidence from Bangladesh. *Journal of Applied Business and Economics*, pp: 1-11.

Saddour, Khaoula. 2006. The Determinants and The Value of Cash Holdings: Evidence from French Firms. *International Journal Cash Holding*, pp: 1-33. Safii, Muhamad. 2008. Informasi Laba Aliran Kas dan Komponen Aliran Kas terhadap Harga Saham pada Perusahaan Manufaktur di Indonesia. *Jurnal Keuangan dan Perbankan*. Vol 12 (3), pp:421-432.

Soejono, Fransiska. 2010. Pengaruh Kepemilikan, Keputusan Investasi, Pengalaman dan Kinerja Finansial. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, Vol 12 no 1, pp: 29-38.

Subramaniam, Ravichandran. Devi, S. Susela. Marimuthu, Maran. 2011. Investment Opportunity Set and Dividend Policy in Malaysia. *African Journal of Business Management*. Vol 5 (24), pp:1-16.

Sujoko., dan Ugy Soebiantoro. 2007. Pengaruh Struktur Kepemilikan Saham, Leverage, Faktor intern dan Faktor Ekstern terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan* Vol 9 (1), pp: 41-48.

Vijayakumar, A. 2012. Economic Value Added (EVA) and Other Accounting Performance Indicator: An Empirical Analysis of Indian Automobile Industry. *IJMT*. Vol 2 (3), pp: 131-153.

Wang, George Yungchih. 2010. The Impact of Free Cash Flow and Agency Costs on Firm Performance. *Journal Service Science and Management*, Vol. 3, pp: 408-418.

Wijaya, Lihan Rini Puspo., Bandi., Wibawa, Anas. 2010. Pengaruh Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan, dan Kebijakan Dividen terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Nasional Akuntansi*, Vol 13, pp:1-21.

Zahro, Nafi'Inayati. 2009. Analisis Pengaruh Set Kesempatan Investasi Terhadap Kebijakan Dividen dan Leverage Perusahaan. *Jurnal Sosial dan Budaya Kudus*.