

**PENGARUH STRUKTUR KEPEMILIKAN SAHAM, FREE CASHFLOW
DAN RISIKO TERHADAP DIVIDEND POLICY DAN AGENCY COST
SERTA DAMPAKNYA TERHADAP NILAI PERUSAHAAN
(STUDI PADA PERUSAHAAN YANG LISTED DI BURSA EFEK
INDONESIA)**

Isti Fadah^{*}

The goals of the research are to test : 1) the enfluence of ownership structure to dividend policy. 2) the enfluence of ownership structure to agency cost. 3) the enfluence of risk to dividend policy.4) the enfluence of risk to agency cost. 5) the enfluence of free cash flow to dividend policy. 6) the enfluence of free cash flow to agency cost. 7) the enfluence of dividend policy to firm value. 8) the enfluence of agency cost to firm value.

The test result with SEM (structural equation model) analysis show that for test of goodness of fit overall model give a value Chi Square 39.757 and p value 0.135 (cut off < 0,05) it means that the model is good. The other criterion give a value RMSEA = 0,046 (cut off \leq 0,08), GFI = 0,945 (cut off \geq 0,08) and AGFI = 0,903 (cut off \geq 0,08). It means that hypothetic model conceptually and teoritically is supported of empirical data and the model is feasable to be used. The result of structural model for testing of hypothesis show that only H5 (Free cash flow significantly enfluence dividend policy) and H6 (Free cash flow significantly enfluence agency cost) are statisticly proven each with p value fix and 0.000

Keywords : ownership structure, dividend, agency cost

* Dosen Fakultas Ekonomi Universitas Jember

A. Pendahuluan

Pasar Modal merupakan salah satu wahana yang dapat dimanfaatkan untuk mobilisasi dana, baik dalam atau luar negeri. Kehadiran pasar modal memperbanyak pilihan sumber dana khususnya dana jangka panjang. Bagi perusahaan yang membutuhkan dana, maka pasar modal merupakan salah satu alternatif sumber pendanaan di luar perbankan yang dapat memberikan dana murah. Sementara itu bagi pihak yang memiliki dana, maka pasar modal merupakan wahana yang dapat dimanfaatkan untuk menginvestasikan dana dalam aktiva finansial. Kehadiran pasar modal akan menambah pilihan investasi, sehingga investor memiliki kesempatan untuk mengoptimalkan dana yang mereka miliki.

Meskipun banyak manfaat yang diperoleh dari aktivitas pasar modal ternyata masih banyak orang yang belum memahami lebih jauh tentang keberadaannya, hal ini tercermin pada masih rendahnya pengetahuan investor tentang investasi pada saham (. Akibatnya tidak semua orang bisa menikmati keuntungan yang ditawarkan oleh pasar modal.

Dalam suatu organisasi ketika masing-masing individu berinteraksi, maka semua individu bertindak menurut kepentingannya masing-masing. Lebih jauh lagi individu diasumsikan menyadari kepentingannya memotivasi orang lain dan dapat menyusun ekspektasi yang tidak bias tentang bagaimana motivasi tersebut akan memandu atau mengarahkan perilakunya. Konflik kepentingan secara alami muncul. Konflik ini muncul manakala dua individu membentuk suatu hubungan keagenan (*agency relationship*) (Cooper & Argyris, 1997), seorang individual dalam hal ini pemilik perusahaan melibatkan individu yang lain (agen) untuk melaksanakan jasa tertentu atas namanya. Kontrak tersebut secara fundamental berisi pendelegasian wewenang pengambilan keputusan kepada agen dalam hal ini manajer.

Manajer dapat dimotivasi untuk bertindak sesuai dengan keinginan prinsipal atau pemegang saham melalui pemberian insentif berupa imbalan atas kinerja yang baik dan hukuman untuk kinerja yang buruk. Beberapa mekanisme khusus yang dapat digunakan untuk memotivasi manajer agar bertindak sesuai dengan kepentingan pemegang saham, yaitu antara lain : (1) kompensasi manajerial (bisa berupa saham kinerja/*performance share* dan opsi saham eksekutif (*executive stock options*) , (2) intervensi langsung oleh pemegang saham, (3) ancaman PHK, serta (4) ancaman pengambil alihan (*hostile take over*). (Brigham & Houston, 1998)

Free cash flow yang besar adalah pemicu munculnya *Agency Problem* (Made Sudarma, 2004), yang dimaksud dengan *free cash flow* adalah aliran kas bersih yang tidak dapat diinvestasikan kembali karena tidak tersedia kesempatan investasi yang profitable. Selain itu konflik antara manajemen dan pemegang saham sering timbul dalam transaksi pembelian sebuah perusahaan oleh perusahaan besar dengan menggunakan hutang yang sering disebut dengan *leveraged buy out* (LBO).

Ada beberapa alternatif untuk mengurangi *agency cost*, yaitu : pertama dengan meningkatkan kepemilikan saham perusahaan oleh manajemen dan selain itu manajer merasakan langsung manfaat dari keputusan yang diambil, dan juga apabila ada kerugian yang timbul sebagai konsekuensi dari pengambilan keputusan yang salah. Kepemilikan ini mensejajarkan kepentingan manajemen dengan pemegang saham (Jensen & Meckling, 1976). Dengan demikian maka kepemilikan saham oleh manajemen merupakan insentif bagi para manajer untuk meningkatkan kinerja perusahaan.

Kedua, dengan menggunakan dividend payout ratio, dengan demikian tidak tersedia cukup banyak *free cash flow* (Crutchley & Hansen, 1989) dan manajemen tidak memiliki kesempatan untuk berinvestasi yang tidak sesuai dengan keinginan pemegang saham.

Ketiga, Institutional investor sebagai *monitoring agents*. Moh'd et al (1998) menyatakan bahwa distribusi saham antara pemegang saham dari luar yaitu institutional investor dan shareholder dispersion dapat mengurangi *agency cost*. Hal ini karena kepemilikan mewakili suatu sumber kekuasaan (*source of power*) yang dapat digunakan untuk mendukung atau sebaliknya menentang terhadap keberadaan manajemen. Adanya kepemilikan oleh investor institutional seperti perusahaan asuransi, bank, perusahaan investasi atau institusi lain akan mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja manajemen.

Tujuan Penelitian

1. Untuk menguji pengaruh variabel struktur kepemilikan terhadap kebijakan deviden.
2. Untuk menguji pengaruh variabel struktur kepemilikan saham terhadap Biaya Keagenan (*Agency Cost*)
3. Untuk menguji pengaruh variabel risiko yang terhadap kebijakan deviden
4. Untuk menguji pengaruh variabel risiko yang terhadap Biaya Keagenan (*Agency Cost*).
5. Untuk menguji pengaruh variabel aliran kas bebas terhadap kebijakan deviden.
6. Untuk menguji pengaruh variabel aliran kas bebas terhadap Biaya Keagenan (*Agency Cost*)
7. Untuk menguji pengaruh variabel kebijakan deviden terhadap nilai perusahaan.
8. Untuk menguji pengaruh variabel *agency cost* terhadap nilai perusahaan.

Kegunaan Penelitian

1. Sebagai dasar penentuan kebijakan deviden perusahaan untuk dapat meningkatkan nilai perusahaan.
2. Sebagai dasar pijakan bagi pimpinan perusahaan untuk lebih meningkatkan kinerja perusahaan.
3. Sebagai dasar penentuan kebijakan perusahaan untuk mengeliminir masalah keagenan dalam perusahaan.
4. Memberikan masukan bagi Bapepam, BEJ, Lembaga penunjang pasar modal, dan pihak terkait lainnya dalam membuat regulasi dan

kebijakan untuk melindungi pemegang saham publik serta untuk mendorong perkembangan pasar modal Indonesia.

B. Metode Analisis

Populasi dan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan publik yang tercatat (listed) di Bursa Efek Indonesia (BEJ). Metode pemilihan sampel yang digunakan adalah metode **Purposive Sampling** yaitu sampel diambil berdasarkan kriteria-kriteria tertentu untuk mendapatkan sampel yang sesuai dengan tujuan penelitian. Beberapa kriteria yang ditetapkan untuk memperoleh sampel meliputi :

1. Perusahaan yang memiliki laporan keuangan tahunan dan berakhir pada 31 Desember. Perusahaan tidak memiliki kriteria ini dikeluarkan dari sampel untuk menghindari pengaruh waktu parsial dalam pengukuran variabel.
2. Perusahaan harus tidak menunjukkan saldo ekuitas dan laba yang negatif pada tahun 2000-2002, karena laba dan ekuitas yang negatif sebagai penyebut dalam perhitungan ratio menjadi tidak bermakna.
3. Perusahaan yang membagikan dividen pada tahun 2000-2002.
4. Perusahaan tidak termasuk dalam sektor keuangan dan property untuk menghindari perbedaan item yang mencolok dalam laporan keuangan dan biasanya hasil analisis

Teknik Analisis Data

Teknik analisis data yang digunakan untuk menjawab pengujian hipotesis penelitian adalah dengan menggunakan Model Persamaan Struktural (Structural Equation Modeling = SEM) dengan bantuan paket program AMOS 5,0 dan SPSS 11,0. Structural Equation Modeling adalah sekumpulan teknik-teknik statistikal yang memungkinkan pengujian serangkaian hubungan yang relatif rumit secara simultan (Ferdinand, 2000).

Memilih Matriks Input dan Estimasi Model

Pemodelan dan estimasi SEM hanya menggunakan matriks varian/kovarian atau matriks korelasi sebagai data input untuk keseluruhan estimasi yang dilakukan. Data observasi individual akan segera di konversi kedalam bentuk matriks kovarian atau matriks korelasi sebelum estimasi dilakukan. Dalam memilih matriks input sebaiknya memilih matriks kovarian, sebab *standard error* yang dilaporkan matriks kovarian lebih akurat dan lebih sesuai untuk memvalidasi hubungan kausalitas dibanding dengan matriks korelasi. Setelah memilih matriks input, dilanjutkan dengan pemilihan teknik estimasi model.

Ukuran sampel memegang peranan penting dalam estimasi dan interpretasi hasil SEM. Hair et al. (1995) menemukan ukuran sampel yang sesuai adalah antara 100-200, dan sebaiknya memilih teknik estimasi *maximum likelihood estimation* (ML).

Evaluasi Model dengan Kriteria *Goodness-of-fit*

Pada langkah ini kesesuaian model perlu dievaluasi dengan berbagai kriteria *goodness-of-fit*. Sebelum model diuji, langkah pertama yang perlu dilakukan adalah mengevaluasi apakah data yang digunakan dapat

memenuhi asumsi-asumsi SEM. Dalam model persamaan struktural digunakan asumsi sebagai berikut:

- a. Ukuran sampel adalah minimum 5 (lima) kali parameter yang diestimasi (Bentler, 1993) dan minimum 100 (Hair et al., 1995).
- b. Evaluasi atas asumsi normalitas dalam data dengan *z score*. Bila *z score* lebih besar dari nilai kritis, maka dapat diduga bahwa distribusi data adalah tidak normal. Nilai kritis dapat ditentukan berdasarkan tingkat signifikansi yang dikehendaki.

Evaluasi atas *outlier* dengan mengamati kasus atau observasi yang mempunyai nilai *Z-score* $\geq 3,0$ akan dikategorikan sebagai *outlier*. Sedangkan *multivariate outlier* dilakukan dengan menggunakan kriteria Jarak Mahalanobis pada tingkat $p < 0,001$. Jarak diuji dengan Chi-Square (χ^2) pada *df* sebesar jumlah variabel bebasnya. Ketentuan bila Mahalanobis $>$ dari nilai χ^2 adalah *multivariate outlier* (Hair, 1995).

Jenis Data dan Teknik Pengumpulan Data

Penelitian ini menggunakan data sekunder, yang diperoleh di Bursa Efek Indonesia (BEI). Selain itu, juga diperoleh dari laporan-laporan penelitian, jurnal, internet, dan bahan-bahan pustaka lain yang terkait, dari berbagai sumber. Cara pengumpulan data dilakukan melalui pencatatan data dokumentasi, dan studi pustaka.

C. Hasil dan Pembahasan

Pemeriksaan Asumsi yang Melandasi SEM

Tidak Mengandung Data Pencilan (Outliers)

Asumsi bahwa data yang digunakan tidak mengandung data pencilan (*outliers*) dibuktikan melalui Uji Mahalanobis Distance yang disediakan oleh program Software Amos 4. Deteksi terhadap *multivariate outliers* dilakukan dengan memperhatikan nilai Mahalanobis Distance. Kriteria yang digunakan adalah nilai Chi-square pada derajat kebebasan (*degree of freedom*) 31 pada tingkat signifikansi $p < 0,001$. melalui program Excell Window nilai Chi-square adalah sebesar 52,18 Hasil *Uji Mahalanobis Distance* dengan *Chi-square* memperlihatkan data observasi mengandung data *outliers* karena ada satu observasi yang mempunyai nilai *Mahalanobis Distance* $>$ *Chi-square*. Namun demikian karena data penelitian dikumpulkan melalui data akuntansi dalam bentuk besarnya *Dividend payout ratio*, *free cash flow*, *total asset turn over*, risiko, harga saham dari perusahaan sample dengan ukuran atau size perusahaan yang berbeda. Maka adanya perbedaan data lebih disebabkan oleh karena perbedaan kondisi perusahaan. Hal ini dimungkinkan karena uji *outliers* bukan hanya bersifat *statistical* tetapi juga merupakan uji teoritis, artinya secara teori perbedaan tersebut dapat diterima.

2. Data Tersebar Secara Normal

Asumsi normalitas untuk menggunakan analisis SEM tidak terlalu kritis bila data observasi mencapai 100 atau lebih karena berdasarkan Dalil Limit Pusat (*Central Limit Theorem*) dari sample yang besar dapat dihasilkan statistik sampel yang mendekati distribusi normal (Solimun, 2002). Karena penelitian ini secara total menggunakan 133 data observasi, maka dengan demikian dapat dikatakan bahwa asumsi normalitas dapat dipenuhi..

Uji Goodness of Fit Model

Model dikatakan baik bilamana pengembangan model hipotetik secara konseptual dan teoritis didukung oleh data empirik. Hasil pengujian *Goodness of fit overall model* dapat dilihat pada table berikut .

Tabel 1 : Pengujian Goodness of Fit Overall Model

Goodness of Fit	Hasil Perhitungan	Cut-Off	Keterangan
Khi Kuadrat	39,757 (p=0,135)	Kecil dan non signifikan	Model Baik
RMSEA	0,046	≤ 0,08	Model baik
GFI	0,945	≥ 0,90	Model Baik
AGFI	0,903	≥ 0,90	Model Baik
Khi Kuadrat/df	1.282	≤ 2	Model Baik

Berdasarkan table di atas dapat diketahui bahwa model baik dan layak untuk digunakan

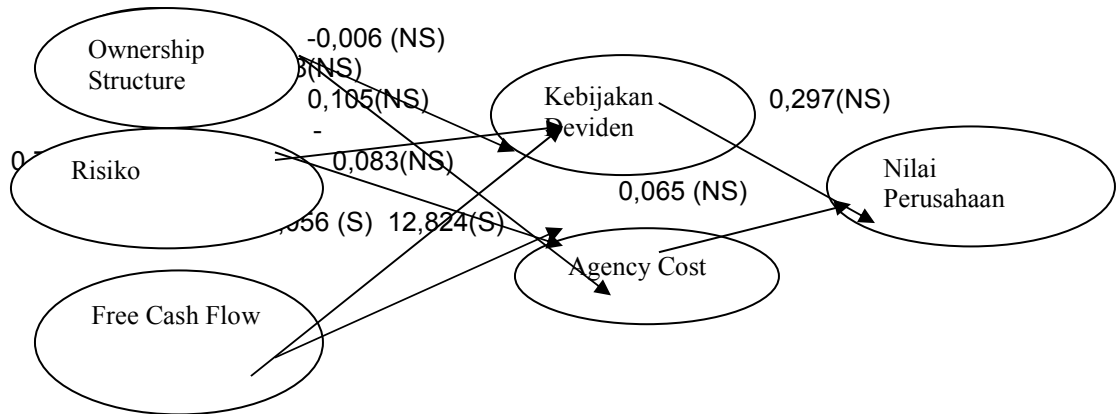
Uji Hipotesis

Analisis Model Struktural dimaksudkan untuk melihat pengaruh antara variabel eksogen dengan variabel endogen dan antara variabel endogen dengan variabel endogen lainnya dalam rangka membuktikan hipotesis yang diajukan. Untuk mengetahui jalur-jalur hubungan atau pengaruh antar variabel yang signifikan dapat dilihat melalui uji koefisien secara parsial yang dihasilkan oleh program Amos 4 dari data empiris yang dianalisis. Hasil selengkapnya dari analisis model structural dapat dilihat pada tabel beriku

Tabel 2 : Hasil Analisis Model Struktural

Variabel Eksogen	Variabel Endogen	Koefisien Path	Critical Ratio P Value	Keterangan
Struktur Kepemilikan	Dividend Payout Ratio	-0,006	-0,061 (0,951)	Non Signifikan
Struktur Kepemilikan	Agency Cost	3,788	1,232 (0,218)	Non Signifikan
Risiko	Dividend Payout Ratio	0,105	0,294 (0,769)	Non Signifikan
Risiko	Agency Cost	-0,790	-0,184 (0,854)	Non Signifikan
Free Cash Flow	Dividend Payout Ratio	0,056	Fix	Signifikan
Free Cash Flow	Agency Cost	12,824	3,495 (0,000)	Signifikan
Dividend Payout Ratio	Firm Value	0,083	0,297 (0,766)	Non Signifikan
Agency Cost	Firm Value	0,065	0,605	Non

		(0,545)	Signifikan
--	--	---------	------------



Dari tabel dan gambar di atas dapat diketahui bahwa hanya hipotesis 5 dan hipotesis 6 yang secara statistik terbukti signifikan hal ini dapat dilihat pada nilai signifikansi untuk hipotesis 5 fix atau signifikan serta untuk hipotesis 6 *p-value*nya 0,000 atau nilainya $< \alpha$ (α) 5 %. Sedangkan hipotesis yang lain tidak terbukti signifikan sebab nilai *p-value*nya $>$ (lebih besar) dari (α) alpha 5 %

Pembahasan

Pengujian Hipotesis

1. Struktur Kepemilikan Saham Berpengaruh Terhadap Dividend Policy (H1)

Menguji Hipotesis (H1) berbunyi : Struktur Kepemilikan Saham berpengaruh terhadap *dividend policy*. Tabel 4.19 di atas dengan menggunakan analisis SEM menunjukkan bahwa Struktur Kepemilikan Saham Berpengaruh negatif Terhadap *Dividend Policy* dengan *koefisien path* – 0,006 dan pengaruhnya tidak signifikan hal ini bisa dilihat dari besarnya *Critical Ratio* sebesar -0,061 yang berada pada daerah penerimaan H_0 dan nilai *p-value* sebesar 0,951 $>$ 0,05 atau H_1 ditolak artinya bahwa Struktur Kepemilikan Saham tidak berpengaruh signifikan terhadap *dividend policy*.

Hasil penelitian ini tidak konsisten dengan hasil penelitian Rozeff (1982), Jensen et.al (1992), Dempsey dan Laber (1992), Ali et.al (1993), Holder et.al (1998), Chen dan Steiner (1999), Crutchley et.al (1999), Saxena (1999) dan Mollah et. Al (2000) yang menemukan bahwa *Insider Ownership* berpengaruh terhadap kebijakan deviden yang diambil perusahaan. Perusahaan melakukan pembayaran deviden yang tinggi pada saat *insider ownership* memiliki sebagian kecil jumlah saham perusahaan, begitu pula sebaliknya jika *insider ownership* memiliki sebagian besar jumlah saham perusahaan maka perusahaan melakukan penurunan pembayaran deviden.

Hasil penelitian ini sesuai dengan hasil penelitian Claessens et.al. (2000) dalam Made Sudarma (2004) yang mengemukakan bahwa belum terdapat pemisahan yang jelas antara kepemilikan dan pengelolaan pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia . Hal ini terlihat dari kebanyakan perusahaan-perusahaan publik di Indonesia masih merupakan perusahaan keluarga. Atau dimiliki oleh keluarga pendiri (*founders*). Dan sebelum go public umumnya perusahaan melakukan rekonstruksi kepemilikan dengan membentuk perusahaan induk atau *holding company* untuk mengendalikan perusahaan go public, sehingga perusahaan-perusahaan publik di Indonesia umumnya masih dikendalikan oleh pemegang saham keluarga pendiri perusahaan melalui *entitas holding company*. Sehingga dengan demikian maka tidak akan terjadi konflik kepentingan antara pemegang saham dengan agen (manajer) perusahaan.

Selain itu Temuan ini juga mengindikasikan bahwa pemilik saham institusi di Indonesia walaupun dalam struktur kepemilikan memiliki porsi yang cukup besar, namun perannya sebagai controller belum optimal, serta belum mampu memaksa emiten untuk membagikan sebagian besar keuntungannya dalam bentuk deviden bagi para *share holder*.

Menurut Suta (2000) hingga saat ini, posisi dewan komisaris dan direksi dari perusahaan yang telah go public masih didominasi oleh pendiri (*founders*). Hal ini menunjukkan belum jelasnya siapa pemilik dan pengelola perusahaan. Sedangkan dalam teori keagenan terdapat pemisahan antara kepemilikan dan pengelolaan, di mana hal ini akan menimbulkan adanya konflik keagenan (*Agency Problem*). Namun karena tidak ada pemisahan yang jelas antara kepemilikan dan pengelolaan maka tidak menimbulkan konflik antara pemilik (pemegang saham) dengan pengelola (direktur dan komisaris) dan akhirnya tidak menimbulkan adanya biaya keagenan (*agency cost*).

2. Struktur Kepemilikan Berpengaruh terhadap Agency Cost (Biaya Keagenan) (H2)

Menguji Hipotesis (H2) berbunyi : Struktur Kepemilikan Saham berpengaruh terhadap . *Agency Cost* (Biaya Keagenan) Tabel 4.19 di atas dengan menggunakan analisis SEM menunjukkan bahwa Struktur Kepemilikan Saham Berpengaruh positif Terhadap *Agency Cost* (Biaya Keagenan) dengan koefisien *path* 3,788 dan pengaruhnya tidak signifikan hal ini bisa dilihat dari besarnya *Critical Ratio* sebesar 1,232 yang berada pada daerah penerimaan H_0 dan nilai *p-value* sebesar $0,218 > 0,05$ atau H_2 ditolak artinya bahwa Struktur Kepemilikan Saham tidak berpengaruh signifikan terhadap *Agency Cost* (Biaya Keagenan).

Temuan ini bertentangan dengan hasil temuan dari Jensen & Meckling (1976) yang mengatakan bahwa *Ownership Structure* dapat menurunkan biaya keagenan melalui hipotesis pemusatan kepentingan (*convergent of interest hypothesis*) yang menyatakan bahwa kepemilikan saham manajerial dapat membantu penyatuan kepentingan antara pemegang saham dengan agennya yaitu manajer.

Hasil penelitian ini juga tidak selaras dengan hasil penelitian dari Crutchley dan Hansen, (1989) serta hasil penelitian James S. Ang et al (2000) yang menyatakan bahwa salah satu cara untuk mengurangi biaya agensi dari ekuitas adalah dengan meningkatkan kepemilikan saham biasa

oleh manajer di perusahaan, sehingga dapat lebih menselaraskan kepentingan manajer dengan kepentingan para pemegang saham.

3. Risiko Berpengaruh Terhadap Dividend Policy (H3)

Menguji Hipotesis (H3) berbunyi : Risiko berpengaruh terhadap dividend policy. Tabel 4.19 di atas dengan menggunakan analisis SEM menunjukkan bahwa variabel Risiko Berpengaruh positif Terhadap *Dividend Policy* dengan koefisien *path* 0,105 dan pengaruhnya tidak signifikan hal ini bisa dilihat dari besarnya *Critical Ratio* sebesar 0,294 yang berada pada daerah penerimaan H_0 dan nilai *p-value* sebesar 0,769 > 0,05 atau H_3 ditolak artinya bahwa risiko tidak berpengaruh signifikan terhadap *dividend policy*.

Hasil temuan dalam penelitian ini tidak konsisten dengan hasil penelitian Saxena et al. (1999) yang mengatakan bahwa besarnya dividen yang dibayarkan oleh perusahaan, salah satunya dipengaruhi oleh risiko sistematis saham perusahaan (beta perusahaan).

Perbedaan temuan penelitian ini dengan penelitian sebelumnya disebabkan oleh kondisi pasar modalnya yang berbeda serta perbedaan tempat atau lokasi penelitian, jumlah sampel serta waktu dan periode penelitian. Temuan ini sekaligus tidak mendukung teori *Trade Off* yang mengatakan bahwa ada trade off antara besarnya keuntungan dan risiko, artinya tingkat keuntungan yang tinggi umumnya diikuti oleh risiko yang tinggi pula.

4. Risiko Berpengaruh Terhadap Biaya Keagenan (Agency Cost) (H4)

Menguji Hipotesis (H4) berbunyi : Risiko berpengaruh terhadap Biaya Keagenan (*Agency Cost*). Tabel 4.19 di atas dengan menggunakan analisis SEM menunjukkan bahwa variabel Risiko Berpengaruh negatif Terhadap Biaya Keagenan (*Agency Cost*) dengan koefisien *path* -0,790 dan pengaruhnya tidak signifikan hal ini bisa dilihat dari besarnya *Critical Ratio* sebesar -0,184 yang berada pada daerah penerimaan H_0 dan nilai *p-value* sebesar 0,854 > 0,05 atau H_4 ditolak artinya bahwa risiko tidak berpengaruh signifikan terhadap Biaya Keagenan (*Agency Cost*).

Temuan ini mengindikasikan bahwa sehubungan dengan tidak adanya pemisahan yang jelas antara kepemilikan dan pengelolaan pada perusahaan publik di Indonesia maka tidak ada konflik antara pemegang saham dan pengelola, dan akhirnya tidak menimbulkan biaya keagenan (*agency cost*). Sedangkan risiko bisnis maupun risiko sistematis perusahaan publik di Indonesia lebih banyak dipicu oleh tingginya ketidakstabilan politik serta kondisi fundamental ekonomi negara secara makro pada periode penelitian yang belum mapan sebab negara ini masih melakukan recovery setelah terjadinya krisis ekonomi yang parah.

5. Free Cash Flow berpengaruh Terhadap Dividend Policy (H5)

Menguji Hipotesis (H5) berbunyi : *Free Cash Flow* berpengaruh terhadap dividend policy. Tabel 4.19 di atas dengan menggunakan analisis SEM menunjukkan bahwa variabel *Free Cash Flow* Berpengaruh positif Terhadap *Dividend Policy* dengan koefisien *path* 0,056 dan pengaruhnya signifikan hal ini bisa dilihat dari besarnya *Critical Ratio* bersifat *fix* atau

hipotesis H5 diterima artinya bahwa *Free Cash Flow* berpengaruh signifikan terhadap *dividend policy*.

Temuan dalam penelitian ini konsisten dengan hasil penelitian sebelumnya, yakni konsisten dengan hasil temuan Jensen (1986) , Rozeff (1982), Jensen et al. (1992) serta Smith and Watts (1992) yang menyatakan bahwa terdapat hubungan yang positif antara *Free Cash Flow* dengan *dividend payout*. Hal ini mengindikasikan bahwa perusahaan yang memiliki *free cash flow* yang tinggi cenderung untuk membagikan deviden dalam jumlah yang besar pula untuk mengurangi *agency cost* . Hal ini penting dilakukan guna mengurangi kemungkinan dana tersebut diinvestasikan pada proyek yang tidak menguntungkan.

Hasil penelitian ini juga mendukung hasil temuan dari Holder et al. (1998) dan Mollah et al (2000) yang menemukan bahwa variabel *Free Cash Flow* berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan deviden, sehingga semakin besar *Free Cash Flow* yang dimiliki perusahaan maka perusahaan akan melakukan pembayaran deviden yang tinggi pula untuk mengurangi *agency cost*.

Hasil penelitian ini sekaligus membuktikan bahwa hipotesis *Free Cash Flow* dari Jensen terbukti di Pasar Modal Indonesia. Yang berarti pula bahwa lebih baik bagi manajer untuk mengembalikan *excess cash* kepada *shareholder* guna memaksimalkan kesejahteraan pemegang saham.

6. *Free Cash Flow* berpengaruh Terhadap Biaya Keagenan (*Agency Cost*) (H6)

Menguji Hipotesis (H6) berbunyi : *Free Cash Flow* berpengaruh terhadap Biaya Keagenan (*Agency Cost*) . Tabel 4.19 di atas dengan menggunakan analisis SEM menunjukkan bahwa variabel *Free Cash Flow* Berpengaruh positif Terhadap Biaya Keagenan (*Agency Cost*) dengan koefisien path 12,824 dan pengaruhnya signifikan hal ini bisa dilihat dari besarnya *Critical Ratio* sebesar 3,495 berada pada daerah penolakan H_0 dan nilai p-value sebesar $0,000 < 0,05$ dan berada pada daerah penerimaan H_6 atau hipotesis H6 diterima artinya bahwa *Free Cash Flow* berpengaruh signifikan positif terhadap Biaya Keagenan (*Agency Cost*).

Hasil temuan dalam penelitian ini mendukung hasil temuan dari Crutchley & Hansen (1989) dan juga konsisten dengan hasil penelitian yang lain , yakni konsisten dengan hasil temuan Jensen (1986) , Rozeff (1982), Jensen et al. (1992) serta Smith and Watts (1992) yang menyatakan bahwa terdapat hubungan yang positif antara *Free Cash Flow* dengan *dividend payout*. Hal ini mengindikasikan bahwa perusahaan yang memiliki *free cash flow* yang tinggi cenderung untuk membagikan deviden dalam jumlah yang besar pula untuk mengurangi *agency cost* .

Hal ini penting dilakukan guna mengurangi kemungkinan dana tersebut diinvestasikan pada proyek yang tidak menguntungkan. Hal ini berarti pula bahwa apabila perusahaan memiliki *Free Cash Flow* yang tinggi maka diperlukan *Agency Cost* yang cukup besar untuk memaksa manajer untuk membagikan *excess cashnya* kepada pemegang saham sebagai deviden.

7. Kebijakan Deviden (*Dividend Policy*) berpengaruh Terhadap Nilai Perusahaan (*Firm Value*) (H7)

Menguji Hipotesis (H7) berbunyi : Kebijakan Deviden (*Dividend Policy*) berpengaruh Terhadap Nilai Perusahaan (*Firm Value*). Tabel 4.19 di atas dengan menggunakan analisis SEM menunjukkan bahwa variabel Kebijakan Deviden yang diproksi dengan *dividend payout ratio* berpengaruh positif Terhadap nilai perusahaan (*Firm Value*) dengan koefisien *path* 0,083 dan pengaruhnya tidak signifikan hal ini bisa dilihat dari besarnya *Critical Ratio* sebesar 0,297 berada pada daerah penerimaan H_0 dan berada pada daerah penolakan H_7 dan nilai *p-value* sebesar 0,766 > 0,05 atau hipotesis H7 ditolak artinya Kebijakan Deviden (*Dividend Policy*) berpengaruh positif dan tidak signifikan Terhadap Nilai Perusahaan (*Firm Value*).

Hasil penelitian ini justru memberikan dukungan terhadap temuan dari Modigliani dan Miller (1961) yang menyimpulkan bahwa nilai suatu perusahaan ditentukan oleh keputusan investasi dari perusahaan yang bersangkutan dan bukan oleh kebijakan deviden yang ditetapkan oleh perusahaan. Temuan ini dikenal dengan teori deviden yang tidak relevan dari MM (*irrelevance of dividend proposition*).

Hasil temuan dalam penelitian ini juga mendukung teori preferensi pajak yang menyatakan bahwa dengan adanya pajak maka investor lebih menyukai capital gain dari pada deviden, karena capital gain dapat menunda pembayaran pajak, artinya pajak atas capital gain baru dibayar kalau saham dijual sedangkan pajak atas deviden dibayarkan setelah penerimaan deviden yakni tiap enam bulan atau satu tahun. Menurut teori preferensi pajak ini investor lebih menyukai saham dengan *dividen yield* yang rendah.

9. Biaya Keagenan (*Agency Cost*) berpengaruh Terhadap Nilai Perusahaan (*Firm Value*) (H8)

Menguji Hipotesis (H8) berbunyi : Biaya Keagenan (*Agency Cost*) berpengaruh Terhadap Nilai Perusahaan (*Firm Value*). Tabel 4.19 di atas dengan menggunakan analisis SEM menunjukkan bahwa variabel Biaya Keagenan (*Agency Cost*) berpengaruh positif Terhadap nilai perusahaan (*Firm Value*) dengan koefisien *path* 0,065 dan pengaruhnya tidak signifikan hal ini bisa dilihat dari besarnya *Critical Ratio* sebesar 0,605 berada pada daerah penerimaan H_0 dan nilai *p-value* sebesar 0,545 > 0,05 dan berada pada daerah penolakan H_8 atau hipotesis H8 ditolak artinya Biaya Keagenan (*Agency Cost*) berpengaruh positif dan tidak signifikan Terhadap Nilai Perusahaan (*Firm Value*).

Hasil penelitian ini tidak mendukung hasil penelitian dari Heinfeldt dan Curcio (1997) yang menunjukkan bahwa terdapat hubungan yang positif antara strategi untuk meminimalkan konflik keagenan dengan nilai perusahaan yang diukur dengan *excess value*, *cash flow* dan *accounting ratio*.

Perbedaan hasil penelitian ini dengan temuan sebelumnya dikarenakan sebelum *go public* umumnya perusahaan melakukan

rekonstruksi kepemilikan dengan membentuk perusahaan induk atau *holding company* untuk mengendalikan perusahaan go public, sehingga perusahaan-perusahaan publik di Indonesia umumnya masih dikendalikan oleh pemegang saham keluarga pendiri perusahaan melalui entitas *holding company*. Dengan demikian maka tidak akan terjadi konflik kepentingan antara pemegang saham dengan agen (manajer) perusahaan.

D. Kesimpulan Dan Saran

Kesimpulan

Berdasarkan hasil analisis dan pembahasan model hipotetik yang diajukan dapat ditarik kesimpulan sebagai berikut :

1. Struktur Kepemilikan Saham Berpengaruh negatif Terhadap *Dividend Policy* dan pengaruhnya tidak signifikan. Temuan tersebut mendukung fenomena yang mengindikasikan bahwa belum terdapat pemisahan yang jelas antara kepemilikan dan pengelolaan pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia . Hal ini terlihat dari kebanyakan perusahaan-perusahaan publik di Indonesia masih merupakan perusahaan keluarga. Selain itu Temuan ini juga mengindikasikan bahwa pemilik saham institusi di Indonesia walaupun dalam struktur kepemilikan memiliki porsi yang cukup besar, namun perannya sebagai controller belum optimal, serta belum mampu memaksa emiten untuk membagikan sebagian besar keuntungannya dalam bentuk deviden bagi para *share holder*.
2. Struktur Kepemilikan Saham Berpengaruh positif Terhadap *Agency Cost* (Biaya Keagenan) dan pengaruhnya tidak signifikan. Temuan ini terkait dengan fenomena yang ada bahwa perusahaan-perusahaan publik di Indonesia umumnya masih dikendalikan oleh pemegang saham keluarga pendiri perusahaan melalui *entitas holding company*. Sehingga dengan demikian maka tidak akan terjadi konflik kepentingan antara pemegang saham dengan agen (manajer) perusahaan.
3. Risiko Berpengaruh positif Terhadap *Dividend Policy* dan pengaruhnya tidak signifikan. Temuan ini sejalan dengan fenomena bahwa kebijakan deviden lebih banyak dipengaruhi oleh besarnya free cash flow yang dimiliki oleh perusahaan bukan oleh besarnya risiko perusahaan.
4. Risiko Berpengaruh negatif Terhadap Biaya Keagenan (*Agency Cost*) dan pengaruhnya tidak signifikan. Temuan ini mengindikasikan bahwa sehubungan dengan tidak adanya pemisahan yang jelas antara kepemilikan dan pengelolaan pada perusahaan publik di Indonesia maka tidak ada konflik antara pemegang saham dan pengelola , dan akhirnya tidak menimbulkan biaya keagenan (*agency cost*). Sedangkan risiko perusahaan publik di Indonesia lebih banyak dipicu oleh tingginya ketidakstabilan politik serta kondisi fundamental ekonomi negara secara makro yang belum mapan.
5. *Free Cash Flow* berpengaruh positif Terhadap *Dividend Policy* dan pengaruhnya signifikan. Hasil penelitian ini membuktikan bahwa hipotesis *Free Cash Flow* dari Jensen terbukti di Pasar Modal Indonesia. Yang berarti pula bahwa lebih baik bagi manajer untuk

mengembalikan *excess cash* kepada *shareholder* guna memaksimalkan kesejahteraan pemegang saham.

6. *Free Cash Flow* berpengaruh positif Terhadap Biaya Keagenan (*Agency Cost*) dan pengaruhnya signifikan. Temuan ini mengindikasikan bahwa perusahaan yang memiliki *free cash flow* yang tinggi cenderung untuk membagikan deviden dalam jumlah yang besar pula untuk mengurangi *agency cost*.
7. Kebijakan Deviden yang diproksi dengan *dividend payout ratio* berpengaruh positif Terhadap nilai perusahaan (*Firm Value*) dan pengaruhnya tidak signifikan. Hasil penelitian ini justru memberikan dukungan terhadap temuan dari Modigliani dan Miller (1961) yang menyimpulkan bahwa nilai suatu perusahaan ditentukan oleh keputusan investasi dari perusahaan yang bersangkutan dan bukan oleh kebijakan deviden yang ditetapkan oleh perusahaan. Temuan ini dikenal dengan teori deviden yang tidak relevan dari MM (*irrelevance of dividend proposition*).
8. Biaya Keagenan (*Agency Cost*) berpengaruh positif Terhadap nilai perusahaan (*Firm Value*) dan pengaruhnya tidak signifikan. Temuan ini sejalan dengan fakta bahwa tidak terdapat konflik keagenan antara pengelola dan pemilik karena sebelum *go public* umumnya perusahaan di Indonesia melakukan rekonstruksi kepemilikan dengan membentuk perusahaan induk atau *holding company*. Sedangkan apresiasi investor terhadap perusahaan banyak dipengaruhi oleh kinerja finansial perusahaan.

Saran

1. Perusahaan yang sudah *go public* seharusnya memiliki kepemilikan managerial dan kepemilikan institusi yang independen. Hal ini untuk menjaga kepentingan dari pemegang saham minoritas. Emiten sebaiknya meningkatkan kepemilikan publik agar supaya lebih banyak lagi masyarakat yang berinvestasi pada pasar modal dan dapat menikmati manfaat keberadaannya.
2. Hasil uji menunjukkan bahwa deviden tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan, untuk itu pihak perusahaan perlu mempertimbangkan kebijakan deviden sebagai signal prospek perusahaan dalam rangka meningkatkan nilai perusahaan, mengingat investor cenderung lebih menyukai *capital gain* dari pada deviden.
3. Bapepam sebagai pengawas pasar modal dan sebagai lembaga yang berwenang pada pasar modal Indonesia diharapkan dapat menindaklanjuti adanya dominasi kepemilikan perusahaan oleh kalangan tertentu dalam rangka menciptakan pasar modal yang efisien sekaligus sebagai alternatif pendanaan dan investasi untuk meningkatkan kesejahteraan seluruh masyarakat Indonesia.

DAFTAR PUSTAKA

- Agrawal, S., dan G. Mandelker, 1987. *Managerial Incentive and Corporate Investment and Financing Decision*. *Journal of Finance* 42 : 823-837.
- Agrawal, A., dan Nagarajan, N.J., 1990. Corporate Capital Structure, Agency Cost and Owner-Control : the Case of All Equity Firms. *Journal of Finance* 45 : 1325-1331.
- Alli et al. 1993. Determinants of Corporate Dividend Policy : A Factorial Analysis. *The Financial Review* (November) : 523-547
- Ang, James S. dan Don R Cox. 1997. Controlling the agency Cost of Insider Trading. *Journal of Financial and Strategic Decision* 10 : 15 – 26
- Ang, James S, Rebel A. Cole & James Wuh Lin. 2000. Agency Cost and Ownership Structure. *Journal of Finance* Vol X : 81-106
- Bajaj Mukesh et al. 1998. The Relationship Between Ownership and Firm Performance : A Signaling Model. *International Economic Review* 39 : 723-744
- Barclay, Michael J., Clifford W. Smith and Ross L. Watts, 1995, Determinants of Corporate Leverage and Dividend Policies, *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol 7, No 5.
- Brigham, EF dan J. F. Houston, 1998, *Fundamentals of Financial Management*, The Dryden Press, Harcourt Brace College Publishers, Philadelphia.
- Cooper, Cary L & Chris Argyris. 1997. *The Blackwell Encyclopedia of Management*. Vol VIII. Finance. Blackwell Publishers Inc. USA.
- Chen C.R dan T. Steiner. 1999. Managerial Ownership and Agency Conflict : A NonLinear Simultaneous Equation Analysis of Managerial Ownership, Risk Taking, Debt Policy, and Dividend Policy. *Financial Review* .34 : 119-136
- Chynthia A. Utama. 2002. Tiga Bentuk Masalah Keagenan (Agency Problem) dan Alternatif Pemecahannya. Bagian 1 dari 2 tulisan . *Usahawan* No. 01 th XXXII. 14-20.
- Collins, M. Cary, Atul K. Saxena and James W. Wansley. 1996. The Role of Insider and Dividend Policy : A Comparison of Regulated and Unregulated Firms. *Journal of Financial And Strategic Decision* Vol 9. 1-9
- Crutchley, C. dan R. Hansen. 1989. A Test Of the Agency Theory of Managerial Ownership, Corporate Leverage, and Corporate Dividends. *Financial Management* (Winter): 36-46
- Dempsey, Stephen J. dan Labe, Jane. 1992. Effects of Agency and Transaction Costs on Dividend Payout Ratios : Further Evidence of the Agency-transaction Cost Hypothesis. *Journal of Financial research* vol. 4 : 317-321.
- Easterbrook, F. 1984. Two Agency Cost Explanation of Dividends. *American Economic Review* 74 : 650-659.

- Fabbozi, Frank E. dan Franco Modigliani., 1996, *Capital Markets, Institutions, dan Instruments*. 2nd Edition, Prentice Hall, New Jersey.
- Faisal.2004. Analisis Agency Costs, Struktur Kepemilikan dan Mekanisme Corporate Governance. *Simposium Nasional Akuntansi ke VII*. Denpasar Bali
- Ferdinand, Augusty.2002. *Structural Equation Modelling Dalam Penelitian Manajemen*.BP UNDIP
- Garvey, Gerald T.leveraging and The Underinvestment Problem : How High Debt and management Shareholdings Solve the Agency Costs of Free Cash Flow. *Journal of Financial research* No 2 : 149-166.
- Heinfeldt, Jeffery dan Curcio, Richard. 1997. Employee Management Strategy, Stakeholder-Agency Theory, and The Value of The Firm. *Journal of Financial and Strategic Decisions* Vol. 10 : 67-75
- Husnan, Suad., 1994, Investasi di Pasar Modal Indonesia : Perkembangan, Kecenderungan, Kebutuhan dan Prospek, *Kelola*, No. 7/ III, Hal. 100-113.
- Istifadah. 2002. Analisis Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Price Earning Ratio Dalam Penilaian Harga Saham Studi Pada Perusahaan Asuransi di Bursa Efek Jakarta, *Jurnal Ekonomi Akuntansi dan Manajemen*. Volume 1.2 April . Fakultas Ekonomi Univ. Jember.
- . 2003. Risiko Bisnis Investasi Pada Saham Studi Pada Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Ilmu Pengetahuan Sosial*. Vol 4. 1 Januari. FKIP Universitas Jember
- Jensen,M.dan W. Meckling .1976. Theory of The Firm : Managerial behavior Agency Cost, and Ownership Structure. *Journal of Finance* 3: 305-360.
- Jensen, Michael, C.1986. Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and TakeOver. *American Economic Review* 76 : 323-329.
- Jensen, Gerald R. Donald, P. Solberg, dan Thomas S. Zorn. 1992. Simultaneous determinations of Insider Ownership, Debt, and Dividend Policies. *Journal of financial and Quantitative Analysis* Vol. XXVII. No 2. June
- Keown AJ., Scott DV, Martin JD.,dan Petty JW..1996. *Basic financial Management*. United States of America : Secenth Edition. Prentice Hall International Inc.
- Laila Wardani. 2004. Pengaruh Biaya Agency Terhadap Kebijakan Dividen Pada Perusahaan Manufaktur Yang Listed di Bursa Efek Indonesia. *Thesis Program Pasca Sarjana Universitas Brawijaya. Malang*.
- La Porta, rafael, Florencio Lopez-De-Silanes and Andri Shleifer. 1999. Corporate Ownership Around the World,
- La Porta, Rafael et.al. 2000. Agency Problem and Dividend Policies Arround the World.The *Journal of Finance* Vol.1 : 1-33
- Made Sudarma. 2004. Pengaruh Struktur Kepemilikan Saham, Faktor Intern danFaktor Ekstern Terhadap Struktur Modal dan Nilai Perusahaan Studi Pada Industri Yang Go Publik di Bursa Efek Indonesia. *Disertasi Program Pasca Sarjana Universitas Brawijaya. Malang*.
- Mehran,H. 1992. Executive Incentive Plans, Corporate Control and Capital Structure.*Journal of Finance and Quantitative Analysis* 27 : 539-560.

- Miller, M.H., and F. Modigliani. 1961. Dividend policy Growth and the Valuation of Shares. *Journal of Business* (October) : 411-433.
- Moh'd MA. Perry L.G, dan Rimbey JN. 1998. The Impact of Ownership Structure on Corporate Debt Policy : A Time Series Cross-Sectional Analysis. *The Financial Review* 33 : 85-89.
- Mollah AS. Keasey Kevin & Short Helen. 2000. The Influence of Agency Cost on Dividend Policy in an Emerging Market : Evidence from Dhaka Stock Exchange
- Nurhayati. 2004. Pengaruh Kepemilikan Manajerial Terhadap Kebijakan Hutang, Risiko, Peluang Pertumbuhan dan Kemampuan Perusahaan Terbuka Pada Industri Manufaktur di Indonesia. *Disertasi* Universitas Airlangga. Surabaya.
- Ross, Stephen A., Westerfield, dan Jaffe, 2002, *Corporate Finance*, 6th edition, Irwin McGraw-Hill, Chicago.
- Rozeeff, M. 1982. Growth, Beta and agency Cost as Determinants of Dividend Payout Ratios. *Journal of Financial Research* 5 : 249-259.
- Schooley, Diane K. dan Barney, Dwayne. 1994. Using Dividend Policy and Managerial Ownership to Reduce Agency Costs. *Journal of Financial Research* 3 : 363-373.
- Short, Helen, Hao Zhang, Kevin Keasey, 2002, The Link Between Dividend Policy and Institutional Ownership, *Journal of Corporate Finance* 8 : 105-122
- Sutrisno, 2001, *Manajemen Keuangan, Teori, Konsep dan Aplikasi*, Penerbit Ekonisia, Yogyakarta.
- Suta, A. Putu. Gede, 2000, Menuju Pasar Modal Modern, Penerbit Yayasan SAD Satria Bakti, Jakarta
- Tandelilin, Eduardus, 1997, Determinant of Systematic Risk: The Experience of Some Indonesian Common Stock, *Kelola*, No.16/IV, pp.101-115
- Thomsen, Steen, 2004, Blockholder Ownership, Dividends and Firm Value in Continental Europe, Department of International Economics and Management, Copenhagen Business School.
- Van Horne, J. C. dan J.W. Wachowicz Jr., 1995, *Fundamental of Financial Management*, Ninth Edition, Prentice-Hall International, Inc., Engelwood Cliffs, New Jersey, USA.
- Weston, JF., dan EF. Brigham, 1993, *Essentials of Managerial Finance* Tenth edition, The Dryden Press, New York.