

**OWNERSHIP STRUCTURE, DIVIDEND PAYMENT, AGENCY COST
AND CORPORATE VALUE
(SUATU PENGUJIAN MODEL STRUKTURAL)**

Isti Fadah
Istitatuk@yahoo.co.id

Fakultas Ekonomi Universitas Jember

ABSTRACT

The agency problem come because of separation between ownership and management on large corporate, there is a conflict between shareholder as an owner and manager as an agent. Manager focus on high growth of corporate (low dividend) but the owner prefer high dividend. The aims of the research are (1) to analysis the effect of free cash flow, risk and ownership structure to dividend payment ,(2) to analysis the effect of free cash flow, risk and ownership structure to agency cost. (3) to analysis the effect of dividend payment to corporate value, and (4) to analysis the effect of and agency cost to corporate value The technique sampling is purposive sampling. Secondary data is used in this research. It is from financial report like balance sheet, financial statement and cash flow report. It is gotten from Indonesian Stock Exchange. The research period is 2000 up to 2006. It uses pooled data (joint of time series data and cross section data) so the analysis units are 271 (n=271). To Analysis data is used descriptive analysis and also statistical analysis that's name structural equation model (SEM). It uses structural equation model (SEM) because the model has a ladder causality relationship and several variable like ownership structure, agency cost, risk , dividend payment and corporate value are latent variables. The results show that (1) risk has a positive significant effect to the agency cost, It means that agency cost can reduce the risk especially high risk investment that manger can do. (2) Dividend payment has a positive significant effect to the corporate value, It supports the-birds-in-the-hand theory and (3) risk has a positive significant effect to the corporate value. It means that investor always care about risk of corporate where they will invest.

Key words: Ownership Structure, Dividend Payment, Agency Cost And Corporate Value

PENDAHULUAN

Kontroversi mengenai apakah pembayaran dividen kas berpengaruh terhadap nilai perusahaan ataukah dividen tidak relevan dengan nilai pasar perusahaan sampai saat ini

juga masih menjadi topik menarik dalam debat ilmiah, Terdapat dua kelompok besar investor di Pasar Modal. Berdasarkan preferensinya terhadap dividen atau capital gain yang lebih dikedepankan. Kelompok investor pertama adalah mereka yang lebih suka dividen yang tinggi dibandingkan dengan peningkatan pertumbuhan perusahaan. Kelompok kedua adalah mereka yang lebih menyukai *capital gain* atau dividen yang rendah dan pertumbuhan perusahaan yang tinggi.

Fenomena rendahnya dividen yang dibayarkan oleh perusahaan publik di Indonesia juga dapat digunakan sebagai salah satu indikator adanya konflik keagenan (*agency problem*) antara pihak manajer/pengelola dengan pemegang saham (*shareholder*). Manajer lebih condong untuk tidak membagikan keuntungan yang diperoleh kepada pemegang saham dalam bentuk dividen kas (*cash dividend*), mereka lebih suka menahan kas untuk kepentingan atau tujuan pribadi tertentu yang tidak sejalan dengan kepentingan pemegang saham.

Salah satu indikator keberhasilan atau kinerja Bursa Efek Indonesia dapat dilihat dari besarnya indeks harga saham gabungan (IHSG). Saat ini besarnya IHSG mencapai kisaran 2500, angka ini menunjukkan bahwa perkembangan Bursa Efek Indonesia (BEI) cukup menggembirakan, Namun dibalik kesuksesan tersebut ada fenomena lain yang menarik yakni ternyata IHSG yang tinggi sebagian besar merupakan kontribusi dari transaksi penjualan saham-saham unggulan yang dikenal dengan kelompok saham-saham LQ 45, sedangkan saham-saham diluar kelompok tersebut kontribusinya sangat kecil. Berdasarkan sudut pandang manajemen keuangan, tujuan perusahaan adalah memaksimalkan kemakmuran para pemilik perusahaan (*share holder*). Tujuan ini sering diterjemahkan sebagai usaha untuk memaksimalkan nilai perusahaan. Untuk mencapai tujuan tersebut perusahaan dapat mengoptimalkan tiga keputusan strategis utama dalam mengelola perusahaan, yang meliputi keputusan investasi, keputusan pendanaan dan keputusan dividen. Menurut Van Horne dan Wachowitz (1997:3) Kesejahteraan pemegang saham ditunjukkan melalui harga pasar saham perusahaan, yang merupakan refleksi dari keputusan investasi, pendanaan dan dividen. Namun dalam prakteknya tujuan tersebut sering tidak tercapai karena manajer memiliki tujuan sendiri yang bertentangan dengan tujuan atau kepentingan pemilik saham. Manajer sebagai agen yang diangkat oleh prinsipal (*shareholder*) seharusnya bertindak atas nama *shareholder* untuk meningkatkan kesejahteraan para pemegang saham, tetapi seringkali para agen bertindak untuk kepentingannya sendiri demi keuntungan pribadi. Kondisi ini mengakibatkan ketidakselarasan antara kepentingan manajer dan pemegang saham yang disebut dengan konflik keagenan (*agency conflict*) (Brigham dan Daves, 2004:7).

Teori keagenan Meckling (1976) temuan tersebut mengacu kepada pemenuhan tujuan utama dari manajemen keuangan yaitu memaksimalkan kepentingan pemegang saham. Maksimalisasi kekayaan ini dilakukan oleh manajemen yang disebut sebagai *agent*.

Ketidak mampuan atau keengganan manajemen untuk meingkatkan kekayaan pemegang saham menimbulkan apa yang disebut masalah keagenan.

Ketika masing-masing individu di dalam suatu organisasi berinteraksi, maka semua individu bertindak menurut kepentingannya masing-masing. Konflik kepentingan secara alami muncul. Konflik ini muncul manakala dua individu membentuk suatu hubungan keagenan (*agency relationship*) (Cooper dan Argyris, 1997), seorang individu 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.

Teori Agensi muncul ketika terjadi fenomena terpisahnya kepemilikan perusahaan dengan pengelolaan pada perusahaan-perusahaan besar yang modern, sehingga teori perusahaan klasik tidak lagi bisa digunakan sebagai basis analisis perusahaan. Pada teori perusahaan klasik pemilik perusahaan yang berjiwa wiraswasta mengendalikan sendiri perusahaannya, dengan mengharapkan maksimum profit untuk bisa bertahan hidup dan berkembang. Manakala perusahaan diserahkan pada agen oleh pemegang saham maka konflik kepentingan akan terjadi antara agen (pengelola) dengan *principal* (pemegang saham). Para pemegang saham berkepentingan dengan kemakmuran atau kesejahteraan yang tinggi bagi mereka, sementara pihak manajer lebih pada pertumbuhan perusahaan.

Pemisahan “kepemilikan” dan “pengelolaan” telah melahirkan apa yang disebut *agency problem* (Jensen dan Meckling 1976). Adanya pemisahan ini memungkinkan terjadinya konflik kepentingan antara para pemilik dengan para manajer. Konflik tersebut diharapkan menjadi daya kreatif, karena merupakan mekanisme perimbangan kekuasaan. Dari sudut para pemilik bisnis, masalah *agency* berisi soal bagaimana menjamin agar para eksekutif-manajer selalu bertindak menurut kepentingan para pemegang saham (*share holder*).

Dividen kas *corporate* telah lama menjadi isu menarik dalam literatur keuangan. Isu-isu tersebut telah diuji di bawah asumsi bahwa perusahaan adalah satu unit homogen dengan sasaran jelas yaitu memaksimumkan nilai pasar (Miller dan Modigliani 1961). Keputusan dividen adalah salah satu keputusan perusahaan yang paling penting, tidak mengejutkan banyak penelitian terbaru telah dipublikasikan tentang masalah ini tetapi beberapa isu penting masih belum terpecahkan.

Kontroversi mengenai apakah pembayaran dividen kas berpengaruh terhadap nilai perusahaan atautkah dividen tidak relevan dengan nilai pasar perusahaan sampai saat ini juga masih menjadi topik menarik dalam debat ilmiah. Terdapat dua kelompok besar investor di Pasar Modal. Kelompok investor pertama adalah mereka yang lebih suka dividen yang tinggi dibandingkan dengan peningkatan pertumbuhan perusahaan.

Kelompok kedua adalah mereka yang lebih menyukai *capital gain* atau dividen yang rendah dan pertumbuhan perusahaan yang tinggi.

Mengacu pada uraian di atas maka tujuan penelitian ini adalah sebagai berikut: (1) Untuk mengetahui, menguji dan menganalisis pengaruh variabel aliran kas bebas (*free cash flow*), variabel risiko dan struktur kepemilikan saham perusahaan terhadap kebijakan dividen kas perusahaan publik di Bursa Efek Indonesia. (2) Untuk mengetahui, menguji dan menganalisis pengaruh variabel aliran kas bebas (*free cash flow*), variabel risiko dan struktur kepemilikan saham perusahaan terhadap biaya keagenan perusahaan publik di Bursa Efek Indonesia. (3) Untuk mengetahui, menguji dan menganalisis pengaruh variabel kebijakan dividen kas terhadap nilai perusahaan di Bursa Efek Indonesia. (4) Untuk mengetahui, menguji dan menganalisis pengaruh variabel biaya keagenan (*agency cost*) terhadap nilai perusahaan di Bursa Efek Indonesia.

Hasil penelitian ini diharapkan dapat memberikan kontribusi bagi pengembangan ilmu pengetahuan, khususnya manajemen keuangan melalui hal-hal berikut: (1) Melengkapi dan memperkaya khasanah ilmu pengetahuan dibidang manajemen keuangan terutama mengenai paradigma struktur kepemilikan, risiko, *freecash flow*, biaya keagenan, dividen kas serta nilai perusahaan khususnya pada perusahaan publik di Indonesia. (2) Model dari penelitian ini diharapkan mampu mengembangkan sekaligus melengkapi debat ilmiah (*moot points*) mengenai konsep biaya keagenan (*agency cost*), dividen kas (*cash dividend policy*) serta nilai perusahaan (*firm value*).

RERANGKA TEORETIS

Easterbook, F.H. (1984) dalam penelitiannya yang berjudul “*Two Agency Cost Explanations of Dividends*” menemukan bahwa Dividen berfungsi menurunkan *agency cost* dengan mensejajarkan kepentingan-kepentingan para manajer dengan para investor. Sedangkan Cruthley dan Hansen (1989) dalam penelitiannya yang berjudul “*A Test of Agency Theory of Managerial Ownership, Corporate Leverage and Corporate Dividend*” menghasilkan kesimpulan bahwa kepemilikan saham oleh manajemen, leverage dan dividen diputuskan secara serempak oleh para manajer untuk mengendalikan *agency cost*. Akhirnya Mollah et al., (2000) dengan penelitiannya yang berjudul “*The Influence of Agency Cost on Dividend Policy in an Emerging Market*” memperoleh bukti empiris bahwa *Insider Ownership* dan *collateral asset* berpengaruh terhadap *dividend payout ratio* sedangkan *dispersion of ownership* tidak berpengaruh terhadap *dividend payout ratio*, fakta-fakta tersebut mendukung bukti bahwa *agency cost* berpengaruh terhadap dividen policy.

Peneliti-peneliti lain yang melakukan penelitian yang serupa berkaitan dengan *Agency Cost* adalah Schooley dan Barney (1994) dengan penelitian yang berjudul “*Using*

Dividend Policy and managerial Ownership to Reduce Agency Cost” menghasilkan kesimpulan bahwa hubungan antara dividend yield dengan CEO *stock ownership* adalah signifikan dan non monotonic, kenaikan CEO *stock ownership* menurunkan *agency cost*, dan kenaikan CEO *stock ownership* menaikkan dividend yield sedangkan Dempsey dan Lafer (1992) dalam penelitiannya yang berjudul “*Effect of Agency and transaction Costs on Dividend Payout Ratio: Further Evidence of The Agency-Transaction Cost Hypothesis*” ternyata mendukung secara empiris hasil penelitian Rozeff (1982). Hal ini menunjukkan bahwa model tersebut memiliki explanatory power yang tinggi dan memiliki stabilitas yang tinggi pula. Sedangkan. Ang, James A, Rebel A. Cole, dan James Wuh Lin (2000) dengan judul penelitian “*Agency Cost and Ownership Structure*” menemukan bahwa *Agency cost*: a). Secara signifikan lebih tinggi apabila outsider lebih besar dari pada insider yang mamanager perusahaan. b). Berhubungan terbalik dengan manager’s ownershipshare. c). Naik sesuai dengan jumlah nonmanager share holder. d). Lebih rendah dengan monitoring yang lebih besar dari bank e). dikarenakan pertumbuhan investment expenditure yang lebih tinggi. Artinya kebijakan investasi mempengaruhi keputusan dividen. f). Perusahaan dengan beta yang lebih tinggi mempunyai dividend payout yang lebih rendah. g). Perusahaan membayar dividen yang lebih tinggi pada saat insider memegang fraksi yang lebih rendah dari ekuitas atau pada saat jumlah pemegang saham yang lebih besar memiliki outside equity.

Bukti empiris yang lain mengenai determinan dividend policy ditemukan oleh Jong, Abe de Ronald Van Dijk dan Chris Veld (2002) dengan judul penelitian “*The Dividend and Share Repurchase Policies of Canadian Firms: Empirical Evidence Based on New Research Design*” Bukti empiris yang dihasilkan dalam penelitian ini adalah a). Hasil penelitian konsisten dengan struktur yang pertama kali diputuskan perusahaan apakah ingin membayar cash atau tidak. b). *Payout* ditentukan oleh *free cash flow* c). pilihan dividen atau repurchase tergantung pada perilaku dan preferensi pajak. d). Mendukung model sebelumnya bahwa keberadaan *asyimmetric information* diantara *outsider* berhubungan dengan preferensi dividend payment lebih dari *share repurchase*.

Eckbo B. Espen dan Savita Verma (1994) dengan penelitiannya yang berjudul “*Managerial Shareownership, Voting Power, and Cash Dividend Policy*” menggunakan 3 alat analisis yakni a). Simple Regression b). Simultaneous Equation dan c). Linear Factor Analysis (LISREL). Penelitian ini menghasilkan bukti empiris sebagai berikut: a). Cash Dividend mengalami penurunan seiring dengan naiknya voting power of owner-managers. b). Cash Dividend hampir selalu 0 pada saat owner-manager memiliki voting kontrol yang absolut terhadap perusahaan. c). Estimasi panel data seperti halnya teknik analisis faktor memberikan dukungan empiris untuk hipotesis consensus-dividend.

Manos, Ronny (2002) melakukan penelitian mengenai dividend policy dan agency theory, penelitian yang dilakukan berjudul “*Dividend Policy and Agency Theory: Evidence on Indian Firms*” alat analisis yang digunakan adalah Regresi (*cost*

minimisation model). Adapun bukti empiris yang dihasilkan dari penelitian ini adalah sebagai berikut: a). Biaya transaksi yang diukur dengan *growth opportunities, volatility of stock return dan stock Liquidity* berhubungan negatif dengan target payout ratio. B). Grup afiliasi memiliki pengaruh penting terhadap struktur biaya transaksi sebaik konflik keagenan yang dihadapi perusahaan-perusahaan di India. c). Semakin besar % kepemilikan oleh foreign institution lebih besar pula kebutuhan untuk memonitor pasar modal. d). Institutional shareholding berpengaruh positif terhadap target payout ratio untuk perusahaan afiliasi.

Penelitian tentang teori keagenan, diawali oleh Jensen dan Meckling (1976) yang membahas beberapa cara untuk memecahkan masalah keagenan. Menurut Jensen dan Meckling (1976), manajer yang diangkat oleh pemegang saham seharusnya bertindak atau mengambil keputusan yang terbaik sesuai dengan keinginan pemegang saham, tetapi dalam pelaksanaannya sering terjadi perbedaan keputusan antara manajer dan pemegang saham.

Biaya keagenan yang diproksi dengan kepemilikan orang dalam menunjukkan adanya pengaruh yang kuat antara kepemilikan orang dalam terhadap *dividend payout ratio* (DPR) (Rozeff, 1982). Pendapat ini diperkuat oleh Easterbrook (1984) yang mengemukakan bahwa perusahaan membayar dividen untuk mengurangi biaya keagenan, karena pembayaran dividen akan mengurangi *cash flow* bagi manajer. Bukti ini menunjukkan bahwa pembayaran dividen adalah bagian monitoring optimal perusahaan dan berfungsi menurunkan biaya agen.

Ada tiga cara untuk mengurangi biaya agensi dari ekuitas (Crutchley dan Hansen, 1989). Yang pertama adalah manajer meningkatkan kepemilikan saham biasa mereka di perusahaan sehingga lebih menyelaraskan kepentingan mereka dengan kepentingan para pemegang saham (Jensen dan Meckling 1976).

Kedua dengan memperbesar pembayaran dividen (Rozeff, 1982) dan Easterbrook (1984). Pembayaran dividen yang lebih besar akan meningkatkan kemungkinan bahwa perusahaan harus mencari modal lewat ekuitas eksternal. Ketika perusahaan mencari modal baru lewat ekuitas eksternal, maka manajer akan mendapatkan pengawasan dari bursa-bursa saham, perusahaan sekuritas dan *exchange commission*, bankir-bankir investasi, dan pihak-pihak yang menyediakan modal baru tersebut. Dengan adanya monitoring ini maka manajer yang berusaha mempertahankan pekerjaannya akan melakukan tindakan-tindakan yang lebih selaras dengan kepentingan para pemegang saham.

Ketiga adalah dengan meningkatkan jumlah pendanaan yang didapatkan dari hutang (Jensen dan Meckling 1976). Dengan memperbesar hutang, maka total pendanaan lewat ekuitas akan menurun sehingga pada gilirannya akan menurunkan jangkauan dari konflik

antara manager dengan pemegang saham. Namun pendanaan lewat hutang menimbulkan konflik kepentingan antara pemegang saham dengan kreditur sehingga akan menimbulkan biaya agensi dari hutang.

Hipotesis dalam penelitian ini adalah:

H1 : Struktur Kepemilikan berpengaruh signifikan terhadap dividen kas.

H2 : Struktur Kepemilikan berpengaruh signifikan terhadap Biaya Keagenan.

H3 : Free Cash Flow berpengaruh signifikan terhadap dividen kas.

H4 : Free Cash Flow berpengaruh signifikan terhadap Biaya Keagenan.

Hasil penelitian dari Dempsey et.al., (1992) menunjukkan bahwa terdapat hubungan negatif dan signifikan antara risiko dengan dividen yang dibayarkan (*divident payout ratio*). Artinya adalah perusahaan yang berisiko tinggi cenderung untuk membagikan dividen yang rendah kepada para shareholder. Sebaliknya perusahaan yang tidak berisiko cenderung untuk membagikan dividen yang tinggi. Hal ini didukung oleh hasil penelitian dari Schooley et al., (1994) yang juga menunjukkan hubungan yang negatif dan signifikan antara risiko dengan dividen yang dibayarkan (*divident payout ratio*).

H5 : Risiko berpengaruh signifikan terhadap dividen kas.

H6 : Risiko berpengaruh signifikan terhadap Biaya Keagenan.

H7 : Risiko berpengaruh signifikan terhadap Nilai Perusahaan.

Menurut Easterbrook (1984) dividen akan membantu menurunkan biaya keagenan. Argumentasi yang dikemukakan bahwa pemegang saham akan menuntut pembayaran dividen sebagai tanggung jawab manajer sebagai pengelola perusahaan. Pembayaran Dividen akan memacu manajer untuk lebih berhati-hati memperhatikan kepentingan pemegang saham. Dan mengurangi kebijakan yang menguntungkan dirinya sendiri.

H8 : Biaya Keagenan berpengaruh signifikan terhadap dividen kas.

Penelitian yang memasukkan variabel kebijakan dividen dan kinerja perusahaan adalah penelitian yang dilakukan oleh Chen dan Steiner (1999). Hasil penelitian menunjukkan dividen policy memiliki hubungan yang positif dengan kinerja perusahaan. Artinya dividen yang tinggi akan meningkatkan nilai perusahaan. Kesimpulan ini mendukung hipotesis teori “ *the bird-in- the-hand* “.

H9 : Dividen Kas berpengaruh positif signifikan terhadap Nilai Perusahaan.

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

H10 : Biaya Keagenan berpengaruh positif signifikan terhadap Nilai Perusahaan.

METODE PENELITIAN

Populasi dan Sampel Penelitian

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan publik yang tercatat (*listed*) di Bursa Efek Indonesia (BEI). 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 2000-2006, karena laba dan ekuitas yang negatif sebagai penyebut dalam perhitungan ratio menjadi tidak bermakna. 3). Diluar industri keuangan dan properti karena kedua industri tersebut cenderung memiliki item pada laporan keuangan yang berbeda dengan industri yang lain. Dari kriteria sampel yang ditetapkan maka diperoleh 51 perusahaan sampel. Penelitian ini menggunakan *pooled data* yakni gabungan antara time series data dengan cross section data dari tahun 2000 hingga tahun 2006 sehingga keseluruhan unit analisisnya adalah 273 ($n = 273$).

Jenis Data dan Teknik Pengumpulan Data

Penelitian ini menggunakan data sekunder, yang diperoleh di Bursa Efek Indonesia. Teknik pengumpulan data dilakukan melalui teknik dokumentasi. Data yang dikumpulkan meliputi: Laporan keuangan tahunan yang lengkap, *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD) serta data tentang harga saham perusahaan. Data-data diakses di Bursa Efek Indonesia. Pojok BEI, dari website (www.idx.co.id) serta dari Pusat Data Base.

Teknik Analisis Data

Untuk menjawab pertanyaan penelitian, beberapa alat analisis statistik digunakan, alat analisis yang digunakan meliputi:

1. Analisis Faktor Konfirmatory

Analisis Faktor digunakan untuk melakukan konfirmasi terhadap indikator-indikator yang mengukur variabel penelitian. Analisis faktor yang digunakan adalah yang bersifat konfirmatory bukan yang bersifat eksploratory. Hasil dari analisis ini adalah menemukan indikator yang benar-benar dapat mengukur dengan benar variabel struktur kepemilikan saham, kebijakan dividen kas, risiko, biaya keagenan dan nilai perusahaan.

2. Structural Equation Model (SEM)

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).

Pemilihan SEM sebagai metode analisis data dengan alasan:

- a. Model berbentuk structural, di dalamnya terdapat hubungan kausalitas yang berjenjang (yakni dari struktur kepemilikan saham, *free cash flow* dan risiko ke *agency cost* dan dividend policy kemudian ke nilai perusahaan).
- b. Variabel struktur kepemilikan saham, *free cash flow*, dan risiko bersifat unobservable (pengukurannya didasarkan pada beberapa indikator).

ANALISIS DAN PEMBAHASAN

Analisis Data

Pengujian Model Struktural

Data dikumpulkan dari 51 perusahaan sejak tahun 2000 sampai dengan tahun 2006 sehingga diperoleh pooling data dengan unit analisis $n = 273$. Dengan demikian asumsi besarnya n yang dikehendaki metode analisis data dengan SEM, yaitu $n = 100$ pada penelitian ini telah terpenuhi.

Pemeriksaan Asumsi yang Melandasi SEM

1. 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 5. Deteksi terhadap multivariate outliers dilakukan dengan memperhatikan nilai Mahalanobis Distance. Untuk Model pada era milenium Kriteria yang digunakan adalah nilai Chi-square pada derajat kebebasan (degree of freedom) 47 pada tingkat signifikansi $p < 0,001$. melalui program Excell Window nilai Chi-square adalah sebesar 82,72042. Hasil *Uji Mahalanobis Distance* dengan *Chi-square* untuk kedua model memperlihatkan data observasi mengandung data outliers karena ada empat 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 data era milenium dan 273 untuk model pada era milenium, maka dengan demikian dapat dikatakan bahwa asumsi normalitas dapat dipenuhi.

Pengujian *Goodness of Fit Model*

Pengujian dilakukan pada periode milenium yakni tahun 2000-2006. Model dikatakan baik bilamana pengembangan model hipotesis secara konseptual dan teoritis didukung oleh data empirik. Hasil-hasil yang ada pada model struktural awal menunjukkan bahwa seluruh kriteria yang digunakan mempunyai nilai yang kurang baik, oleh karena itu model ini belum dapat diterima. Selanjutnya dilakukan modifikasi model dengan mempertimbangkan hasil-hasil perhitungan bagian *modification indices*. Sebagian besar hasil-hasil perhitungan di bagian *modification indices* menyarankan untuk menambahkan beberapa garis korelasi antar residual. Penambahan ini akan dapat menurunkan nilai *chi square* dan menaikkan nilai probabilitas, perbaikan model dengan cara ini dikenal dengan nama *Heywood case*. Hasil modifikasi model tahap akhir dapat menghasilkan model yang memenuhi kriteria *goodness of fit* yang ditetapkan, dengan demikian model baik dan layak untuk digunakan. Hasil pengujian *Goodness of fit overall model* pada model tahap akhir setelah modifikasi dapat dilihat pada tabel 1 berikut.

Tabel 1
Pengujian *Goodness of Fit Overall Model* Pada Era Milenium

No	Kriteria	Nilai Kritis	Model Akhir	
			Hasil	Keterangan
1	Chi-Square	dhrpkn kecil	83,667	baik
2	Probabilitas	$\geq 0,05$	0,001	marginal
3	Degree of Freedom	-	50	-
4	CMIN/DF	$\leq 2,00$	1,780	baik
5	CFI	$\geq 0,90$	0,900	baik
6	TLI	$\geq 0,90$	0,777	marginal
7	RMSEA	$\leq 0,08$	0,054	baik

Tabel 1 di atas menunjukkan ringkasan hasil yang diperoleh dalam model struktural dan nilai yang direkomendasi untuk mengukur kelayakan model. Hasil-hasil yang ada pada model struktural akhir telah menunjukkan bahwa seluruh kriteria yang digunakan mempunyai nilai yang baik. Oleh karena itu model ini telah dapat diterima. Dengan kata lain, dari evaluasi model yang diajukan menunjukkan bahwa evaluasi terhadap model secara keseluruhan dari berbagai kriteria ternyata sudah memenuhi syarat, sehingga dapat dikemukakan model telah sesuai dengan data.

Uji Hipotesis

Analisis Model Struktural dimaksudkan untuk melihat pengaruh antara *variable eksogen* dengan *variable endogen* dan antara *variable endogen* dengan *variable 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 5.0 dari data empiris yang dianalisis. Hasil selengkapnya dari analisis model structural dapat dilihat pada tabel 2 berikut

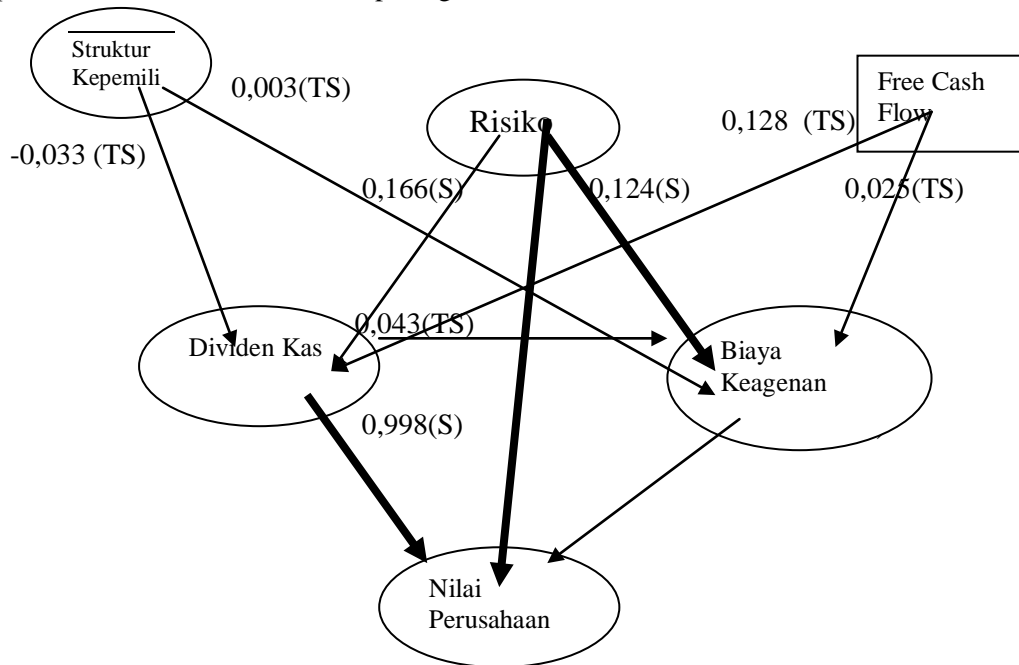
Tabel 2
Koefisien Jalur Pengaruh Antar Variabel Pengujian Pada Era Milenium

JALUR		Koefisien Path	Critical Ratio (P Value)	Keterangan
Struktur Kepemilikan	→ Dividen Kas	-0,033	-0,583 (0,560)	Tidak Signifikan
Struktur Kepemilikan	→ Agency Cost	0,003	0,085 (0,933)	Tidak Signifikan
Risiko	→ Dividen Kas	-0,149	-1,230 (0,219)	Tidak Signifikan
Risiko	→ Agency Cost	0,124	1,691 (0,091)	Signifikan
Risiko	→ Nilai Perusahaan	0,998	2,173 (0,030)	Signifikan
Free Cash Flow	→ Dividen Kas	0,128	0,883 (0,337)	Tidak Signifikan
Free Cash Flow	→ Agency Cost	-0,025	-0,375 (0,708)	Tidak Signifikan
Dividen kas	→ Firm Value	0,178	3,105 (0,002)	Signifikan
Dividen kas	→ Agency Cost	0,043	1,078 (0,281)	Tidak Signifikan
Agency Cost	→ Firm Value	-0,011	-0,077 (0,939)	Tidak Signifikan

Pengujian hipotesis (alternatif) dilakukan dengan melihat besarnya critical ratio (t-hitung) dibandingkan dengan t-tabel. Koefisien dikatakan signifikan apabila t-hitung lebih besar dari t-tabel. Cara yang lain untuk pengujian hipotesis (alternatif) adalah dengan melihat besarnya P-value (signifikansi). Koefisien dikatakan signifikan apabila $p < 0,05$ (5%) Diketahui ada tiga (3) jalur yang signifikan, yaitu dari faktor risiko ke biaya keagenan, dividen kas ke nilai perusahaan dan risiko ke faktor nilai perusahaan. Sedangkan

koefisien jalur lain tidak signifikan, yakni dari faktor struktur kepemilikan ke faktor dividen kas biaya keagenan dan nilai perusahaan, dari faktor free cash flow ke faktor biaya keagenan dan dividen kas, serta dari dividen kas ke biaya keagenan. jalur lain yang tidak signifikan adalah dari risiko ke dividen kas.

Dari analisis hasil penelitian secara keseluruhan untuk semua variabel yang telah diuraikan sebelumnya, maka hasil akhir hubungan kausalitas antar variabel penelitian akan divisualisasikan pada gambar berikut.



Gambar 1

Diagram Hasil Akhir Hubungan Kausal Pengaruh Struktur Kepemilikan, Risiko, dan Free Cash Flow Terhadap Dividen Kas dan Biaya Keagenan Serta Dampaknya Pada Nilai Perusahaan

Pembahasan

Dari hasil analisis struktural dengan analisis SEM terlihat bahwa dari sepuluh hipotesis hanya ada tiga hipotesis alternatif (hipotesis penelitian yang terbukti. Berikutnya akan dibahas khusus tentang tiga hipotesis penelitian yang terbukti signifikan.

Pengaruh Risiko Terhadap Biaya Keagenan (*Agency Cost*)

Menguji Hipotesis yang berbunyi: Risiko berpengaruh terhadap Biaya Keagenan (*Agency Cost*). Hasil pengujian di atas dengan menggunakan analisis SEM menunjukkan bahwa

variable Risiko Berpengaruh positif Terhadap Biaya Keagenan (*Agency Cost*) dengan koefisien path 0,124 dan pengaruhnya signifikan hal ini bisa dilihat dari besarnya Critical Ratio sebesar 1,691 dengan signifikansi (0,091) yang berada pada daerah penolakan H_0 atau H_1 diterima artinya bahwa risiko berpengaruh signifikan terhadap Biaya Keagenan (*Agency Cost*).

Temuan pada penelitian ini mendukung temuan sebelumnya tentang teori keagenan yakni bahwa biaya keagenan (*agency cost*) efektif digunakan untuk mengurangi tindakan manajer yang cenderung melakukan investasi berisiko dan seringkali tidak sesuai dengan keinginan dari para pemegang saham.

Menurut Jensen dan Meckling (1976) *Agency cost* yang berupa biaya monitoring atau biaya bonding dapat menekan keinginan konsumsi manajer yang dilakukan tanpa sepengetahuan pemilik. Perusahaan dengan risiko yang tinggi akan berdampak pada harga saham perusahaan demikian pula pada kesejahteraan pemegang saham, karena pada umumnya investor lebih suka menghindari risiko (*risk averter*) maka dengan return yang sama maka investor akan memilih saham dengan risiko yang lebih kecil.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa besarnya biaya keagenan yang dikeluarkan oleh perusahaan dipengaruhi oleh tindakan perusahaan untuk melakukan monitoring atau untuk mengurangi risiko perusahaan serta untuk melindungi kepentingan para pemegang saham. Indikasi dari temuan penelitian adalah semakin berisiko perusahaan, maka kekhawatiran pemegang saham semakin besar, salah satu tindakan yang bisa dilakukan adalah dengan melakukan monitoring dan pembatasan-pembatasan yang dituangkan lewat kontrak tertulis dengan manajer perusahaan, hal inilah yang dikenal dengan biaya keagenan (*agency cost*). Selain itu salah satu ukuran risikonya adalah risiko keuangan yakni risiko tambahan yang terkait dengan pemakaian leverage atau hutang oleh perusahaan. Pemakaian hutang oleh perusahaan menyebabkan penambahan monitoring dari pihak kreditur kepada perusahaan hal ini berdampak pada pengurangan konflik keagenan antara pihak agen dalam hal ini manajer dengan para pemegang saham.

Nilai koefisien path pengaruh variable Risiko terhadap Biaya Keagenan (*Agency Cost*) adalah sebesar 0,124 yang berarti bahwa setiap kenaikan Risiko perusahaan sebesar 1% akan meningkatkan biaya keagenan (*Agency Cost*) sebesar 0,124%. Dalam rangka untuk mengurangi agency problem dengan asumsi variable bebas lainnya konstan.

Pengaruh Dividen Kas (*Cash dividend*) Terhadap Nilai Perusahaan (*Firm Value*)

Menguji Hipotesis yang berbunyi: Dividen kas (*Cash dividend*) berpengaruh terhadap Nilai Perusahaan (*Firm Value*). Hasil Pengujian di atas dengan menggunakan analisis SEM menunjukkan bahwa variable Dividen kas yang diproksi dengan dividend payout ratio dan dividend yield berpengaruh positif Terhadap nilai perusahaan (*Firm Value*) dengan koefisien path 0,178 dan pengaruhnya signifikan hal ini bisa dilihat dari besarnya

Critical Ratio sebesar 3,105 dengan signifikansi (0,002) berada pada daerah penolakan H_0 dan berada pada daerah penerimaan H_a atau hipotesis H_a diterima artinya dividen kas (*Cash dividend*) berpengaruh positif dan signifikan Terhadap Nilai Perusahaan (*Firm Value*).

Hasil penelitian ini mendukung temuan *teori the bird-in-the hand* dari Litner (1962) yang menyatakan bahwa investor lebih menyukai dividen yang diterima bagaikan burung di tangan dimana risikonya lebih kecil dibandingkan dengan dividen yang tidak dibagikan. Hasil temuan ini juga konsisten dengan hasil temuan Ross (2002) yang mengemukakan bahwa dalam kondisi informasi yang tidak seimbang (*asymmetric information*) para manajer dapat menggunakan strategi dalam dividen kas untuk menangkal isu-isu yang tidak diharapkan oleh perusahaan di masa yang akan datang. Hasil temuan penelitian ini juga mendukung hasil penelitian Rozeff (1982) yang menyimpulkan bahwa dividen memiliki informasi atau sebagai isyarat (*signaling*) akan prospek perusahaan di masa yang akan datang.

Hasil penelitian ini tidak 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 dividen kas yang ditetapkan oleh perusahaan. Temuan ini dikenal dengan teori dividen yang tidak relevan dari MM (*irrelevance of dividend proposition*). Hasil temuan dalam penelitian ini tidak mendukung teori preferensi pajak yang menyatakan bahwa dengan adanya pajak maka investor lebih menyukai capital gain dari pada dividen, karena capital gain dapat menunda pembayaran pajak, artinya pajak atas capital gain baru dibayar kalau saham dijual sedangkan pajak atas dividen dibayarkan setelah penerimaan dividen yakni tiap enam bulan atau satu tahun. Menurut teori preferensi pajak ini investor lebih menyukai saham dengan dividen yield yang rendah.

Pengaruh Risiko Terhadap Nilai Perusahaan (Firm Value)

Menguji Hipotesis yang berbunyi: Risiko berpengaruh terhadap Nilai Perusahaan (*Firm Value*). Hasil pengujian di atas dengan menggunakan analisis SEM menunjukkan bahwa variable Risiko Berpengaruh positif Terhadap Nilai Perusahaan (*Firm Value*) dengan koefisien path 0,998 dan pengaruhnya signifikan hal ini bisa dilihat dari besarnya Critical Ratio sebesar 2,173 dengan signifikansi (0,030) yang berada pada daerah penolakan H_0 atau H_a diterima artinya bahwa risiko berpengaruh signifikan terhadap Nilai Perusahaan (*Firm Value*).

Risiko yang dihadapi perusahaan di sektor riil diantaranya adalah risiko usaha (*business risk*). Risiko adalah dimana perkiraan target laba menjadi tidak menentu akibat perubahan lingkungan usaha, persaingan yang ketat, perubahan teknologi produksi, serta perubahan faktor-faktor yang mempengaruhi pemasok. Beberapa perusahaan melakukan kebijakan *hedging*, yakni membuat eksposur dengan maksud mengurangi risiko apabila perubahan

faktor pasar diperkirakan akan merugikan posisi usaha. Temuan penelitian ini sekaligus lebih mengukuhkan temuan dari Weston Brigham (1993:26) yang menyimpulkan bahwa harga saham dipengaruhi oleh risiko dan proyeksi laba, dan karena umumnya investor berusaha menghindari risiko (*risk averter*) maka dengan demikian saham yang memiliki risiko yang lebih kecil sementara hal-hal yang lain sama akan lebih disukai atau nilai sahamnya lebih tinggi dibandingkan dengan saham yang mempunyai risiko yang lebih besar.

Temuan ini mengindikasikan bahwa investor sangat memperhatikan risiko saham perusahaan dalam menyusun portfolio investasinya. Temuan penelitian ini juga mendukung temuan bahwa investor adalah penghindar risiko (*risk averter*). Mereka lebih tertarik pada investasi yang lebih aman meskipun keuntungannya relatif lebih kecil, dibandingkan investasi dengan return yang tinggi namun sangat berisiko. Nilai koefisien path pengaruh variable Risiko terhadap Nilai Perusahaan (*Firm Value*) adalah sebesar 0,998 yang berarti bahwa setiap kenaikan Risiko perusahaan sebesar 1 % akan menaikkan Nilai Perusahaan (*Firm Value*) sebesar 0,998 %. Dengan asumsi variable bebas lainnya konstan.

SIMPULAN DAN SARAN

Simpulan

Dari uraian yang telah dijelaskan di atas maka dapat disimpulkan sebagai berikut: 1). Risiko berpengaruh positif terhadap biaya keagenan (*Agency Cost*) dengan koefisien path 0,124 dan pengaruhnya signifikan hal ini bisa dilihat dari besarnya Critical Ratio sebesar 1,691 dengan signifikansi (0,091) yang berada pada daerah penolakan H_0 atau H_a diterima artinya bahwa risiko berpengaruh signifikan terhadap biayakeagenan (*Agency Cost*). Temuan pada penelitian ini mendukung temuan sebelumnya tentang teori keagenan yakni bahwa biaya keagenan (*agency cost*) efektif digunakan untuk mengurangi tindakan manajer yang cenderung melakukan investasi berisiko dan seringkali tidak sesuai dengan keinginan dari para pemegang saham. 2). Dividen kas yang diprosi dengan *dividend payout ratio* dan *dividend yield* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan (*Firm Value*) dengan koefisien path 0,178 dan pengaruhnya signifikan hal ini bisa dilihat dari besarnya Critical Ratio sebesar 3,105 dengan signifikansi (0,002) berada pada daerah penolakan H_0 dan berada pada daerah penerimaan H_a atau hipotesis H_a diterima artinya Dividen kas (*Cash dividend*) berpengaruh positif dan signifikan terhadap Nilai Perusahaan (*Firm Value*). Hasil penelitian ini mendukung temuan teori *the bird-in-the hand* dari Litner (1962) yang menyatakan bahwa investor lebih menyukai deviden yang diterima bagaikan burung di tangan dimana risikonya lebih kecil dibandingkan dengan deviden yang tidak dibagikan. 3). Risiko berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan (*Firm Value*) dengan koefisien path 0,998 dan pengaruhnya signifikan hal ini bisa dilihat dari besarnya *Critical Ratio* sebesar 2,173 dengan signifikansi (0,030) yang berada pada

daerah penolakan H_0 atau H_a diterima artinya bahwa risiko berpengaruh signifikan terhadap Nilai Perusahaan (*Firm Value*). Temuan penelitian ini sekaligus lebih mengukuhkan temuan dari Weston Brigham (1993:26) yang menyimpulkan bahwa harga saham dipengaruhi oleh risiko dan proyeksi laba, dan karena umumnya investor berusaha menghindari risiko (*risk averter*) maka dengan demikian saham yang memiliki risiko yang lebih kecil sementara hal-hal yang lain sama akan lebih disukai.

Saran

1). Fakta masih rendahnya kepemilikan saham oleh publik atau masyarakat luas serta masih terkonsentrasinya kepemilikan oleh kalangan keluarga tertentu, maka peneliti menyarankan perlunya perluasan penyebaran kepemilikan saham, baik melalui pasar modal, joint stock, dana pensiun dan melalui program *employee and management stock option* (EMSOP), sehingga terjadi dispersi kepemilikan yang menyebar. 2). Perusahaan yang go public seharusnya mempunyai kepemilikan insider dan kepemilikan institusi yang independen. Hal ini untuk menjaga dan melindungi kepentingan pemegang saham minoritas.

DAFTAR PUSTAKA

- Ang, James S et.al., 2000. Agency Cost and Ownership Structure. *Journal of Finance* VolL X : 81-106
- Brigham, EF dan Phillip R. Daves. 2003. *Intermediate Financial Management*, eight edition, Thomson, South Western.
- Cooper, Cary.L dan 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 NonLinier Simultaneous Equation Analysis of Managerial Ownership, Risk Taking, Debt Policy, and Dividen Policy. *Financial Review* .34 : 119-136
- 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 Laber, Jane. 1992. Effects of Agency and Transaction Costs on Dividend Payout Ratios: Futher Evidence of the Agency-transaction Cost Hypothesis. *Journal of Financial research* Vol. 4 : 317-321.

- Easter brook,F. 1984. Two Agency Cost Explanation of Dividends. *American Economic Review* 74 : 650-659.
- Eckbo B. Espen, Savita Verma, 1994, Managerial Share Ownership, Voting Power, and Cash Dividend Policy, *Journal of Corporate Finance* 1 : 33-62
- Ferdinand, Augusty. 2002. Structural Equation Modelling Dalam Penelitian Manajemen.BP UNDIP
- 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
- Jensen,M.dan W. Meckling .1976. Theory of The Firm: Managerial behavior Agency Cost, and Ownership Structure. *Journal of Finance* 3: 305-360.
- Jong, Abe de, Ronald van Dijk and Chris Veld. 2002. The Dividend and Share Repurchase Policies of Canadian Firms: Empirical Evidence Based on A New Research Design, Departement of Finance, Florida State University, Talahassee
- Manos, Ronny, 2002, Dividend Policy and Agency Theory: Evidence on Indian Firms, Finance and Development Research Programme, Working Paper Series No 41, University of Manchester
- Mollah AS. Keasey Kevin dan Short Helen. 2000. The Influence of Agency Cost on Dividend Policy in an Emerging Market : Evidence from Dhaka Stock Exchange
- Miller,M.H., and F. Modigliani. 1961. Dividend policy Growth and the Valuation of Shares. *Journal of Business* (October) : 411-433.
- Ross, Steppen 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.

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.