

# FAKTOR PENENTU DIVIDEN DAN BIAYA KEAGENAN SERTA PENGARUHNYA PADA NILAI PERUSAHAAN

Isti Fadah

Fakultas Ekonomi Universitas Jember  
Jl. Kalimantan No.37 Kampus Tegal Boto Jember, 68121.

## Abstract

*The goals of the research were to know about ownership structure, cash dividend policy and agency cost, to know the effect of ownership structure, risk and free cash flow to cash dividend and agency cost and to know the effect of cash dividend and agency cost to corporate value in Indonesian Stock Exchange. To find the best measurement of latent variable used was confirmatory analysis. To test causality relationship, it used structural equation model. The result of confirmatory analysis showed that the best measurement of cash dividend policy variable was dividend payout ratio while for agency cost was selling and general administrative ratio. Before millennium era, risk had a significant effect to cash dividend. Risk had a significant effect to agency cost and a significant effect to firm value. In Millennium era, risk had a significant effect to cash dividend. Risk had a significant effect to agency cost and cash dividend had a significant effect to firm value. The test result on two different time horizons had a consistency result. It could be seen on test of goodness of fit and path analysis gave a consistent result.*

**Key words:** *dividend, agency cost, corporate value, consistency model*

Aktivitas pasar modal yang merupakan salah satu potensi perekonomian nasional, memiliki peranan yang penting dalam menumbuh kembangkan perekonomian nasional. Dukungan sektor swasta menjadi kekuatan nasional sebagai dinamisor aktivitas perekonomian nasional. Pasar modal merupakan salah satu alternatif investasi bagi para investor. Melalui pasar modal, investor dapat melakukan investasi di beberapa perusahaan melalui pembelian efek-efek baru yang ditawarkan atau yang diperdagangkan di pasar modal. Sementara itu perusahaan dapat memperoleh dana yang dibutuhkan dengan menawarkan instrumen keuangan jangka panjang. Adanya pasar modal memungkinkan para investor untuk memiliki perusahaan yang sehat dan berprospek baik, karena

tidak hanya dimiliki oleh sejumlah orang tertentu. Penyebaran kepemilikan yang luas akan mendorong perkembangan perusahaan yang transparan. Ini tentu saja akan mendorong terciptanya *good corporate governance*.

Menurut Brigham & Houston (2000) manajer memiliki tujuan pribadi yang bersaing dengan tujuan memaksimalkan kesejahteraan pemegang saham. Manajer diberi kekuasaan oleh pemilik perusahaan, yaitu pemegang saham untuk membuat keputusan, dan hal ini menciptakan konflik potensial atas kepentingan yang disebut teori keagenan (*agency theory*). Teori keagenan dalam konteks manajemen keuangan meliputi konflik kepentingan yang potensial antara agen (manajer) dengan pemegang saham pihak luar dan kreditor (pemberi utang)

---

Korespondensi dengan Penulis:  
Isti Fadah: Telp. +62 333 330 224  
E-mail: [istitatu@yahoo.co.id](mailto:istitatu@yahoo.co.id)

Kebanyakan manajer perusahaan besar pada umumnya hanya memiliki saham dengan prosentase yang kecil. Dalam hal ini jika muncul konflik dengan tujuan manajer maka maksimisasi kekayaan pemegang saham akan menempati tempat di bagian belakang, artinya manajer akan memaksimalkan besarnya perusahaan atau berusaha meningkatkan pertumbuhan, karena hal tersebut akan berdampak pada meningkatnya keamanan pada pekerjaan mereka, meningkatkan jabatan, status dan gaji mereka, serta meningkatkan kesempatan bagi manajer tingkat bawah dan menengah.

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: kompensasi manajerial (bisa berupa saham kinerja/*performance share* dan opsi saham eksekutif (*executive stock options*), intervensi langsung oleh pemegang saham, ancaman PHK, serta ancaman pengambilalihan (*hostile take over*) (Brigham & Houston, 2000).

*Executive stock option* merupakan salah satu siasat untuk menjamin kepatuhan manajer. Dalam gagasan mazhab masyarakat industrial, perlu adanya transformasi dari pemilikan personal ke pemilikan impersonal. Artinya kepemilikan saham tidak terkonsentrasi pada individu atau keluarga tertentu tetapi kepemilikan saham menjadi menyebar. Penyebaran kepemilikan terjadi melalui perluasan jumlah pemegang saham kecil-kecil, baik di tangan individu, perusahaan, yayasan, koperasi maupun badan-badan lain.

Transformasi pemilikan personal ke pemilikan impersonal mempunyai implikasi penting yakni munculnya pemisahan antara pemilikan (*legal ownership*) dan kontrol (*managerial control*). Artinya para pemilik saham hanya menjadi simbol legal yang tidak menjalankan perusahaan. Sedangkan kontrol nyata sehari-hari ada di tangan eksekutif manajer.

Hasil penelitian Claessens, *et.al* (2000), menyatakan bahwa belum terdapat pemisahan yang jelas antara kepemilikan dan kontrol pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). Kebanyakan perusahaan masih dimiliki oleh keluarga pendiri dan posisi manajer dipegang oleh pemegang saham mayoritas. Kalaupun tidak maka manajemen masih dari kalangan keluarga. Akibatnya para manajer perusahaan publik hanya menjadi kepanjangan tangan pemegang saham mayoritas, yang masih dikendalikan dari kalangan keluarga tertentu. Dengan kata lain, dalam kondisi seperti apa yang menjadi pendapat pemegang saham terbesar juga menjadi pendapat manajer. Perusahaan yang terdaftar di BEI rata-rata sahamnya dimiliki publik dalam jumlah relatif kecil (kurang dari 30%). Keluarga pendiri masih memiliki kontrol besar terhadap perusahaan publik.

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,

## Faktor Penentu Dividen dan Biaya Keagenan Serta Pengaruhnya pada Nilai Perusahaan

Isti Fadah

perusahaan investasi atau institusi lain akan mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja manajemen.

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.

Dividen kas (*dividend policy*) sampai saat ini masih merupakan teka-teki (*puzzle*) yang masih diperdebatkan. Perdebatan ini berkisar tentang apakah dividen dapat dikatakan sebagai *good news* atau *bad news* bagi para pemegang saham atau investor. Dapatkah dividen dijadikan sebagai sinyal tentang nilai suatu perusahaan di masa sekarang dan di masa yang akan datang. Brigham & Houston (2000) menyatakan bahwa ada tiga pandangan tentang dividen kas: (1) Modigliani & Miller (MM) berpendapat bahwa dividen kas adalah tidak relevan, karena tidak berpengaruh sama sekali terhadap nilai perusahaan atau biaya modalnya. Nilai perusahaan tergantung pada kebijakan investasi assetnya, bukan pada berapa laba yang dibagikan untuk dividen optimal; (2) Gordon & Litner dengan teorinya *bird-in-the-hand* berpendapat bahwa dividen lebih baik dari *capital gain* karena yang dibagikan kurang berisiko lagi, oleh karenanya perusahaan mestinya membentuk rasio pembayaran dividen yang tinggi dan menawarkan *dividend yield* yang tinggi guna memaksimalkan harga sahamnya; (3) investor lebih menyukai *retained earning* daripada dividen karena perbandingan pajak yang dikenakan pada *capital gain* rendah.

Penelitian tentang kebijakan dividen kas secara simultan dengan biaya keagenan serta dampaknya

pada nilai perusahaan ini penting untuk dilakukan mengingat penelitian sebelumnya belum dilakukan secara holistik (menyeluruh), selain itu penelitian serupa banyak dilakukan di luar Indonesia yang secara substansial berbeda dengan kondisi pasar modal Indonesia. Perbedaan yang sangat mendasar adalah berkaitan dengan rendahnya struktur kepemilikan publik di Indonesia sehingga mereka memiliki *bargaining power* yang rendah, selain itu secara umum manajer masih merupakan anggota keluarga pendiri serta sebagai kepanjangan tangan dari para pendiri. Penelitian ini juga menganalisis dua horison waktu yang berbeda yakni pada era sebelum milenium dan pada era milenium dengan tujuan untuk melihat konsistensi hasil kajian, mengingat pada kedua periode tersebut kondisinya jauh berbeda yakni sebelum era milenium terjadi krisis ekonomi yang dahsyat sementara periode milenium merupakan periode pemulihan bahkan kinerja bursa mencapai titik tertinggi.

Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh variabel aliran kas bebas, variabel risiko dan struktur kepemilikan saham perusahaan terhadap dividen serta menguji pengaruh dividen, biaya keagenan, terhadap nilai perusahaan.

### HIPOTESIS

- H<sub>1</sub> : Struktur kepemilikan berpengaruh signifikan terhadap dividen kas
- H<sub>2</sub> : Struktur Kepemilikan berpengaruh signifikan terhadap biaya keagenan
- H<sub>3</sub> : *Free cash flow* berpengaruh signifikan terhadap dividen kas
- H<sub>4</sub> : *Free cash flow* berpengaruh signifikan terhadap biaya keagenan
- H<sub>5</sub> : Risiko berpengaruh signifikan terhadap dividen kas
- H<sub>6</sub> : Risiko berpengaruh signifikan terhadap biaya keagenan
- H<sub>7</sub> : Risiko berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan
- H<sub>8</sub> : Biaya keagenan berpengaruh signifikan terhadap dividen kas

$H_0$  : Dividen kas berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan

$H_{10}$  : Biaya keagenan berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan

## METODE

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan publik yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI). Metode pemilihan sampel yang digunakan adalah metode *purposive sampling*, dengan 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 1994-2006, karena laba dan ekuitas yang negatif sebagai penyebut dalam perhitungan ratio menjadi tidak bermakna. Di luar industri keuangan dan properti karena kedua industri tersebut cenderung memiliki item pada laporan keuangan yang berbeda dengan industri yang lain.

Penelitian ini menggunakan data sekunder, yang diperoleh di BEI. 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.

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

### Analisis Statistik Deskriptif

Penelitian ini menggunakan analisis deskriptif untuk memberikan gambaran yang mendalam dan komprehensif dari variabel-variabel penelitian. Analisis statistik deskriptif dilengkapi dengan penyajian dalam bentuk tabulasi silang, grafik serta ukuran tendensi pusat (mean, median dan modus) serta ukuran dispersi (standard deviasi). Selain analisis deskriptif penelitian ini juga menggunakan analisis statistik yang digunakan untuk menjawab pengujian hipotesis

penelitian. Analisis deskriptif dilakukan pada dua horison waktu yang berbeda, yakni sebelum era milenium (1994-1999) serta analisis pada era milenium (2000-2006) untuk memperoleh fakta yang lebih menyeluruh berkaitan dengan perbedaan kedua latar waktu yang berbeda.

### Analisis Faktor Konfirmatori

Analisis faktor digunakan untuk melakukan konfirmasi terhadap indikator-indikator yang mengukur variabel penelitian. Analisis faktor yang digunakan adalah yang bersifat konfirmatori bukan yang bersifat eksploratori. 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. Analisis faktor dilakukan sebanyak dua kali analisis yakni sebelum era milenium (1994-1999) serta analisis pada era milenium (2000-2006).

### Structural Equation Model (SEM)

Teknik analisis data yang digunakan untuk menjawab pengujian hipotesis penelitian adalah dengan menggunakan model persamaan struktural (SEM). Penelitian ini merupakan model pengujian konsistensi pada dua horison waktu yang berbeda, yakni sebelum era milenium (1994-1999) yang ditandai dengan krisis ekonomi hebat yang menimpa negara Indonesia. Model berikutnya adalah model pada era milenium (2000-2006) yang ditandai dengan periode pemulihan dari krisis ekonomi serta kinerja tertinggi yang pernah diraih BEI.

## PEMBAHASAN

### Analisis Deskriptif

#### *Deskripsi Struktur Kepemilikan Perusahaan Publik di BEI*

Deskripsi struktur kepemilikan akan dilihat dari tiga proksi, yakni dari kepemilikan institusi, kepemilikan managerial dan penyebaran kepemilikan. Deskripsi juga akan dilihat melalui nilai statistik des-

## Faktor Penentu Dividen dan Biaya Keagenan Serta Pengaruhnya pada Nilai Perusahaan

Isti Fadiah

kriptif yakni nilai maksimum, nilai minimum, rata-rata hitung, standard deviasi serta nilai varians.

### ***Institutional Ownership* (Kepemilikan Institusi)**

Kepemilikan institusi merupakan jumlah saham yang dimiliki oleh lembaga atau institusi. Kepemilikan institusi ini meliputi kepemilikan saham perusahaan oleh institusi pemerintah, swasta maupun asing. Kepemilikan institusi diproksi dengan prosentase jumlah saham yang dimiliki institusi terhadap jumlah saham yang beredar. Pengukuran variabel ini mengacu pada penelitian Ang & Cox (1997) serta Moh'd, *et.al* (1998).

Semakin besar kepemilikan institusi semakin besar pula pengendalian terhadap manajemen perusahaan, Umumnya pemilik saham institusi membeli saham untuk jangka waktu yang relatif panjang, mereka lebih menyukai membeli saham perusahaan yang membagikan dividen yang stabil. Secara deskriptif statistik dari variabel *institutional ownership* perusahaan dapat dilihat pada Tabel 1.

Besarnya *institutional ownership* selama periode penelitian cenderung memberikan nilai yang relatif konstan (Tabel 1). Dilihat dari rata-rata menunjukkan bahwa *institutional ownership* besarnya berkisar antara 67,0729% sampai dengan 70,18 % hal ini

menunjukkan bahwa komposisi *institutional ownership* meliputi dua pertiga dari total kepemilikan saham, artinya kontrol atau kendali terhadap manajemen dan *policy* perusahaan dilakukan oleh sebagian besar pemilik institusi.

### ***Managerial Ownership***

Variabel kepemilikan manajerial diproksikan sebagai para pemegang saham dari pihak manajemen (direktur dan komisaris) yang secara aktif ikut dalam proses pengambilan keputusan perusahaan. Kepemilikan manajerial diukur dengan prosentase kepemilikan saham yang dimiliki oleh pihak manajemen. Pemilihan proksi dalam variabel ini mengacu pada penelitian Crutchley & Hansen (1989), Chen & Steiner (1999), dan Almilialia (2006).

Salah satu upaya untuk mengurangi *agency problem* yang terjadi antara pemegang saham dengan pihak agen yaitu manajer adalah dengan cara memberikan insentif terhadap manajer, salah satunya dengan memberikan porsi kepemilikan saham kepada para manajer. Upaya ini dimaksudkan untuk mensejajarkan kepentingan pemegang saham dan pihak manajer. Secara deskriptif statistik dari variabel *managerial ownership* perusahaan dapat dilihat pada Tabel 2.

**Tabel 1. Statistik Deskriptif Variabel *Institutional Ownership***

| Tahun                               | Minimum | Maksimum | Mean    | Standar Deviasi | Variance |
|-------------------------------------|---------|----------|---------|-----------------|----------|
| 1994-1999<br>(Era Sebelum Milenium) | 1       | 100      | 67,0729 | 18,85           | 355,210  |
| 2000-2006<br>(Era Milenium)         | 5,64    | 100      | 70,18   | 18,57           | 344,8    |

**Tabel 2. Statistik Deskriptif Variabel *Managerial Ownership***

| Tahun                               | Minimum | Maksimum | Mean   | Standar Deviasi | Variance |
|-------------------------------------|---------|----------|--------|-----------------|----------|
| 1994-1999<br>(Era Sebelum Milenium) | 0       | 22       | 2,2075 | 4,6797          | 21,899   |
| 2000-2006<br>(Era Milenium)         | 0       | 75,94    | 3,9446 | 12,0256         | 144,615  |

Besarnya kepemilikan oleh manajer atau *managerial ownership* selama periode penelitian (tahun 1994-1999/era sebelum milenium, 2000-2006 /era milenium) cenderung memberikan nilai yang menunjukkan variasi relatif kecil (Tabel 2). Dilihat dari rata-rata menunjukkan bahwa *managerial ownership* besarnya berkisar antara 2,21% sampai dengan 3,94% hal ini menunjukkan bahwa komposisi *managerial ownership* relatif kecil.

### Penyebaran Kepemilikan Saham

Penyebaran kepemilikan menunjukkan seberapa besar kepemilikan saham menyebar dalam perusahaan. Penyebaran kepemilikan diproksi dengan *natural log* dari jumlah pemegang saham biasa (*natural log of common stockholder*). Pengukuran variabel ini mengacu pada penelitian Rozeff (1982), Jensen, *et al.*(1992), Holder, *et al.*(1998) dan Saxena (1999). Ismiyati, *et al.* (2005) secara deskriptif statistik dari variabel penyebaran kepemilikan saham perusahaan sampel dapat dilihat pada Tabel 3.

Dari Tabel 3 dapat dilihat bahwa pada era sebelum milenium atau tahun 1994 sampai dengan tahun 1999 perusahaan sampel memiliki rata-rata penyebaran kepemilikan saham sebesar 4,6197 artinya perusahaan sampel rata-rata memiliki penyebaran kepemilikan saham yang diukur dengan *log linier* (ln) sebesar 4,6197. Pada tahun 2000-2006 atau pada era

milenium rata-rata penyebaran kepemilikan saham mengalami kenaikan yang sangat signifikan sehingga menjadi sebesar 11,2781.

### Deskripsi Kebijakan Dividen Kas Perusahaan Publik di BEI

Deskripsi kebijakan dividen kas akan dilihat dari dua proksi yakni dari *dividend payout ratio* dan *dividend yield*. Deskripsi juga akan dilihat melalui nilai statistik deskriptif, yakni nilai maksimum, nilai minimum, rata-rata hitung, *standard deviasi* serta nilai *variance*.

### Dividend Payout Ratio (DPR)

*Dividend payout ratio* merupakan proksi dari kebijakan dividen kas perusahaan, yakni menunjukkan besarnya rupiah dividen per lembar yang dibayarkan dari pendapatan per lembar saham yang diperoleh. Menurut Easterbrook (1984) dan Rozeff (1982) pembagian dividen dapat digunakan sebagai upaya untuk meminimalkan *agency conflict* antara manajer dan *shareholder*.

Rasio DPR merupakan rasio positif artinya semakin besar DPR berarti semakin besar pula kesejahteraan yang diterima oleh pemegang saham, sebab dividen merupakan *return* yang diharapkan oleh *shareholder* selain *capital gain*. Secara deskriptif statistik dari variabel DPR perusahaan selama periode penelitian dapat dilihat pada Tabel 4.

Tabel 3. Statistik Deskriptif Variabel Penyebaran Kepemilikan Saham

| Tahun                                 | Minimum | Maksimum | Mean    | Standar Deviasi | Variance |
|---------------------------------------|---------|----------|---------|-----------------|----------|
| 1994-1999<br>Era Sebelum<br>Milenium) | 1,82    | 9,68     | 4,6197  | 1,7042          | 2,904    |
| 2000-2006<br>(Era Milenium)           | 1,25    | 16,13    | 11,2781 | 3,060           | 9,366    |

Tabel 4. Statistik Deskriptif Variabel Dividend Payout Ratio

| Tahun                                 | Minimum | Maksimum | Mean  | Standar Deviasi | Variance |
|---------------------------------------|---------|----------|-------|-----------------|----------|
| 1994-1999<br>Era Sebelum<br>Milenium) | 0       | 327,88   | 25,69 | 41,16           | 1694,24  |
| 2000-2006<br>(Era Milenium)           | 0       | 485,24   | 37,14 | 60,49           | 3659,05  |

## Faktor Penentu Dividen dan Biaya Keagenan Serta Pengaruhnya pada Nilai Perusahaan

Isti Fadah

Tabel 4 menunjukkan bahwa rata-rata pada era sebelum milenium atau tahun 1994 sampai dengan tahun 1999 perusahaan membayar dividen sebesar 25,69% dari *earning per share* yang dihasilkan. Artinya perusahaan pada tahun tersebut membagikan sebagian kecil keuntungannya dalam bentuk dividen. Namun pada tahun 2000-2006 atau pada era milenium rata-rata rasio DPR mengalami kenaikan yang cukup signifikan yakni menjadi 60,49%. Hal ini bisa diartikan bahwa pada era milenium yakni tahun 2000-2006 perusahaan membagi dividennya dalam jumlah yang lebih besar dibandingkan pada era sebelum milenium. Hal ini menunjukkan pula bahwa rata-rata perusahaan pertumbuhannya tidak terlalu tinggi sehingga dana untuk investasi dan ekspansi tidak terlalu besar, akibatnya porsi dividen yang dibagikan relatif lebih besar dibandingkan laba ditahan.

### Dividend Yield

*Dividend yield* menunjukkan rupiah dividen per lembar yang dibayarkan dari harga saham perusahaan per lembarnya. Perhitungan variabel ini mengacu pada hasil penelitian Spremann, *et.al.* (2001). Secara deskriptif statistik dari variabel *dividend yield* perusahaan selama periode penelitian dapat dilihat pada Tabel 5.

Dari Tabel 5 dapat dilihat bahwa rata-rata pada era sebelum milenium atau tahun 1994 sampai dengan tahun 1999 perusahaan membayar dividen sebesar 3,51 % dari harga pasar saham per lembarnya. Artinya pada tahun tersebut besarnya dividen yang dibagikan oleh perusahaan jika dibandingkan dengan harga pasar sahamnya adalah relatif kecil yakni hanya 3,51 %. Pada tahun 2000-

2006 atau pada era milenium rata-rata rasio *dividend yield* mengalami sedikit kenaikan, yakni menjadi 4,29 %. Artinya bahwa pada era milenium dividen yang dibagikan adalah 4,29% dari harga pasarnya. Kenaikan ini bisa disebabkan oleh *dividend per share* yang naik atau harga pasarnya yang mengalami penurunan.

### Deskripsi Biaya Keagenan Perusahaan Publik di BEI

Deskripsi struktur kepemilikan akan dilihat dari dua proksi yakni dari *total asset turn over* dan *selling and general administratif*. Deskripsi juga akan dilihat melalui nilai statistik deskriptif yakni nilai maksimum, nilai minimum, rata-rata hitung, standard deviasi serta nilai *variance*.

### Variabel Selling and General Administratif

*Selling and general administratif* merupakan rasio antara *operating expense* yang dikeluarkan perusahaan dengan besarnya penjualan yang dihasilkan. Variabel ini merupakan proksi dari *operating expense*. Beban operasi ini merefleksikan diskresi manajerial dalam membelanjakan sumber daya perusahaan. Semakin tinggi beban diskresi manajerial maka semakin tinggi biaya keagenan terjadi (Florackis, 2004). Secara deskriptif statistik dari variabel *selling and general administratif* perusahaan sampel dapat dilihat pada Tabel 6.

Tabel 5. Statistik Deskriptif Variabel *Dividend Yield*

| Tahun                               | Minimum | Maksimum | Mean | Standar Deviasi | Variance |
|-------------------------------------|---------|----------|------|-----------------|----------|
| 1994-1999<br>(Era Sebelum Milenium) | 0       | 33,33    | 3,51 | 5,71            | 32,64    |
| 2000-2006<br>(Era Milenium)         | 0       | 60,34    | 4,29 | 6,22            | 38,68    |

Tabel 6 menunjukkan bahwa rata-rata pada era sebelum milenium atau tahun 1994 sampai dengan tahun 1999 perusahaan sampel membayar biaya operasi sebesar 0,2694 dari *total sales*, artinya dari setiap Rp.1 penjualan perusahaan maka sebesar Rp.0,2694 dikeluarkan sebagai beban operasi. Pada tahun 2000-2006 atau pada era milenium perusahaan sampel rata-rata membayar biaya operasi sebesar 0,1661 dari *total sales* hal ini berarti terjadi penurunan biaya operasional termasuk beban diskresi manajerial atau biaya keagenan.

### Total Asset Turn Over (TATO)

*Total asset turn over* (TATO) merupakan rasio antara total penjualan dengan total aset. Digunakan untuk mengukur efisiensi penggunaan aktiva oleh manajer (Faisal, 2004). Variabel ini mengukur biaya keagenan berdasarkan tingkat perputaran aktiva dan sebagai proksi dari *asset utilization*. Semakin tinggi rasio ini berarti semakin produktif aktiva tersebut digunakan untuk menciptakan nilai bagi pemegang saham.

Rasio ini merupakan rasio positif artinya semakin besar nilai TATO semakin efektif manajemen yang dilakukan perusahaan, yang berarti pula semakin tinggi pula kinerja perusahaan. Secara deskriptif Tabel 7 menampilkan statistik sampel yang berupa

nilai *mean*, maksimum, minimum, standard deviasi dan varians dari TATO perusahaan sampel.

Pada era sebelum milenium atau tahun 1994 sampai dengan tahun 1999 perusahaan memiliki rata-rata TATO sebesar 0,9242 artinya dalam satu tahun total aset perusahaan sampel berputar sebanyak 0,9242 kali (Tabel 7). Pada tahun 2000-2006 atau pada era milenium rata-rata TATO mengalami kenaikan yakni menjadi 1,3135 artinya dalam satu tahun total aset perusahaan sampel berputar sebanyak 1,3135 kali. Hal ini dapat diartikan bahwa pada era milenium pengelolaan aset oleh manajer menjadi semakin baik dibandingkan era sebelum milenium.

### Analisis Faktor Konfirmatori

Variabel dividen kas dan biaya keagenan (*agency cost*) diukur berdasarkan beberapa indikator. Oleh karena itu perlu dilakukan analisis faktor konfirmatori. Berikut ini hasil selengkapnya dari analisis konfirmatori untuk ke dua variabel. Baik pada sebelum era milenium maupun pada era milenium.

### Analisis pada Periode Sebelum Era Milenium

#### Variabel Dividen Kas

Tabel 8 menunjukkan bahwa *dividend payout ratio* (DPR) merupakan indikator pengukur variabel dividen kas yang bersifat *fix* (pasti). Sedangkan *divi-*

Tabel 6. Statistik Deskriptif Variabel *Selling and General Administratif*

| Tahun                                 | Minimum | Maksimum | Mean   | Standar Deviasi | Variance |
|---------------------------------------|---------|----------|--------|-----------------|----------|
| 1994-1999<br>Era Sebelum<br>Milenium) | 0,04    | 7,10     | 0,2694 | 0,76358         | 0,583    |
| 2000-2006<br>(Era Milenium)           | 0       | 0,99     | 0,1661 | 0,15489         | 0,024    |

Tabel 7. Statistik Deskriptif TATO

| Tahun                                | Minimum | Maksimum | Mean   | Standar Deviasi | Variance |
|--------------------------------------|---------|----------|--------|-----------------|----------|
| 1994-1999<br>Era Sebelum<br>Milenium | 0,16    | 4,47     | 0,9242 | 0,57139         | 0,326    |
| 2000-2006<br>Era Milenium            | 0       | 5,75     | 1,3135 | 0,82644         | 0,683    |



## Faktor Penentu Dividen dan Biaya Keagenan Serta Pengaruhnya pada Nilai Perusahaan

Isti Fadah

*dividend yield* merupakan indikator pengukur variabel dividen kas yang bersifat tidak signifikan. Artinya indikator *dividend yield* kurang dapat digunakan untuk mengukur variabel dividen kas.

### Variabel Biaya Keagenan

Tabel 9 menunjukkan bahwa *selling and general administratif* merupakan indikator pengukur variabel biaya keagenan yang bersifat *fix* (pasti). Sedangkan TATO merupakan indikator pengukur variabel biaya keagenan yang bersifat tidak signifikan. Artinya indikator *selling and general administratif* dapat digunakan untuk mengukur variabel biaya keagenan.

### Analisis pada Periode Era Milenium

#### Variabel Dividen Kas

Tabel 10 menunjukkan bahwa *dividend payout ratio* (DPR) merupakan indikator pengukur variabel

dividen kas yang bersifat pasti. Sedangkan *dividend yield* merupakan indikator pengukur variabel dividen kas yang bersifat signifikan, artinya indikator *dividend payout ratio* dan *dividend yield* dapat digunakan untuk mengukur variabel dividen kas.

### Variabel Biaya Keagenan

Tabel 11 menunjukkan bahwa *selling and general administratif* merupakan indikator pengukur variabel biaya keagenan yang bersifat pasti. Sedangkan TATO merupakan indikator pengukur variabel biaya keagenan yang bersifat tidak signifikan. Artinya indikator *selling and general administratif* dapat digunakan untuk mengukur variabel biaya keagenan, sedangkan TATO kurang dapat mengukur variabel biaya keagenan.

Berdasarkan analisis faktor konfirmatori pada dua horison waktu tersebut diketahui bahwa alat ukur terbaik dari variabel kebijakan dividen kas di Bursa Efek Indonesia adalah *dividend payout ratios* serta

**Tabel 8. Loading Factor dari Setiap Indikator Variabel Dividen Kas**

| Indikator             | Loading Factor | Critical Ratio (P Value) | Keterangan       |
|-----------------------|----------------|--------------------------|------------------|
| Dividend payout ratio | 1,000          | Fix                      | Fix              |
| Dividend yield        | 0,034          | 0,801<br>(0,194)         | Tidak Signifikan |

**Tabel 9. Loading Factor dari Setiap Indikator Variabel Biaya Keagenan**

| Indikator                         | Loading Factor | Critical Ratio P Value | Keterangan       |
|-----------------------------------|----------------|------------------------|------------------|
| TATO                              | 0,021          | 1,486<br>(0,137)       | Tidak Signifikan |
| Selling and general administratif | 1,000          | Fix                    | Fix              |

**Tabel 10. Loading Factor dari Setiap Indikator Variabel Struktur Kepemilikan**

| Indikator             | Loading Factor | Critical Ratio (P Value) | Keterangan |
|-----------------------|----------------|--------------------------|------------|
| Dividend payout ratio | 1,000          | Fix                      | Fix        |
| Dividend yield        | 0,101          | 6,357<br>(0,000)         | Signifikan |

**Tabel 11. Loading Factor dari Setiap Indikator Variabel Biaya Keagenan**

| Indikator                         | Loading Factor | Critical Ratio (P Value) | Keterangan       |
|-----------------------------------|----------------|--------------------------|------------------|
| TATO                              | 0,706          | 1,031<br>(0,302)         | Tidak Signifikan |
| Selling and general administratif | 1,000          | Fix                      | Fix              |

*dividend yield* untuk era milenium. Namun berdasarkan analisis faktor konfirmatori pula menunjukkan bahwa hanya *dividend payout ratio* yang merupakan alat ukur terbaik dari kebijakan dividen kas pada sebelum era milenium. Untuk variabel biaya keagenan alat ukur terbaik menurut hasil analisis faktor konfirmatori pada kedua pengujian memberikan hasil yang sama dan konsisten yaitu *selling and general administratif* atau rasio biaya operasional dengan penjualan sebagai alat ukur terbaik dari biaya keagenan

### Tinjauan Analisis Konsistensi

Analisis konsistensi disini lebih difokuskan pada telaah konsistensi dari pengujian 2 model yang telah dilakukan sebelumnya yakni model pengujian sebelum era milenium (tahun 1994-1999) serta model pengujian pada era milenium (tahun 2000-2006).

Tabel 12 menunjukkan bahwa hasil pengujian pada dua horison waktu yang berbeda menunjukkan hasil yang konsisten. Hal ini dapat dilihat dari beberapa indikator kedua model sama-sama menghasilkan nilai yang baik, diantaranya adalah CFI, CMIN/DF, RMSEA maupun nilai Chi-Square. Hal ini mendikasikan bahwa untuk dua horison waktu yang berbeda kedua model konsisten dan modelnya *fit* dengan data.

Telaah konsistensi berikutnya akan dilihat pada hasil pengujian koefisien jalur pada dua horison waktu yang berbeda yakni model pengujian sebelum era milenium (tahun 1994-1999) serta model pengujian pada era milenium (tahun 2000-2006). Hasil selengkapnya dapat dilihat pada Tabel 13.

Tabel 13 menunjukkan bahwa hasil komparasi untuk melihat konsistensi model untuk hasil analisis jalur pada model sebelum dan pada era milenium menunjukkan bahwa keduanya menghasilkan 3 jalur yang pengaruhnya signifikan, 2 jalur diantaranya memberikan hasil signifikansi yang konsisten, yakni jalur pengaruh risiko terhadap biaya keagenan dan risiko terhadap nilai perusahaan. Dari hasil tersebut dapat diartikan bahwa kedua model tersebut cukup konsisten.

### PEMBAHASAN

#### Model Pengujian Sebelum Era Milenium (1994-1999)

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%). Dari hasil pengujian diketahui ada tiga (3) jalur yang signifikan, yaitu dari faktor risiko ke faktor dividen kas, risiko ke biaya keagenan 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 arus kas bebas ke faktor biaya keagenan dan dividen kas, serta dari dividen kas ke biaya keagenan dan nilai perusahaan..

**Tabel 12. Telaah Konsistensi Uji Goodness of Fit Model Sebelum dan pada Era Milenium**

| Kriteria          | Nilai Kritis     | Model Akhir                |                         |
|-------------------|------------------|----------------------------|-------------------------|
|                   |                  | Hasil Sebelum Era Milenium | Hasil pada Era Milenium |
| Chi-Square        | Diharapkan kecil | 67,059                     | 83,667                  |
| Probabilitas      | $\geq 0,05$      | 0,054                      | 0,001                   |
| Degree of Freedom | -                | 50                         | 50                      |
| CMIN/DF           | $\leq 2,00$      | 1,341                      | 1,780                   |
| CFI               | $\geq 0,90$      | 0,955                      | 0,900                   |
| TLI               | $\geq 0,90$      | 0,906                      | 0,777                   |
| RMSEA             | $\leq 0,08$      | 0,046                      | 0,054                   |

## Faktor Penentu Dividen dan Biaya Keagenan Serta Pengaruhnya pada Nilai Perusahaan

Isti Fadah

### Risiko Berpengaruh terhadap Dividen Kas

Hasil pengujian dengan menggunakan analisis SEM menunjukkan bahwa variabel risiko berpengaruh positif terhadap dividen dengan koefisien jalur 0,166 dan pengaruhnya signifikan, hal ini bisa dilihat dari besarnya *critical ratio* sebesar 1,892 dengan signifikansi (0,058) yang berada pada daerah penolakan  $H_0$  atau  $H_a$  diterima artinya bahwa risiko berpengaruh signifikan terhadap dividen kas.

Temuan penelitian ini juga mendukung hasil temuan dari Sharpe (1964) dan Lintner (1965) dalam Brigham & Houston (1998) yang menemukan bahwa risiko dan tingkat keuntungan mempunyai korelasi positif, artinya semakin tinggi risiko maka semakin besar return yang diharapkan oleh investor. Temuan ini sekaligus 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. Temuan ini juga mengindikasikan bahwa risiko perusahaan baik yang bersifat sistematis maupun yang tidak sis-

tematis merupakan faktor penentu besarnya dividen kas yang dibagikan kepada pemegang saham. Temuan penelitian ini sekaligus juga mendukung temuan bahwa pada dasarnya pemegang saham adalah penghindar risiko (*risk averter*), mereka mensyaratkan keuntungan berupa dividen kas yang lebih tinggi untuk perusahaan yang lebih berisiko.

Nilai koefisien jalur pengaruh variabel risiko terhadap dividen kas adalah sebesar 0,166, yang berarti bahwa setiap kenaikan risiko perusahaan sebesar 1% akan meningkatkan dividen kas sebesar 0,166%, dengan asumsi variabel bebas lainnya konstan.

### Risiko Berpengaruh terhadap Biaya Keagenan

Hasil pengujian dengan menggunakan analisis SEM menunjukkan bahwa variabel risiko berpengaruh positif terhadap biaya keagenan dengan koefisien jalur 0,273 dan pengaruhnya signifikan, hal ini bisa dilihat dari besarnya *critical ratio* sebesar 2,277 dengan signifikansi (0,023) yang berada pada daerah penolakan  $H_0$  atau  $H_a$  diterima artinya bahwa

Tabel 13. Telaah Konsistensi Koefisien Jalur Pengaruh antar Variabel Pengujian Model Sebelum dan pada Era Milenium

| JALUR                                 | Pada Era Milenium |                          | Sebelum Era Milenium |                          |
|---------------------------------------|-------------------|--------------------------|----------------------|--------------------------|
|                                       | Koefisien Path    | Critical Ratio (P Value) | Koefisien Path       | Critical Ratio (P Value) |
| Struktur Kepemilikan → Dividen Kas    | -0,033            | -0,583<br>(0,560)        | -0,004               | -0,134<br>(0,894)        |
| Struktur Kepemilikan → Biaya Keagenan | 0,003             | 0,085<br>(0,933)         | 0,011                | 0,290<br>(0,772)         |
| Risiko → Dividen kas                  | -0,149            | -1,230<br>(0,219)        | 0,166                | 1,892<br>(0,058)         |
| Risiko → Biaya Kagenan                | 0,124             | 1,691<br>(0,091)         | 0,273                | 2,277<br>(0,023)         |
| Risiko → Nilai Perusahaan             | 0,998             | 2,173<br>(0,030)         | -0,680               | -2,151<br>(0,031)        |
| Free Cash Flow → Dividen kas          | 0,128             | 0,883<br>(0,337)         | 0,307                | 1,224<br>(0,221)         |
| Free Cash Flow → Biaya Keagenan       | -0,025            | -0,375<br>(0,708)        | 0,059                | 0,708<br>(0,479)         |
| Dividen kas → Nilai Perusahaan        | 0,178             | 3,105<br>(0,002)         | 0,164                | 1,435<br>(0,151)         |
| Dividen kas → Biaya Keagenan          | 0,043             | 1,078<br>(0,281)         | -0,114               | -1,471<br>(0,141)        |
| Agency Cost → Nilai Perusahaan        | -0,011            | -0,077<br>(0,939)        | 0,149                | 1,130<br>(0,259)         |

risiko berpengaruh signifikan terhadap biaya keagenan.

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

Menurut Jensen & Meckling (1976) biaya keagenan 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.

Nilai koefisien jalur pengaruh variabel risiko terhadap biaya keagenan adalah sebesar 0,273 yang berarti bahwa setiap kenaikan risiko perusahaan sebesar 1 % akan meningkatkan biaya keagenan sebesar 0,273%, dengan asumsi variabel bebas lainnya konstan.

### **Risiko Berpengaruh terhadap Nilai Perusahaan**

Hasil pengujian dengan menggunakan analisis SEM menunjukkan bahwa variabel risiko berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan dengan koefisien jalur 0,680 dan pengaruhnya signifikan hal

ini bisa dilihat dari besarnya *critical ratio* sebesar -2,151 dengan signifikansi (0,031) yang berada pada daerah penolakan  $H_0$  atau  $H_A$  diterima artinya bahwa risiko berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Risiko yang dihadapi perusahaan di sektor riil diantaranya adalah risiko usaha. 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 menguatkan temuan dari Brigham & Houston (1998) 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 portofolio investasinya. Temuan penelitian ini juga mendukung temuan bahwa investor adalah penghindar risiko. Mereka lebih tertarik pada investasi yang lebih aman meskipun keuntungannya relatif lebih kecil, dibandingkan investasi dengan *return* yang tinggi namun sangat berisiko.

Nilai koefisien jalur pengaruh variabel risiko terhadap nilai perusahaan adalah sebesar -0,680 yang berarti bahwa setiap kenaikan risiko perusahaan sebesar 1% akan menurunkan nilai perusahaan sebesar 0,680 %, dengan asumsi variabel bebas lainnya konstan.

### **Model Pengujian pada Era Milenium (2000-2006)**

Pengujian hipotesis (alternatif) dilakukan dengan melihat besarnya *critical ratio* (t-hitung)

## Faktor Penentu Dividen dan Biaya Keagenan Serta Pengaruhnya pada Nilai Perusahaan

Isti Fadiah

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 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 arus kas bebas 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.

### **Risiko Berpengaruh terhadap Biaya Keagenan**

Hasil pengujian dengan menggunakan analisis SEM menunjukkan bahwa variabel risiko berpengaruh positif terhadap biaya keagenan dengan koefisien jalur 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 biaya keagenan.

Nilai koefisien jalur pengaruh variabel risiko terhadap biaya keagenan adalah sebesar 0,124 yang berarti bahwa setiap kenaikan risiko perusahaan sebesar 1% akan meningkatkan biaya keagenan sebesar 0,124%. Dalam rangka untuk mengurangi masalah keagenan (*agency problem*), dengan asumsi variabel bebas lainnya konstan.

### **Dividen Kas berpengaruh terhadap Nilai Perusahaan**

Hasil pengujian dengan menggunakan analisis SEM menunjukkan bahwa variabel dividen kas yang diproksi dengan *dividend payout ratio* dan *dividend yield* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan dengan koefisien jalur 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 berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.

Hasil penelitian ini mendukung temuan teori *the bird-in-the hand* dari Litner (1962) dalam Brigham & Houston (2000) 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 menangkai 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 & 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 *dividend yield* yang rendah.

### **Risiko Berpengaruh terhadap Nilai Perusahaan**

Hasil pengujian dengan menggunakan analisis SEM menunjukkan bahwa variabel risiko berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan dengan koefisien jalur 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.

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. Mereka lebih tertarik pada investasi yang lebih aman meskipun keuntungannya relatif lebih kecil, dibandingkan investasi dengan return yang tinggi namun sangat berisiko.

Nilai koefisien jalur pengaruh variabel risiko terhadap nilai perusahaan adalah sebesar 0,998 yang berarti bahwa setiap kenaikan risiko perusahaan sebesar 1% akan menaikkan nilai perusahaan sebesar 0,998%, dengan asumsi variabel bebas lainnya konstan.

## KESIMPULAN DAN SARAN

### Kesimpulan

Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh variabel aliran kas bebas, variabel risiko dan struktur kepemilikan saham perusahaan terhadap dividen serta menguji pengaruh dividen, biaya keagenan, terhadap nilai perusahaan. Besarnya kepemilikan oleh manager era sebelum milenium dengan pada saat milenium cenderung memberikan nilai yang menunjukkan variasi relatif kecil dengan komposisi kepemilikan managerial relatif kecil.

Deskripsi tentang kebijakan dividen kas menunjukkan pada era milenium perusahaan membagi dividennya dalam jumlah yang lebih besar dibandingkan pada era sebelum milenium. Kenaikan ini bisa disebabkan oleh *dividend per share* yang naik atau harga pasarnya yang mengalami penurunan. Deskripsi biaya keagenan menunjukkan terjadi penurunan biaya operasional termasuk beban diskresi manajerial atau biaya keagenan pada era milenium. Hal ini dapat diartikan bahwa pada era milenium pengelolaan aset oleh manager menjadi semakin baik dibandingkan era sebelum milenium.

Berdasarkan analisis faktor konfirmatori diketahui bahwa alat ukur terbaik dari variabel kebijakan

dividen kas di Bursa Efek Indonesia adalah *dividend payout ratio* serta *dividend yield* untuk era milenium. Namun berdasarkan analisis faktor konfirmatori pula menunjukkan bahwa hanya *dividend payout ratio* yang merupakan alat ukur terbaik dari kebijakan dividen kas pada sebelum era milenium. Untuk variabel biaya keagenan alat ukur terbaik menurut hasil analisis faktor konfirmatori pada kedua pengujian memberikan hasil yang sama dan konsisten yaitu *selling and general administratif* atau rasio biaya operasional dengan penjualan sebagai alat ukur terbaik dari biaya keagenan.

Pada model pengujian sebelum era milenium variabel risiko berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen kas, dan variabel risiko berpengaruh signifikan terhadap biaya keagenan. Variabel risiko juga berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.

Pada model pengujian horison waktu yang berbeda, yakni pada era milenium variabel risiko yang berpengaruh signifikan terhadap biaya keagenan. Hasil yang lain menunjukkan bahwa variabel kebijakan dividen kas dan juga risiko berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.

Hasil pengujian pada dua horison waktu yang berbeda menunjukkan hasil yang konsisten meskipun tidak mutlak. Hal ini dapat dilihat dari beberapa indikator kedua model sama-sama menghasilkan nilai yang baik, diantaranya adalah CFI, CMIN/DF, RMSEA maupun nilai Chi-Square. Hal ini mengindikasikan bahwa untuk dua horison waktu yang berbeda kedua model konsisten dan modelnya *fit* dengan data. Hasil komparasi untuk melihat konsistensi model untuk hasil analisis jalur pada model sebelum dan pada era milenium menunjukkan bahwa keduanya menghasilkan 3 jalur yang pengaruhnya signifikan, 2 jalur diantaranya memberikan hasil signifikansi yang konsisten, yakni jalur pengaruh risiko terhadap biaya keagenan dan risiko terhadap nilai perusahaan. Dari hasil tersebut dapat diartikan bahwa kedua model tersebut cukup konsisten.

## Faktor Penentu Dividen dan Biaya Keagenan Serta Pengaruhnya pada Nilai Perusahaan

Isti Fadah

### Saran

Penelitian ini menggunakan proksi TATO dan selling and general expense untuk mengukur biaya keagenan, proksi ini tidak secara penuh dapat mengukur biaya keagenan, untuk peneliti selanjutnya perlu digunakan proksi yang lebih baik untuk mengukur biaya keagenan seperti biaya untuk dewan komisaris yang ditentukan dengan jumlah dewan komisaris karena dewan komisaris menjembatani kepentingan manajer dengan pemegang saham.

Perusahaan yang *go public* seharusnya mempunyai kepemilikan *insider* dan kepemilikan institusi yang independen. Hal ini untuk menjaga dan melindungi kepentingan pemegang saham minoritas. Partisipasi dari investor domestik perlu ditingkatkan, sebab partisipasi dari investor domestik akan menjadi lokomotif dan dasar kekuatan pada pasar modal Indonesia. Upaya yang bisa dilakukan adalah memaksimalkan upaya pemasaran serta meningkatkan keamanan transaksi bagi para investor melalui pembenahan sistem dan infrastruktur. Selain itu perlu juga BAPEPAM maupun pelaku bursa lainnya seperti analisis sekuritas diharapkan untuk memberikan proses pembelajaran dan sosialisasi yang terus menerus mengenai pasar modal Indonesia kepada masyarakat luas.

### DAFTAR PUSTAKA

- Almilia, L.S. 2006. Analisis Kebijakan Dividen dan Kebijakan Leverage, terhadap Prediksi Kepemilikan Manajerial dengan teknik Analisis Multinomial Logit. *Jurnal Akuntansi dan Bisnis*.
- Brigham, E.F. & Houston, J.F. 2000. *Fundamentals of Financial Management*. The Dryden Press. Harcourt Brace College Publishers. Philadelphia.
- Claessens. 2000. The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporation. *Journal of Financial Economics*, Vol.58.
- Crutchley, C. & Hansen, R. 1989. A Test of the Agency Theory of Managerial Ownership, Corporate Leverage, and Corporate Dividends. *Financial Management (Winter)*, pp.36-46.
- Easterbrook, F. 1984. Two Agency Cost Explanation of Dividends. *American Economic Review*, Vol.74, pp.650-659.
- Florackis, C. & Ozkan, A. 2004. *Agency Cost and Corporate Governance Mechanisms: Evidence for UK Firms*. University of York. United Kingdom.
- Ismiyati, F. & Hanafi. 2005. Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Risiko, Kebijakan Utang, dan Kebijakan Dividen: Analisis Persamaan Simultan. *Symposium Nasional Akuntansi VI*, hlm.260-277.
- Jensen, M.C. & Meckling, W. 1976. Theory of The Firm: Managerial Behavior Agency Cost, and Ownership Structure. *Journal of Finance*, Vol.3, pp.305-360.
- Jensen, M.C. 1986. Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Take Over. *American Economic Review*, Vol.76, pp.323-329.
- Jensen, G.R., Donald, P. S., & Zorn, T.S. 1992. Simultaneous Determinations of Insider Ownership, Debt, and Dividend Policies. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. XXVII, No 2. (June).
- Miller, M.H. & Modigliani, F. 1961. Dividend Policy Growth and The Valuation of Shares. *Journal of Business*, (October), pp.411-433.
- Moh'd, M.A., Perry L.G., & Rimbey, J.N. 1998. The Impact of Ownership Structure on Corporate Debt Policy: A Time Series Cross-Sectional Analysis. *The Financial Review*, Vol.33, pp.85-89.
- Ross, S.A., Westerfield, & Jaffe. 2002. *Corporate Finance*. 6<sup>th</sup> Edition. Irwin McGraw-Hill Chicago.
- Rozeeff, M. 1982. Growth, Beta and Agency Cost as Determinants of Dividend Payout Ratios. *Journal of Financial Research*, Vol.5, pp.249-259.

