

**PENGARUH “AGENCY COST” TERHADAP NILAI PERUSAHAAN DENGAN KEBIJAKAN DIVIDEN
DAN STRUKTUR MODAL SEBAGAI VARIABEL INTERVENING
(Studi Kasus pada Perusahaan Industri Jasa Keuangan dan Perbankan yang terdaftar di Bursa Efek
Indonesia tahun 2005-2010)**

H a r y a n t i
STIE-AUB Surakarta

Abstract

The objective of this research is 1) To test the influence of agency cost to dividend policy 2) To test the influence of agency cost to capital structure policy 3) To test the influence of agency cost to firm value 4) To test the influence of dividend policy to firm value 5) To test the influence of capital structure to firm value 6) To test the influence of dividend policy to capital structure 7) To test the influence of agency cost to firm value through the capital structure 8) To test the influence of agency cost to firm value through the dividend policy.

Population in this research is industrial company Monetary Service and Banking in Effect Exchange of Indonesia releasing dividend of among year 2005 - 2010, from result of researcher perception, obtained by 75 sampel from 94 perception as population from 30 company releasing dividend span the year 2005 - 2010. Technique of intake sampel use technics of purposive sampling. Technics of data intake use the time series and cross section. Data type is data secondary, which is taken from an annual financial statement reported in Indonesia Capital Market Directory (ICMD), and Idx.co.id. Analyse the data and hypothesis examination use the Doubled Linear Regresi constructively SPSS 15 for Windows.

Result of this research is 1) Agency Cost (insider ownership) do not have an effect on to dividend policy, capital structure, but having an effect on negatip to firm value. 2). Agency Cost (collateralizable assets ratio) do not have an effect on to dividend policy, capital structure and firm value. 3). Agency Cost (free cash flow ratio) having an effect on negatip to dividend policy and capital structure, but having an effect on positip to firm value. 4). Dividend policy have an effect on the negatip to capital structure, and have an effect on the positip to firm value. 5). Capital structure have an effect on the positip to firm value. 6). Dividend policy represent the variable intervening of between agency cost (free cash flow ratio) with the firm value, and dividend policy represent the variable intervening (full mediasi) between agency cost (free cash flow ratio) to capital structure. 7). Policy of capital structure represent the variable intervening (full mediasi) among agency cost (free cash flow ratio) to firm value.

Keyword: Agency Cost, Dividend Policy, Capital Structure, Firm Value.

A. PENDAHULUAN

Nilai perusahaan merupakan tujuan perusahaan yang dapat dicapai melalui pelaksanaan fungsi manajemen keuangan, dimana satu keputusan keuangan yang diambil akan mempengaruhi keputusan keuangan lainnya. Hal ini mengacu pada kinerja manajer keuangan yang bertanggung jawab dalam mencari sumber dana, membuat keputusan investasi (artinya akan digunakan untuk apa dana yang telah dimiliki), serta

kebijakan dividen (yakni seberapa besar pembagian laba yang diperoleh yang dapat memaksimalkan keuntungan para pemegang saham). Jika ketiga fungsi tersebut dilaksanakan, maka akan menghasilkan nilai perusahaan yang tinggi dan kemakmuran pemegang saham akan tercapai (Brigham, 2001).

Peningkatan nilai perusahaan dapat tercapai apabila ada kerja sama antara manajemen perusahaan dengan pihak lain yang meliputi *shareholder* maupun *stakeholder* dalam membuat keputusan-kepu-

tusan keuangan dengan tujuan memaksimalkan modal kerja yang dimiliki. Apabila tindakan antara manajer dengan pihak lain tersebut berjalan sesuai, maka masalah diantara kedua pihak tersebut tidak akan terjadi. Dalam kenyataannya penyatuan kepentingan kedua pihak tersebut sering kali menimbulkan masalah. Adanya masalah diantara manajer dan pemegang saham disebut masalah agensi (*agency problem*). Dalam konsep *theory of the firm* (Jensen dan Meckling, 1976), adanya *agency problem* tersebut akan menyebabkan tidak tercapainya tujuan keuangan perusahaan, yaitu meningkatkan nilai perusahaan dengan cara memaksimalkan kekayaan pemegang Saham.

Jensen dan Meckling (1976) menyatakan penyebab konflik antara manajer dengan pemegang saham adalah perbedaan dalam pembuatan keputusan yang berkaitan dengan aktivitas pencarian dana (*financing decision*) dan pembuatan keputusan yang berkaitan dengan bagaimana dana yang diperoleh diinvestasikan. Dalam aktivitas pencarian dana, manajemen menginginkan untuk mencari sumber pendanaan dengan biaya sekecil mungkin sehingga mampu meningkatkan laba perusahaan. Dalam pengambilan keputusan yang berkaitan dengan dana yang diperoleh, manajer cenderung memilih untuk menginvestasikan dananya pada proyek dengan resiko rendah, tetapi investor cenderung untuk memilih proyek dengan resiko tinggi karena resiko yang tinggi mencerminkan *return* yang akan diperoleh juga tinggi.

Kebijakan *leverage* adalah aktivitas pendanaan, yaitu menentukan sampai sejauh mana utang digunakan dalam struktur modal perusahaan. Stice *et. al* (2004 : 818), pihak-pihak yang mempertimbangkan untuk berinvestasi kepada suatu perusahaan akan tertarik dengan struktur leverage dari perusahaan tersebut. Beberapa penelitian telah dilakukan untuk melihat pengaruh kebijakan utang dan nilai perusahaan. Modigliani dan Miller (MM), berpendapat bahwa utang bermanfaat karena bunga dapat dikurangkan dalam

menghitung pajak, tetapi utang juga menimbulkan biaya yang berhubungan dengan kebangkrutan yang aktual dan potensial. Penelitian Wahyudi dan Pawestri (2006) menyatakan bahwa kebijakan utang berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Hasil riset ini dikatakan konsisten dengan Jensen (1986), yang menyatakan bahwa adanya utang akan mengendalikan penggunaan arus kas bebas (*free cash flow*) secara berlebihan oleh manajemen.

Dilain pihak, kebijakan dividen merupakan fungsi manajemen dalam mempertimbangkan secara tepat apakah laba yang diperoleh perusahaan akan dibagikan kepada pemegang saham sebagai dividen atau akan ditahan sebagai laba ditahan, guna pembiayaan investasi di masa yang akan datang. Apabila perusahaan memilih untuk menahan laba ditahan, maka kemampuan pembentukan dana intern akan semakin besar. Kebutuhan dana pada kenyataannya merupakan faktor yang harus dipertimbangkan dalam menentukan kebijakan dividen (Brigham, 2001).

Masalah keagenan bisa terjadi karena adanya konflik kepentingan antara pemilik dan manajer, yaitu ketika salah satu pihak memiliki informasi yang tidak dimiliki oleh pihak lain, informasi ini sangat dibutuhkan terutama pada pasar modal dengan efisiensi kuat. Berbagai cara dapat dilakukan oleh manajer untuk memiliki informasi lebih dibanding investor, akibatnya investor tidak yakin terhadap kualitas perusahaan dan tidak mau membeli saham perusahaan sehingga harga saham perusahaan menjadi turun. Konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham dapat diminimumkan dengan suatu mekanisme pengawasan yang dapat mensejajarkan kepentingan-kepentingan yang terkait tersebut. Namun dengan munculnya mekanisme pengawasan tersebut akan memunculkan biaya yang disebut *agency cost*. Biaya keagenan yang dikeluarkan oleh prinsipal untuk mengawasi kinerja manajemen menjadi beban bagi perusahaan sehingga akan mengurangi laba yang dihasilkan yang berakibat pada

penu-runan nilai perusahaan. Oleh karena itu adanya konflik agensi ini harus di minimalisasi dengan berbagai strategi agar nilai perusahaan tinggi (Haryono, 2005)

Berbagai-penelitian tentang *agency problem* telah banyak dilakukan antara lain: oleh Mollah *et. al.*, (2000) dan penelitian Sari (2005), yaitu tentang pengaruh *agency cost* terhadap kebijakan dividen. Temuan yang berbeda antara Mollah dan Sari bahwa secara komprehensif *agency cost* (Kepemilikan saham oleh insider, Rasio aliran kas bebas, Rasio aktiva yang dapat dijamin, Dispersi kepemilikan) berpengaruh terhadap kebijakan dividen ditemukan oleh Mollah, sedangkan Sari, berpendapat yang sebaliknya. Namun secara parsial, Rasio Aktiva yang dapat dijamin berpengaruh terhadap kebijakan dividen oleh Mollah, sedangkan Sari berpendapat sebaliknya. Sedangkan pendapat yang sama antara Mollah dan Sari meliputi:

Kepemilikan saham berpengaruh signifikan negatif terhadap kebijakan dividen, Dispersi kepemilikan saham tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen, Rasio aliran kas bebas tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Sedangkan, penelitian Sugeng (2009) dan Wahyudi dan Pawestri (2006) mengatakan bahwa struktur kepemilikan tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen.

Di lain pihak, Struktur kepemilikan terhadap nilai perusahaan berpengaruh positif diteliti oleh Wahyudi dan Pawestri (2006), sedangkan Sudarma (2004) menunjukkan pengaruh negatif antara struktur kepemilikan dan nilai perusahaan.

Sedangkan peneliti yang berhasil menemukan bukti bahwa pengaruh antara kepemilikan manajerial dan kebijakan hutang adalah positif dan signifikan antara lain Kim dan Sorensen (1986), Agrawal dan Mendelker (1987), Wahidahwati (2002), Jensen *et al.* (1994). Sedangkan penelitian, Moh'd *et al.* (1998), Paramu (2006), Wahidahwati (2002), menemukan bahwa terdapat pengaruh negatif dan signifikan antara kepemilikan saham oleh pihak internal (*insider ownership*) terhadap ratio utang perusahaan. *Agency cost* tidak

berpengaruh terhadap kinerja perusahaan didukung penelitian Fachrudin (2011).

Penelitian Hasnawati (2005), Mardi (2008), kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap keputusan pendanaan/struktur modal. Sedangkan yang berpengaruh negatif diteliti oleh Jensen (1992), Wahidahwati (2002), Moh'd *et. al.* (1998). Dan penelitian yang menghasilkan pengaruh negatif antara struktur modal terhadap dividen diteliti oleh Sugeng (2009), Paramu (2006).

Penelitian Wahyudi dan Pawestri, (2006), Gultom (2008), Hasnawati (2005), Sudiyatno dan Elen (2010), meneliti bahwa keputusan pendanaan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Sedangkan penelitian yang menunjukkan pengaruh negatif antara struktur modal terhadap nilai perusahaan adalah penelitian yang dilakukan oleh Mahadwartha (2003). Artikel dari Maurizio La Rocca (2007) dengan judul: *The influence of corporate governance on the relation between capital structure and value*, Maurizio menulis artikel bahwa struktur modal mempunyai hubungan dengan nilai perusahaan. Sedangkan penelitian Fachrudin (2011), mengatakan tidak ada pengaruh antara struktur modal dan Kinerja perusahaan.

Penelitian yang membuktikan bahwa kebijakan dividen berpengaruh terhadap nilai perusahaan, pendapat ini didukung oleh Hasnawati (2005), Sudarma (2004). Sedangkan penelitian yang menunjukkan tidak adanya pengaruh antara dividen dan nilai perusahaan dibuktikan oleh Wahyudi dan Pawestri (2007), Gultom (2008).

Fenomena perkembangan perusahaan-perusahaan yang bergerak di industri Jasa Keuangan dan Perbankan di Indonesia yang memiliki prospek yang cerah dimasa depan serta mengingat fenomena *agency problem* yang muncul ketika perusahaan memilih sumber pendanaan ekstern dan kebijakan dividen yang diambil serta pengaruhnya terhadap nilai perusahaan, tentunya dibutuhkan mekanisme yang mampu untuk mengurangi *agency problem* diantara para pemegang sahamnya.

Beberapa mekanisme untuk mengurangi agency problem antara lain melalui kepemilikan manajerial, institusional, publik, meningkatkan aset yang dapat dijamin, dan lain-lain. Menurut data pada *Indonesia Capital Market Directory* tahun 2010 ada 29 industri Perbankan yang terdaftar, 15 perusahaan bergerak di bidang *credit agencies other than bank*, 14 perusahaan *Securities* dan 11 *Insurance* yang menjadi perhatian peneliti, karena seperti perusahaan-perusahaan selain industri jasa keuangan dan perbankan berusaha meningkatkan kemakmuran pemegang saham dengan mengelola perusahaannya dengan baik. Demikian juga perusahaan yang bergerak di bidang industri jasa keuangan dan perbankan yang memiliki masa depan yang cerah yang dapat menyanggah industri lain, juga berkepentingan untuk meningkatkan kemakmuran pemilikinya, sehingga bisa bermanfaat bagi masyarakat. Dari perusahaan-perusahaan tersebut diambil sampel yang mengeluarkan dividen pada range tahun 2005 – 2010. Berdasarkan fenomena di atas dan didukung dengan penelitian-penelitian terdahulu, maka Peneliti menguji lebih lanjut pengaruh *Agency Cost* terhadap Nilai Perusahaan dengan Kebijakan Dividen dan Struktur Modal sebagai variabel Intervening pada perusahaan industri jasa Keuangan dan Perbankan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2005-2010. Penelitian ini merujuk dari teori dan berbagai penelitian di atas antara lain teori Modigliani Miller (1976), Jensen (1976), Meyers (1984), Mollah (2000), Sari (2005), Wahyudi dan Pawestri (2006), Gultom (2008), Sugeng (2009), Paramu (2006), dan Fachrudin (2011). Adapun perbedaan utama penelitian ini dengan penelitian terdahulu adalah waktu penelitian yaitu periode 2005 - 2010, obyek penelitian dilakukan di perusahaan-perusahaan keuangan dan perbankan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

Rumusan Masalah

1). Apakah *Agency Cost* berpengaruh terhadap Kebijakan Dividen? 2). Apakah

Agency Cost berpengaruh terhadap Kebijakan Struktur Modal? 3). Apakah *Agency Cost* berpengaruh terhadap Nilai Perusahaan? 4). Apakah Struktur Modal berpengaruh terhadap Nilai Perusahaan? 5). Apakah Kebijakan Dividen berpengaruh terhadap Nilai Perusahaan? 6). Apakah Kebijakan Dividen berpengaruh terhadap Struktur Modal? 7). Apakah *Agency Cost* berpengaruh terhadap Nilai Perusahaan melalui Struktur Modal? 8). Apakah *Agency Cost* berpengaruh terhadap Nilai Perusahaan melalui Kebijakan Dividen?

Tujuan Penelitian

Penelitian ini bertujuan untuk: 1). Menguji pengaruh *Agency Cost* terhadap Kebijakan Dividen. 2). Menguji pengaruh *Agency Cost* terhadap Struktur Modal. 3). Menguji pengaruh *Agency Cost* terhadap Nilai Perusahaan. 4). Menguji pengaruh Struktur Modal terhadap Nilai Perusahaan. 4). Menguji pengaruh Kebijakan Dividen terhadap Nilai Perusahaan. 5). Menguji pengaruh Kebijakan Dividen terhadap Struktur Modal. 6). Menguji pengaruh *Agency Cost* terhadap Nilai Perusahaan melalui Struktur Modal. 7). Menguji pengaruh *Agency Cost* terhadap Nilai Perusahaan melalui Kebijakan Dividen.

B. TINJAUAN PUSTAKA.

Nilai Perusahaan (*Firm Value*)

Teori-teori keuangan di bidang keuangan perusahaan memiliki satu fokus yaitu bagaimana memaksimalkan kemakmuran pemegang saham atau pemilik perusahaan (*wealth of the shareholders*). Tujuan normatif ini dapat diwujudkan dengan memaksimalkan nilai perusahaan (*market value of the firm*) dengan asumsi bahwa pemegang saham akan makmur jika kantongnya bertambah tebal. Memaksimalkan nilai pasar perusahaan sama dengan memaksimalkan harga pasar saham. Nilai perusahaan sama dengan hutang ditambah modal sendiri. Jika hutang tetap, nilai perusahaan naik maka modal sendiri akan naik. Naiknya modal sendiri akan meningkatkan harga per lembar saham perusahaan. Jika harga per

lembar saham naik, pemegang saham akan senang karena bertambah makmur, (Atmaja, 2001).

Nilai perusahaan dapat tercermin melalui harga saham. Semakin tinggi harga saham berarti kemakmuran pemegang saham akan meningkat. Harga pasar saham juga menunjukkan nilai perusahaan. Pada dasarnya harga saham dihitung dari nilai sekarang dividen yang akan diterima, jadi semakin tinggi harga saham berarti semakin tinggi tingkat pengembalian kepada investor dan itu berarti semakin tinggi juga nilai perusahaan terkait dengan tujuan dari perusahaan itu sendiri, yaitu untuk memaksimalkan kemakmuran pemegang saham. Penetapan *Price Book Value* (PBV) sebagai ukuran nilai perusahaan (Brigham, 2001) mengikuti penelitian yang pernah digunakan oleh Wahyudi dan Pawestri (2006) dan berbagai penelitian terdahulu. Selain PBV, ukuran nilai perusahaan dapat diukur dengan, *Tobin's Q*, *Price Earning Ratio* (PER), *Return on Assets* (ROA), *Return on Equity* (ROE), dan lain-lain.

Teori Struktur Modal

Beberapa penelitian tentang struktur modal terhadap nilai perusahaan telah banyak dilakukan dan hasilnya saling kontradiksi. Secara singkat ada dua pandangan yang terus diperdebatkan oleh ahli-ahli keuangan di dunia.

1. Pandangan pertama dikemukakan oleh Modigliani dan Miller yang mengatakan bahwa struktur modal tidak mempengaruhi nilai perusahaan.
2. Pandangan kedua dikenal dengan pandangan yang menyatakan bahwa struktur modal mempengaruhi nilai perusahaan. Pandangan ini diwakili oleh dua teori yaitu *Trade off Theory* dan *Pecking Order Theory*.

Teori struktur modal (*capital structure theory*) modern dimulai dengan paper Modigliani dan Miller (1958), yang merupakan terobosan baru dalam manajemen keuangan modern. Proposisi yang diajukan Modigliani dan Miller memiliki pendukung yang sangat besar sampai

sekarang. Proposisi yang menyatakan tidak relevannya keputusan *financing* memberikan implikasi penting, yaitu pada kondisi bagaimana keputusan tersebut menjadi tidak relevan, dan secara implisit juga menimbulkan pertanyaan pada kondisi bagaimana keputusan tersebut menjadi relevan.

Setelah mengalami diskusi yang sangat panjang, Modigliani dan Miller (1963), melonggarkan salah satu asumsinya tentang adanya pajak penghasilan. Bahwa apabila ada pajak penghasilan, maka keputusan *financing* menjadi tidak relevan, penggunaan utang akan meningkatkan nilai perusahaan. Perkembangan selanjutnya selama lebih dari empat puluh tahun, berbagai riset teoritis dan empiris telah banyak dilakukan dengan melepaskan beberapa asumsi dasar dari proposisi Modigliani dan Miller. Berbagai riset telah memperkaya proposisi Modigliani dan Miller dengan memasukkan factor pajak, *costs of financial distress*, *bankruptcy costs*, *agency costs*, dan *transaction costs* (Myers, 1977, 1984; Jensen dan Meckling, 1976).

Upaya dalam memasukkan berbagai faktor dan menanggalkan satu per satu dari berbagai ketidaksempurnaan pasar ini telah melahirkan dua teori keuangan baru dari teori struktur modal (*capital structure theory*), yang saling berlawanan, yaitu *trade-off theory* atau yang dikenal dengan *balanching theory dan pecking order theory* (Myers dan Majluf, 1984). Meskipun kedua teori tersebut menyatakan bahwa keputusan *financing* adalah relevan dalam kebijakan struktur modal pada kondisi pasar modal yang tidak sempurna.

Hipotesis yang berhubungan dengan struktur modal terus berkembang diantaranya: *static trade-off theory*, *agency costs of debt*, *pecking order theory*, *market depth theory*, dan *risk management theory* (Allayannis, 2003).

1. Teori *Static Trade-Off* secara teoritik memprediksikan bahwa *leverage* akan meningkat sejalan dengan pemanfaatan hutang dan menurun sejalan dengan

biaya hutang. Teori ini menyatakan bahwa penggunaan hutang, baik hutang dalam mata uang domestik maupun dalam mata uang asing, sangat tergantung pada biaya hutang (yakni tingkat bunga), Paramu (2006).

2. Teori *agency costs of debt* menyatakan adanya perbedaan informasi (*asymmetric information*) antara manajer dan pemegang obligasi. Hal ini dikarenakan pihak manajemen mempunyai informasi yang lebih banyak daripada pemegang obligasi. Oleh karena itu, untuk mengatasi perbedaan ini pemegang obligasi harus melakukan tindakan monitoring terhadap para manajer. Tindakan monitoring akan memberikan konsekuensi biaya monitoring yang tidak murah. Upaya untuk mengurangi biaya keagenan dilakukan dengan menetapkan *collateral* dalam bentuk *tangible assets*. Aktiva tetap sebagai persentase dari total assets dapat dijadikan proksi dalam *tangible assets*, Paramu (2006).
3. Teori *pecking order* yang dikemukakan oleh Myers & Majluf (1984) menyatakan bahwa perusahaan lebih menyukai pembiayaan dengan menggunakan dana internal, kemudian dana eksternal, dan akhirnya dengan ekuitas eksternal. Teori *pecking order* cenderung memilih pendanaan sesuai dengan urutan risiko yaitu perusahaan akan memilih dana yang berasal dari *internal funds* (hasil operasi), kemudian diikuti dengan penerbitan obligasi yang tidak berisiko, penerbitan obligasi yang berisiko (seperti obligasi konversi), dan akhirnya menerbitkan saham baru. Teori ini memprediksikan hubungan negatif antara profitabilitas dan *leverage* karena perusahaan memiliki lebih banyak keuntungan cenderung mempunyai kebutuhan akses yang lebih rendah terhadap pasar kredit.
4. Hipotesis *market depth* berkaitan dengan akses dan penggunaan hutang dalam bentuk mata uang asing. Jika pasar hutang dengan mata uang lokal (*domestik*) tidak mencukupi kebutuhan

peminjam, perusahaan yang memiliki akses terhadap hutang dengan mata uang asing akan mencari dana ini (Allayannis, 2003). Dengan demikian, perusahaan yang memiliki akses terhadap hutang dengan mata uang asing akan mempunyai total leverage yang lebih tinggi.

5. Teori *risk management* masih berkaitan dengan penggunaan hutang dengan mata uang asing. Perusahaan dengan *Earning Before Interest and Taxes* (EBIT) berdenominasi mata uang asing yang lebih tinggi akan menggunakan lebih banyak menggunakan hutang dengan mata uang asing karena arus kas EBIT akan menjadi *hedging* natural.

Perusahaan, yang demikian akan menyimpan arus kasnya sebagai cadangan untuk mengatasi pergerakan mata uang asing. Konsep ini menghipotesiskan bahwa ada hubungan positif antara cadangan valuta asing perusahaan dan hutang dengan mata uang asing, Paramu (2006). Menurut Brigham dan Houston (2001 : 14), leverage keuangan (*financial leverage*) merupakan suatu ukuran yang menunjukkan sampai sejauh mana sekuritas berpenghasilan tetap (utang dan saham preferen) digunakan dalam struktur modal perusahaan. Pada umumnya ada dua jenis leverage, yaitu leverage operasi (*operating leverage*) dan leverage keuangan (*financial leverage*), yang dimaksud leverage dalam penelitian ini adalah leverage keuangan (*financial leverage*). Leverage keuangan menunjukkan proporsi atas penggunaan utang untuk membiayai investasinya. Semakin rendah *leverage factor* maka semakin rendah risiko yang dihadapi perusahaan apabila kondisi ekonomi merosot. Brigham (2001) menyebutkan bahwa ada beberapa faktor yang mempengaruhi struktur modal : stabilitas penjualan, struktur aktiva, leverage operasi, tingkat pertumbuhan, profitabilitas, pajak, pengendalian hutang dan saham, sikap manajemen, sikap pemberi pin-

jaman dari lembaga penilai peringkat, kondisi pasar, kondisi internal perusahaan, fleksibilitas keuangan.

Sedangkan Suad Husnan (1989) dalam Mardi (2008) dikatakan bahwa struktur modal dipengaruhi oleh lokasi distribusi keuangan, stabilitas penjualan dan keuntungan, kebijakan dividen, pengendalian dan resiko kebangkrutan.

Teori-teori Kebijakan Dividen (*Dividend Policy*)

Menurut Brigham, 2001: "Kebijakan dividen perusahaan (*dividend policy*) adalah rencana tindakan yang harus diikuti dalam membuat keputusan dividen".

Kebijakan dividen harus diformulasikan dengan memperhatikan tujuan untuk memaksimalkan kekayaan dari pemilik perusahaan dan untuk pembiayaan yang cukup.

Dalam dunia keuangan, pada dasarnya terdapat tiga konsep tentang kebijakan dividen, yaitu teori Irrelevansi Dividen (*Irrelevance Theory*) yang berpendapat bahwa kebijakan dividen tidak mempunyai pengaruh terhadap harga saham perusahaan ataupun nilai perusahaan, teori Relevansi Dividen (*Bird-in-the-hand Theory*) yang mengatakan bahwa nilai perusahaan dapat dimaksimalkan dengan menentukan pembagian dividen yang tinggi, dan teori Preferensi Pajak (*Tax Preference Theory*) yang berpendapat sebaliknya, investor justru lebih menyukai pembagian dividen yang rendah daripada yang tinggi.

Perkembangan ilmu keuangan modern memunculkan pendekatan baru yang lebih relevan dan lebih mampu menjelaskan kebijakan dividen dalam dunia bisnis, yaitu *signalling theory*. Model *signaling* dibangun sebagai upaya memaksimalkan nilai perusahaan lewat pembayaran dividen dengan asumsi ada *asymmetric information* antara manajer dan pemegang saham. Kebijakan dividen dalam penelitian ini diukur dari *Devident Pay-out Ratio*. Rasio-rasio ini pernah digunakan penelitian oleh Gultom dan Firman (2006).

Teori Agency Cost

Perkembangan selanjutnya dari teori struktur modal adalah ditemukannya teori keagenen (*agency theory*) oleh Jensen dan Meckling (1976), yang menyatakan bahwa antara pemilik dan manajemen mempunyai kepentingan berbeda. Prinsip utama teori ini menyatakan adanya hubungan kerja antara pihak yang memberi wewenang (*prinsipal*), yaitu pemilik dengan pihak yang menerima wewenang (*agent*), yaitu manajer. Adanya berbagai kepentingan ini, masing-masing pihak berusaha untuk memperbesar keuntungan bagi dirinya sendiri. *Principial* (pemilik) menginginkan pengembalian yang sebesar-besarnya dan secepatnya atas investasi yang telah dilakukan. Sedangkan *agent* (manajer) menginginkan kepentingannya diakomodir sebesar-besarnya atas kinerjanya.

Agency theory mengasumsikan bahwa semua individu bertindak atas kepentingan mereka sendiri. Pemegang saham sebagai prinsipal diasumsikan hanya tertarik pada hasil keuangan berupa pembagian dividen yang bertambah. Sedangkan manajer sebagai *agent* diasumsikan menerima kepuasan berupa kompensasi keuangan yang tinggi dan syarat-syarat yang menyertai dalam hubungan tersebut. Dengan demikian, maka perbedaan kepentingan antara pemegang saham dan manajer terletak pada maksimisasi manfaat (*utility*) pemegang saham (*principle*) dengan kendala manfaat (*utility*) dan insentif yang akan diterima manajer (*agent*). Adanya perbedaan kepentingan inilah yang memicu konflik antara pemilik (*principle*) dan manajer (*agent*).

Agency theory pada dasarnya merupakan model yang digunakan untuk merumuskan permasalahan yang berupa konflik antara pemegang saham sebagai pemilik perusahaan (*principle*) dengan manajer sebagai pihak yang ditunjuk atau diberi wewenang oleh para pemegang saham (*agent*) untuk menjalankan perusahaan sesuai dengan kepentingannya. Sebagai bentuk tanggung jawab manajer yang telah diberi wewenang oleh pemilik (*principle*), maka manajer akan menginformasikan kinerja yang telah dicapainya

melalui laporan keuangan. Didalam konteks ini, manajer (*agent*) mempunyai informasi yang *superior* dibandingkan dengan pemilik (*principal*). Pada saat pemilik (*principal*) tidak dapat memonitor secara sempurna aktivitas manajerial, maka manajer memiliki potensi dan peluang untuk menentukan kebijakan yang menguntungkan dirinya, dan disinilah muncul konflik dengan pemilik karena pemilik tidak menyukai tindakan tersebut.

Jensen & Meckling (1976), menyatakan bahwa manajer sebagai pihak *insider* yang diberi amanat oleh pemilik modal untuk mengamankan modal yang diinvestasikannya dalam perusahaan, untuk itu pihak *insider* berhak atas gaji, bonus, insentif dan kompensasi lainnya karena menjalankan amanat termasuk mengambil keputusan-keputusan bisnis yang diharapkan terbaik bagi pemilik modal.

Sehingga pihak *insider* bekerja untuk memaksimalkan nilai perusahaan atau kemakmuran para pemegang saham, dan karenanya sebagai *insider*, manajer disebut sebagai agen.

Miller dan Modigliani (1961) berasumsi bahwa pasar adalah sempurna, dimana para manajer adalah agen yang sempurna dari para investor dan bertindak menurut kepentingan para investor. Dalam kenyataannya, *agency cost* muncul sebagai akibat dari konflik kepentingan antara para manajer dan para pemegang saham. Oleh karena itu, *agency cost* muncul manakala para manajer-pemilik (*owner-managers*) menjual sebagian saham mereka kepada para investor yang tidak mempunyai suara dalam manajemen (Rozeff, 1992).

Dalam kenyataannya, para manajer tidak perlu membuat keputusan-keputusan yang merupakan kepentingan utama para investor. Oleh karena para investor begitu peduli dengan masalah ini, mereka mengembangkan mekanisme-mekanisme untuk mengendalikannya. Salah satu dari mekanisme-mekanisme ini adalah dengan pembayaran dividen yang tinggi (Loderer, 1999). Dengan demikian, dividen memberikan kontribusi terhadap penyelesaian *agency cost*, karena dividen:

- a. Memberikan tekanan kepada pihak manajemen untuk memastikan bahwa pihak manajemen menghasilkan cukup uang untuk membayar dividen. Selama manajemen ingin menghindari potongan dividen (karena disadari akan memberikan informasi yang buruk), maka perusahaan harus menghasilkan laba yang cukup untuk mampu membayar dividen.
- b. Dapat memaksa pihak manajer untuk meningkatkan dana luar untuk mendanai proyek mereka. Para investor menyukai cara ini karena mereka dapat mengawasi dana-dana baru yang ditingkatkan dan mungkin juga identitas dari para pemberi dana baru (Rozeff, 1992).
- c. Mengurangi jumlah aliran kas bebas yang dapat dihambur-hamburkan oleh manajer pada proyek investasi yang tidak menguntungkan. Jika ada banyak dana cair dalam suatu perusahaan, godaan bagi manajer akan lebih besar untuk melakukan tindakan kepentingan pribadi (*perquisites*) seperti ruang kantor yang mewah, biaya perjalanan kelas satu ataupun investasi pada proyek yang tidak menguntungkan. Jadi, dividen mempunyai keuntungan penting dalam mengendalikan kecenderungan alamiah perusahaan untuk melakukan investasi secara berlebihan (Barclay, *et al.*, 1995). Oleh karena itu, para investor memperoleh keuntungan dari kebijakan dividen yang relatif tinggi karena dividen mengurangi *agency cost*. Konflik *agency* bisa terjadi antara pihak manajer, *shareholders* dan *bondholders*:

Pengembangan Hipotesis

1. Hubungan *Cost Agency* terhadap Kebijakan Dividen

Penelitian Mollah *et al.* (2000) tentang pengaruh *agency cost* pada kebijakan dividen pada perusahaan-perusahaan di Dhaka. Mollah *et al.* (2000) menguji pengaruh empat proksi cerminan dari teori *agency cost* secara bersama-sama terhadap kebijakan dividen, yaitu kepemilikan saham oleh *insider* (*insider ownership*), dispersi kepemilikan saham (*dispersion of*

owner-ship), rasio aliran kas bebas (*free cash flow ratio*), dan rasio aktiva yang dapat dijaminkan (*collateralizable assets ratio*). Kesimpulannya bahwa kebijakan dividen (*dividend payout ratio*) dipengaruhi secara signifikan dan negatif oleh kepemilikan saham oleh *insider*, dipengaruhi secara signifikan dan positif oleh rasio aktiva yang dapat dijaminkan, dan tidak dipengaruhi oleh dispersi kepemilikan saham dan rasio aliran kas bebas. Yang membedakan penelitian ini dengan penelitian Mollah *et al.* (2000) yaitu obyek penelitian dan tahun pengamatan. Dan berdasarkan penelitian Sari (2005) dengan hasil kepemilikan saham insider berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen, sedangkan disperse kepemilikan saham, rasio aliran kas bebas dan aktiva yang dijaminkan tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen, sedangkan secara bersama tidak berpengaruh.

Penelitian yang menunjukkan tidak ada pengaruh antara *agency cost* terhadap kebijakan dividen antara lain Wahyudi dan Pawestri (2006); Sugeng (2009).

Perbedaan penelitian ini dengan penelitian terdahulu yaitu dengan tidak memasukkan variable dispersi kepemilikan saham dalam *agency cost*. Atas dasar argumentasi teoritik dan berbagai penelitian di atas maka dapat dirumuskan hipotesis sbb:

H_{1a} : *Cost Agency (insider ownership)* berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen

H_{1b} : *Cost Agency (rasio aliran kas bebas)* berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen

H_{1c} : *Cost Agency (rasio aktiva yang dapat dijaminkan)* berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen

2. Hubungan Cost Agency terhadap Struktur Modal

Semakin tinggi kepemilikan institusional maka semakin kuat kontrol eksternal terhadap perusahaan dan mengurangi *agency cost*, sehingga perusahaan akan menggunakan dividen yang rendah.

Dengan adanya kontrol yang ketat, menyebabkan manajer menggunakan utang pada

tingkat rendah untuk mengantisipasi kemungkinan terjadinya *financial distress* dan risiko kebangkrutan (Crutchley, 1999). Kim dan Sorenson (1986) mengemukakan *demand* dan *supply hypothesis*. *Demand Hypothesis* menjelaskan bahwa perusahaan yang dikuasai oleh *insider* menggunakan hutang dalam jumlah besar untuk mendanai perusahaan. Dengan kepemilikan yang besar insider ingin mempertahankan efektivitas kontrol terhadap perusahaan. *Supply hypothesis* menjelaskan bahwa perusahaan yang dikontrol oleh insider memiliki *debt agency cost* kecil sehingga meningkatkan penggunaan hutang. Jensen dan Meckling (1976) berpendapat bahwa penggunaan utang mengurangi kebutuhan ekuitas eksternal dan meningkatkan proporsi kepemilikan manajerial. Penggunaan utang yang berlebihan akan meningkatkan *bankruptcy cost* sehingga mengurangi minat manajer untuk menambah kepemilikan (Friend dan Lang, 1988) dalam Wahyudi dan Pawestri (2006). Penelitian Paramu (2006) meneliti determinan struktur modal pada perusahaan publik di Indonesia, dengan hasil *agency cost* berpengaruh negatif terhadap *Debt Ratio*. Penelitian Wahyudi dan Pawestri (2006) kepemilikan manajerial berpengaruh positif baik langsung maupun melalui keputusan pendanaan. Atas dasar argumentasi teoritik dan berbagai penelitian di atas maka dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H_{2a} : *Cost Agency (insider ownership)* berpengaruh negatif terhadap Struktur Modal

H_{2b} : *Cost Agency (rasio aliran kas bebas)* berpengaruh negatif terhadap Struktur Modal

H_{2c} : *Cost Agency (rasio aktiva yang dapat dijaminkan)* berpengaruh negatif terhadap Struktur Modal

3. Hubungan Cost Agency terhadap Nilai Perusahaan

Fuerst dan Kang (2000) dalam Wahyudi dan Pawestri menemukan hubungan yang positif antara *insider ownership* dengan nilai pasar setelah mengendalikan

kinerja perusahaan. Nilai perusahaan dapat meningkat jika institusi mampu menjadi alat monitoring yang efektif (Slovin dan Sushka, 1993) dalam Wahyudi dan Pawestri (2006). Penelitian Wahyudi dan Pawestri (2006) menunjukkan hubungan positif antara kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan. Fachrudin (2011) mengatakan dalam penelitiannya bahwa tidak ada pengaruh antara *agency cost* terhadap kinerja perusahaan. Atas dasar argumentasi teoritik dan berbagai penelitian di atas maka dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H_{3a} : *Cost Agency (insider ownership)* berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan

H_{3b} : *Cost Agency* (rasio aliran kas bebas) berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan

H_{3c} : *Cost Agency* (rasio aktiva yang dapat dijaminkan) berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan

4. Hubungan Struktur Modal Dan Nilai Perusahaan

Kebijakan struktur modal/leverage terkait dengan nilai perusahaan. Semakin tinggi proporsi utang, maka akan semakin tinggi harga saham. Namun, pada titik tertentu peningkatan utang akan menurunkan nilai perusahaan karena manfaat yang diperoleh dari penggunaan utang lebih kecil dari biaya yang ditimbulkannya. Jensen dan Meckling (1976), mengatakan bahwa perusahaan dapat mengatasi masalah keagenan atau mengurangi biaya agensi di perusahaannya dengan melakukan pembatasan atas tindakan-tindakannya (*bonding*) yaitu mengurangi arus kas berlebih dengan mengalirkan sebagian arus kas kembali ke pemegang saham melalui dividen yang tinggi atau pembelian kembali saham, atau alternatif lain adalah menggeser struktur modal ke arah lebih banyak menggunakan utang dengan harapan persyaratan pelunasan utang yang lebih tinggi akan memaksa manajer untuk lebih disiplin (Brigham dan Houston, 2001 : 38). Diharapkan dengan mengatasi masalah keagenan, maka investor akan menilai

lebih kepada perusahaan - perusahaan tersebut. Pengaruh positif struktur modal terhadap nilai perusahaan pernah dilakukan oleh Gultom (2008), Wahyudi dan Pawestri (2007), Sudiyatno dan Elen (2010); sedang pengaruh negatif struktur modal terhadap nilai perusahaan didukung oleh Sriwardhany (2006), dan Fachrudin (2011) dalam penelitiannya mengatakan struktur modal tidak berpengaruh terhadap kinerja perusahaan. Atas dasar argumentasi teoritik dan berbagai penelitian di atas maka dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H₄ : Struktur modal berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan

5. Hubungan Kebijakan Dividen Dan Nilai Perusahaan

Sementara itu, kebijakan dividen juga memiliki pengaruh terhadap nilai perusahaan. Kenaikan pembayaran dividen dapat dilihat sebagai suatu sinyal bahwa perusahaan memiliki prospek atau masa depan yang cerah, demikian sebaliknya, apabila pembayaran dividen turun atau ditiadakan sama sekali, maka hal ini akan dipandang sebagai prospek perusahaan yang buruk. Oleh karena itu, perusahaan harus dapat memperhatikan tentang kebijakan dividennya, sebab investor akan menilai lebih kepada perusahaan yang melakukan pembayaran dividen dengan tepat dan teratur. Hasnawati (2005) menemukan bahwa keputusan investasi, keputusan pendanaan dan kebijakan dividen secara parsial berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Kebijakan dividen secara langsung mempengaruhi nilai perusahaan dan secara tidak langsung keputusan investasi mempengaruhi nilai perusahaan melalui kebijakan dividen dan keputusan pendanaan. Peningkatan dividen dilakukan untuk memperkuat posisi perusahaan dalam mencari tambahan dana dari pasar modal dan perbankan. Dividen mengandung informasi atau isyarat akan prospek perusahaan (Rozeff, 1982). Sedangkan penelitian yang berpendapat tidak ada pengaruh kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan antara lain

Wahyudi dan Pawestri (2006), Gultom, (2008). Atas dasar argumentasi teoritik dan berbagai penelitian di atas maka dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H₅ : Kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan

6. Hubungan Antara Kebijakan Dividen dan Struktur Modal

Spremann & Gantenbein (2001) dalam Sugeng (2009), mengatakan bahwa semakin besar ketergantungan perusahaan terhadap dana eksternal seperti *long term debt* semakin intensif pengawasan oleh penyedia dana eksternal tersebut terhadap kinerja manajemen dalam rangka mengamankan dana yang ditanamkan ke dalam perusahaan. Sementara *monitoring rationale/mechanism* dari Easterbrook (1984) menyatakan bahwa efektifitas dividen sebagai salah satu sarana monitoring lainnya yang salah satunya adalah monitoring yang dilakukan oleh kreditur.

Berdasarkan kedua proposisi di atas bisa diargumentasikan bahwa mengingat semakin besar porsi modal perusahaan yang berasal dari kreditur (utang) semakin tinggi intensitas *monitoring* yang dilakukan oleh pihak kreditur terhadap perilaku manajemen, maka hal ini membawa kontribusi yang semakin besar pula terhadap pengendalian *agency problems* antara manajemen dengan pemegang saham, dan pada gilirannya, akan semakin kecil ketergantungan perusahaan kepada dividen sebagai sarana/ mekanisme monitoring (Sugeng, 2009).

Disamping itu, sisi lain dari *agency cost* model yang menjelaskan tentang *agency problem* yang timbul antara kreditor dan pemegang saham, mengindikasikan bahwa pembayaran dividen yang tinggi akan memperbesar beban tetap perusahaan sehingga menyebabkan utang lebih beresiko dan karenanya akan menurunkan nilai dari utang tersebut (Taranto, 2002)

Penelitian lain yang menunjukkan pengaruh positif antara kebijakan dividen terhadap struktur modal antara lain Hasnawati (2006), Mardi (2008); sedang-

kan penelitian yang menyumbangkan adanya pengaruh negatif kebijakan dividen terhadap struktur modal dilakukan oleh: Jensen (1992); Paramu (2006).

Disisi lain pengaruh struktur modal terhadap kebijakan dividen menunjukkan arah positif diteliti oleh Agrawal (1994); Sugeng (2009); sedangkan penelitian yang menunjukkan pengaruh negatif struktur modal terhadap kebijakan dividen seperti: Rozeff (1992); Taranto (2002). Atas dasar argumentasi teoritik dan berbagai penelitian di atas maka dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H₆ : Kebijakan dividen berpengaruh negatif terhadap struktur modal

7. Hubungan Agency Cost terhadap Nilai Perusahaan dengan Struktur Modal dan Kebijakan Dividen sebagai Mediasi

Hasil penelitian Sriwardany (2006) menunjukkan bahwa struktur modal memediasi secara parsial antara pertumbuhan perusahaan dengan harga saham. Wahyudi dan Pawestri (2006) meneliti bahwa struktur kepemilikan manajerial berpengaruh baik langsung maupun tidak langsung terhadap nilai perusahaan melalui keputusan pendanaan. Kemudian struktur kepemilikan berpengaruh langsung terhadap harga saham tetapi tidak melalui kebijakan dividen. Atas dasar argumentasi penelitian di atas maka dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H_{7a} : *Cost Agency (insider ownership)* berpengaruh terhadap nilai perusahaan melalui Struktur Modal

H_{7b} : *Cost Agency* (rasio aliran kas bebas) berpengaruh terhadap nilai perusahaan melalui Struktur Modal

H_{7c} : *Cost Agency* (rasio aktiva yang dapat dijaminkan) berpengaruh terhadap nilai perusahaan melalui Struktur Modal

H_{8a} : *Cost Agency (insider ownership)* berpengaruh terhadap nilai perusahaan melalui Kebijakan Dividen

H_{8b} : *Cost Agency* (rasio aliran kas bebas) berpengaruh terhadap nilai perusahaan melalui Kebijakan Dividen

H_{8c} : *Cost Agency* (rasio aktiva yang dapat

dijamin) berpengaruh terhadap nilai perusahaan melalui Kebijakan Dividen

C. METODE PENELITIAN

Lokasi Penelitian, Data, Sampel dan Cara Pengumpulan Data

Penelitian ini dilakukan dengan mengambil data dari perusahaan-perusahaan industri jasa Keuangan dan Perbankan yang terdaftar di BEI periode 2005-2010, yang membayarkan dividen tunai. Data dikumpulkan dengan metode *cross section* dan *time series* yang disebut *pooling data*. Data merupakan data sekunder yang terdokumentasi dalam laporan keuangan tahunan di ICMD dan www.idx.co.id. Sampel penelitian ini dipilih secara *purposive sampling*, dengan kriteria:

- Perusahaan-perusahaan yang dijadikan sample terdaftar di BEI dan membagikan dividen tunai pada periode 2005-2010.
- Satuan data dalam *rupiah*, *rasio* dan data yang terlalu menyimpang/ekstrem dike-luarkan dari sample.
- Data yang digunakan dalam penelitian ini merupakan data sekunder dari www.IDX.co.id dan ICMD (*Indonesian capital Market Directory*).

Definisi Operasional Variabel

Dalam penelitian ini variabel bebas bisa menjadi variabel terikat yang lain begitu sebaliknya.

a) Nilai Perusahaan

Nilai perusahaan dalam penelitian ini diukur dengan :

Price Book Value (PBV) = Harga Pasar per Lembar Saham dibanding dengan Nilai Buku per Lembar Saham. *Ratio* ini mengukur nilai yang diberikan pasar keuangan kepada manajemen dan organisasi perusahaan sebagai sebuah perusahaan yang terus tumbuh (Brigham, 2001:92; Wahyudi dan Pawestri, 2006). Nilai buku per lembar saham adalah perbandingan ekuitas saham biasa dengan jumlah saham yang beredar.

$$PBV = \frac{\text{Harga Pasar per Lembar Saham}}{\text{Nilai Buku per Lembar Saham}}$$

b) Kebijakan Dividen

Variabel yang menjadi variabel terikat dalam penelitian ini adalah

Rasio pembagian dividen yang merupakan proksi dari kebijakan dividen perusahaan. *Dividend Payout Ratio* (DPR) (Jensen, 1992; Short, 1996; Mollah *et al*, 2000, Sari, 2005) adalah perbandingan antara dividen pada tahun berjalan (t) dan laba bersih perusahaan tahun yang lalu (t-1).

$$DPR = \frac{\text{dividen tunai}_t}{\text{laba bersih}_{t-1}}$$

c) Cost Agency

Variabel-variabel bebas dalam penelitian ini adalah:

1) Kepemilikan saham oleh *insider* (*insider ownership*)

Proksi pertama dari *agency cost* yaitu kepemilikan saham oleh *insider*. INSIDER (Rozeff, 1982; Jensen *et al.*, 1992; Alli *et al.*, 1993; Holder *et al.*, 1998; Saxena, 1999; Mollah *et al*, 2000; Sari, 2005) merupakan perbandingan antara jumlah saham yang dimiliki oleh pihak manajemen dan jumlah saham beredar.

INSIDER =

$$\frac{\text{Jumlah saham yang dimiliki oleh pihak manajemen}_{t-1}}{\text{Jumlah saham yang beredar}_{t-1}}$$

2) Rasio aliran kas bebas (*free cash flow ratio*)

Proksi ketiga dan *agency cost* yaitu rasio aliran kas bebas. FCF (Holder *et al.*, 1998; Mollah *et al*, 2000, Sari, 2005) merupakan perbandingan antara besarnya aliran kas bebas perusahaan (kas perusahaan yang dapat didistribusikan kepada kreditor atau pemegang saham yang tidak diperlukan untuk modal kerja atau investasi) dan total aktiva.

$$FCF = \frac{EAT_{t-1} - \text{dividen}_t + \text{depresiasi}_{t-1}}{\text{total aktiva}_{t-1}}$$

3) Rasio aktiva yang dapat dija-

minkan (*collateralizable assets ratio*)

Proksi keempat dari *agency cost* yaitu rasio aktiva yang dapat dijamin. COLLASS (Mollah *et al*, 2000; Sari, 2005) merupakan perbandingan antara aktiva tetap bersih (bangunan, tanah dan perlengkapan perusahaan lain yang berupa aktiva tetap setelah dikurangi depresiasi) dan total aktiva.

$$\text{COLLAS} = \frac{\text{aktiva tetap bersih}_{t-1}}{\text{total aktiva}_{t-1}}$$

d) Struktur modal

Pembiayaan perusahaan yang bersumber pada utang (pembiayaan dari luar perusahaan) dan ekuitas (pembiayaan dari dalam perusahaan).

Struktur modal diukur : *Debt to Equity Ratio (DER)*: perbandingan antara total hutang dengan modal sendiri. (Brigham, 2001)

$$\text{DER} = \frac{\text{Total Hutang}}{\text{Total Equity}}$$

Tehnik Analisis Data

Tehnik analisa data yang digunakan dalam penelitian ini adalah regresi linier berganda berjenjang dengan bantuan SPSS 15 for windows. (Gujarati, 2007).

Pengujian Hipotesis

Untuk pengujian hipotesis dilakukan dengan pengujian uji t, uji F, Uji R² dengan menggunakan alat analisis **Regresi Linier Berganda secara berjenjang**, serta analisis jalur untuk mengetahui adanya hubungan antar variabel.

Persamaan regresi 1 :

$$\text{KD} = a + b_1\text{AC} + e$$

Persamaan regresi 2 :

$$\text{SM} = a + b_2\text{AC} + b_6\text{KD} + e$$

Persamaan regresi 3 :

$$\text{NP} = a + b_3\text{AC} + b_5\text{SM} + b_4\text{KD} + e$$

Keterangan :

NP = Nilai Perusahaan

AC = *Agency Cost*

KD = Kebijakan Dividen

SM = Struktur Modal

a = Konstanta

b = Koefisien regresi

e = Variabel tidak terdefinisi oleh alat analisis (*error disturbance*).

D. HASIL DAN PEMBAHASAN

1. Diskripsi Data penelitian

Data diskripsi sampel dari seluruh variabel dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

Tabel 1. Diskripsi Data Penelitian

Keterangan	N	Minimum	Maximum	MEAN	Standart Deviation
Nilai perusahaan	75	0,17	8,80	1,7700	1,31282
Struktur Modal	75	0,27	16,53	5,3496	4,52015
Kebijakan Dividen	75	4,51	97,69	42,0015	22,55086
Cost Agency (Collas)	75	0,26	21,90	3,6088	4,79450
Cost Agency (FCF)	75	0,10	22,36	3,5371	3,96200
Cost Agency (Insider)	75	0,00	67,46	2,2643	17,67697

Sumber: data diolah 2012

Dari tabel 1. menunjukkan bahwa rata-rata perusahaan yang terdaftar di BEI dalam keadaan tumbuh karena rata-rata PBV diatas satu. Rata-rata pembagian dividen hampir 42%, namun range data minimum dan maksimum lebar artinya ada perusahaan yang membagikan deviden terlalu tinggi (97%) ada yang terlalu rendah (4,5%). Perusahaan rata-rata menggunakan

hutang 5,34% dari pada modal sendiri, berarti perusahaan perusahaan banyak menggunakan modal sendiri.

Sedangkan *net fixed asset* yang dijamin rata-rata 3,5% dari total aktiva. Rasio aliran kas bebas rata-rata 3,5%. Sedangkan kepemilikan saham oleh insider rata-rata 6%.

2. Pengujian Kesesuaian Model

Pengujian kesesuaian model dengan melihat nilai dari **R-Square** dan **signifikansi F**. Nilai R Square menjelaskan kemampuan variabel-variabel independen di dalam mempengaruhi variabel dependen, dan signifikansi F

menjelaskan tingkat keyakinan bahwa model tersebut sesuai (*Goodness of Fit*).

Hasil pengujian persamaan regresi 1, 2 dan 3, menunjukkan adanya kesesuaian model dari persamaan regresi 1, 2, dan 3 memiliki tingkat signifikansi kurang dari 1 %. Lihat tabel 2.

Tabel 2. Goodness of Fit dari Persamaan Regresi 1, 2, dan 3

Keterangan	R ²	F-test	Signifikansi	Kesimpulan
Persamaan regresi 1	0,175	6,241	0,001	Goodness of Fit
Persamaan regresi 2	0,415	14,133	0,000	Goodness of Fit
Persamaan regresi 3	0,344	8,758	0,000	Goodness of Fit

3. Hasil Regresi

Dari hasil olah data *SPSS 15 for Windows* diperoleh hasil pengujian **persamaan regresi 1** adalah : $DPR = 46,681 + 8,758 \text{ LOG-COLLAS} - 8,822 \text{ LN-FCF} - 0,103 \text{ INSD}$.

Hasil pengujian **Persamaan regresi 2** adalah $DER = 1,089 - 0,044 \text{ LOG-COLLAS}$

$- 0,372 \text{ LN-FCF} + 0,002 \text{ INSD} - 0,007 \text{ DPR}$.

Hasil pengujian **Persamaan regresi 3** adalah $PBV = 0,084 - 0,412 \text{ LOG-COLLAS} + 0,578 \text{ LN-FCF} - 0,015 \text{ INSD} + 0,013 \text{ DPR} + 1,884 \text{ LOG-DER}$. (lihat tabel 3).

Tabel 3. Gabungan Koefisien-koefisien persamaan Regresi 1, 2 dan 3

Variabel	DPR	Sig.	DER	Sig.	PBV	Sig.
Konstanta	46,681	0,000	1,089	0,000	0,084	0,863
INSD	-0,103	0,466	0,002	0,50	-0,015	0,040
LnFCF	-8,822	0,000	-0,372	0,000	0,578	0,002
LogCOLLAS	8,758	0,129	-0,044	0,697	-0,412	0,176
DPR	-	-	-0,007	0,002	0,013	0,051
LogDER	-	-	-	-	1,884	0,000
PBV	-	-	-	-	-	-
R ²	17,5%	-	41,5%	-	34,4%	-
F-test	6,241	0,000	14,13	0,000	8,758	0,000
Prob.baku	5%	5%	5%	5%	5%	5%

4. Pengujian Hipotesis

Pengujian hipotesis dilakukan untuk menjawab pertanyaan riset.

Penelitian ini menguji beberapa hipotesis yang dikembangkan dari penelaahan pustaka dan hasil riset sebelumnya antara lain teori *Agency* dari Jensen (1976), *Trade-Off Theory & Pecking Order Theory*, (Myers (1984), Modigliani dan Miller dengan teori struktur modalnya, *Bird-in-the-hand theory* dari Gordon.

Hipotesis 1a: Agency cost (INSD) berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen

Hipotesis 1b: Agency cost (FCF) berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen

Hipotesis 1c: Agency cost (Collas) berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen

Secara statistik *agency cost* dengan proksi **kepemilikan saham oleh insider (INSD) berpengaruh negatif** dengan tingkat signifikansi sebesar 46,6% terhadap kebijakan dividen. Karena tingkat signifikansi hitung (46,6)% lebih besar dari tingkat signifikansi standart yang ditetapkan dalam penelitian ini (5%), maka berdasarkan

hasil pengujian secara statistik INSD tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen. **Jadi hipotesis pertama (H_{1a}) untuk proksi INSD ditolak**

Secara statistik *agency cost* dengan proksi **rasio aliran kas bebas (FCF) berpengaruh negatif** dengan tingkat signifikansi sebesar 0% terhadap kebijakan dividen, sehingga FCF berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan dividen. **Jadi hipotesis pertama (H_{1b}) untuk proksi FCF diterima.**

Hasil pengujian hipotesis secara statistik *agency cost* dengan proksi **rasio aktiva yang dapat dijaminkan (collas) berpengaruh positif** dengan tingkat signifikansi sebesar 12,9% terhadap kebijakan dividen, sehingga collas tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen. **Jadi hipotesis pertama (H_{1c}) untuk proksi collas ditolak.**

Hipotesis 2a: *Agency cost* (INSD) berpengaruh negatif terhadap struktur modal

Hipotesis 2b: *Agency cost* (FCF) berpengaruh negatif terhadap kebijakan struktur modal

Hipotesis 2c: *Agency cost* (Collas) berpengaruh negatif terhadap struktur modal

Secara statistik *agency cost* dengan proksi **kepemilikan saham oleh insider (INSD) berpengaruh negatif** dengan tingkat signifikansi sebesar 50% terhadap kebijakan struktur modal. INSD tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen. **Jadi hipotesis kedua (H_{2a}) untuk proksi INSD ditolak.**

Secara statistik *agency cost* dengan proksi **rasio aliran kas bebas (FCF) berpengaruh negatif** dengan tingkat signifikansi sebesar 0% terhadap kebijakan struktur modal. FCF berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan struktur modal. **Jadi hipotesis kedua (H_2) untuk proksi FCF diterima.**

Hasil pengujian hipotesis 2, secara statistik *agency cost* dengan proksi **rasio ktiva yang dapat dijaminkan (collas) berpengaruh negatif**

dengan tingkat signifikansi sebesar 69,7% terhadap kebijakan struktur modal. Sehingga collas tidak berpengaruh terhadap kebijakan struktur modal. **Jadi hipotesis kedua (H_{2c}) untuk proksi collas ditolak**

Hipotesis 3a: *Agency cost* (INSD) berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan

Hipotesis 3b: *Agency cost* (FCF) berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan

Hipotesis 3c: *Agency cost* (Collas) berpengaruh terhadap nilai perusahaan

Secara statistik *agency cost* dengan proksi **kepemilikan saham oleh insider (INSD) berpengaruh negatif** dengan tingkat signifikansi sebesar 4% terhadap nilai perusahaan, maka berdasarkan hasil pengujian secara statistik INSD berpengaruh negatif signifikan terhadap nilai perusahaan. **Jadi hipotesis ketiga (H_{3a}) untuk proksi INSD ditolak, karena arahnya tidak sama.**

Secara statistik *agency cost* dengan proksi **rasio aliran kas bebas (FCF) berpengaruh positif** dengan tingkat signifikansi sebesar 0,2% terhadap nilai perusahaan. FCF berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. **Jadi hipotesis ketiga (H_{3b}) untuk proksi FCF, diterima.**

Hasil pengujian hipotesis 3, secara statistik *agency cost* dengan proksi **rasio aktiva yang dapat dijaminkan (collas) berpengaruh negatif** dengan tingkat signifikansi sebesar 17,6% terhadap nilai perusahaan, maka collas tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. **Jadi hipotesis ketiga (H_{3c}) untuk proksi collas ditolak.**

Hipotesis 4: Struktur Modal berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan

Hasil pengujian hipotesis 4, secara statistik **kebijakan struktur modal berpengaruh positif** dengan tingkat signifikansi sebesar 0% terhadap nilai perusahaan, maka struktur modal yang diukur dengan *debt to equity ratio*

berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. **Jadi hipotesis keempat (H_4) dapat disimpulkan diterima.**

Hipotesis 5: Kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan

Hasil pengujian hipotesis 5, secara statistik **kebijakan dividen berpengaruh positif** dengan tingkat signifikansi sebesar 5,1% terhadap nilai perusahaan. Maka kebijakan dividen yang diukur dengan *dividen payout ratio* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. **Jadi hipotesis kelima (H_5) dapat disimpulkan diterima.**

Hipotesis 6: Kebijakan dividen berpengaruh negatif terhadap struktur modal

Hasil pengujian hipotesis 6, secara statistik **kebijakan dividen berpengaruh negatif** dengan tingkat signifikansi sebesar 0,2% terhadap kebijakan struktur modal. Maka kebijakan dividen berpengaruh negatif terhadap kebijakan struktur modal. **Jadi hipotesis keenam (H_6) dapat disimpulkan diterima.**

Hipotesis 7a: Agency cost (INSD) berpengaruh terhadap nilai perusahaan melalui struktur modal

Hipotesis 7b: Agency cost (FCF) berpengaruh terhadap nilai perusahaan melalui struktur modal

Hipotesis 7c: Agency cost (Collas) berpengaruh terhadap nilai perusahaan melalui struktur modal

Hipotesis ketujuh membahas tentang adanya mediasi antar variabel *agency cost* terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan struktur modal. Bila persamaan regresi 1,2 dan 3 digabungkan dalam satu diagram akan diperoleh hasil analisis jalur (*path analysis*).

Penjelasan Analisis Mediasi *agency cost* (yang terdiri atas kepemilikan saham oleh insider dan rasio aktiva yang dapat dijamin) terhadap nilai perusahaan dengan kebijakan struktur modal sebagai mediasi adalah

sebagai berikut : berdasarkan uji statistik kepemilikan saham oleh insider dan rasio aktiva yang dapat dijamin berpengaruh negatif dan tidak signifikan (karena tingkat signifikansi > 5%) terhadap struktur modal dan nilai perusahaan, berarti secara statistik tidak berpengaruh. Sehingga H_{7a} dan c ditolak.

Sedangkan aliran kas bebas secara statistik berpengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal, dan berpengaruh positif signifikan secara statistik terhadap nilai perusahaan. Struktur modal secara statistik berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan (sesuai dengan *trade-off theory*). **Berarti Struktur modal memediasi pengaruh antara *agency cost* (aliran kas bebas) terhadap nilai perusahaan. Sehingga hipotesa ketujuh (H_{7b}) diterima untuk *agency cost* dengan proksi rasio aliran kas bebas.**

Besar pengaruh langsung rasio aliran kas bebas terhadap nilai perusahaan, sebesar **0,578**; sedangkan pengaruh tidak langsung **-0,70085 (0,372 x 1,884)**). Jadi dapat disimpulkan bahwa total pengaruh sebenarnya adalah sebesar **-0,12285** {0,578 + (-0,70085)}. Hubungan Aliran kas bebas terhadap struktur modal dan kemudian terhadap nilai perusahaan merupakan *Full Mediasi*, karena hubungan langsung maupun tidak langsung antara *agency cost* (FCF) terhadap nilai perusahaan melalui struktur modal semua signifikan. Hubungan langsung (FCF – NP) lebih besar dibandingkan hubungan tidak langsung (FCF-SM-NP).

Hipotesis 8a: Agency cost (INSD) berpengaruh terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan dividen

Hipotesis 8b: Agency cost (FCF) berpengaruh terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan dividen

Hipotesis 8c: Agency cost (Collas) berpengaruh terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan dividen

Penjelasan Analisis Mediasi *agency cost* (Gambar 1) (yang terdiri atas kepemilikan saham oleh *insider* dan

rasio aktiva yang dapat dijamin serta rasio aliran kas bebas) terhadap nilai perusahaan dengan kebijakan dividen sebagai mediasi adalah sebagai berikut : berdasarkan uji statistik kepemilikan saham oleh *insider* dan rasio aktiva yang dapat dijamin tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Sedangkan rasio aliran kas bebas berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen. Kepemilikan saham berpengaruh negatif signifikan terhadap nilai perusahaan, aliran kas bebas berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan, dan *collas* berpengaruh negatif tetapi tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. Sehingga H_{8a} dan c ditolak.

Sedangkan aliran kas bebas secara statistik berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan dividen, dan berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan. Kebijakan dividen secara statistik berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan. Berarti kebijakan dividen memediasi pengaruh antara *agency cost* (FCF) terhadap nilai perusahaan. **Sehingga hipotesis kedelapan (H_{8b}) diterima untuk *agency cost* dengan proksi aliran kas bebas (FCF).**

Temuan dari hasil statistik bahwa kebijakan dividen memediasi hubungan antara *agency cost* rasio aliran kas bebas) terhadap nilai perusahaan. Adapun **pengaruh langsung FCF terhadap nilai perusahaan sebesar 0,578. Sedangkan pengaruh tidak langsung sebesar -0,114686** (-8,822 x -0,013). Sehingga total pengaruh FCF terhadap struktur modal adalah $0,578 + (-0,114686) = 0,4463314$. Hubungan FCF, kebijakan dividen dan nilai perusahaan disebut sebagai *full mediasi*.

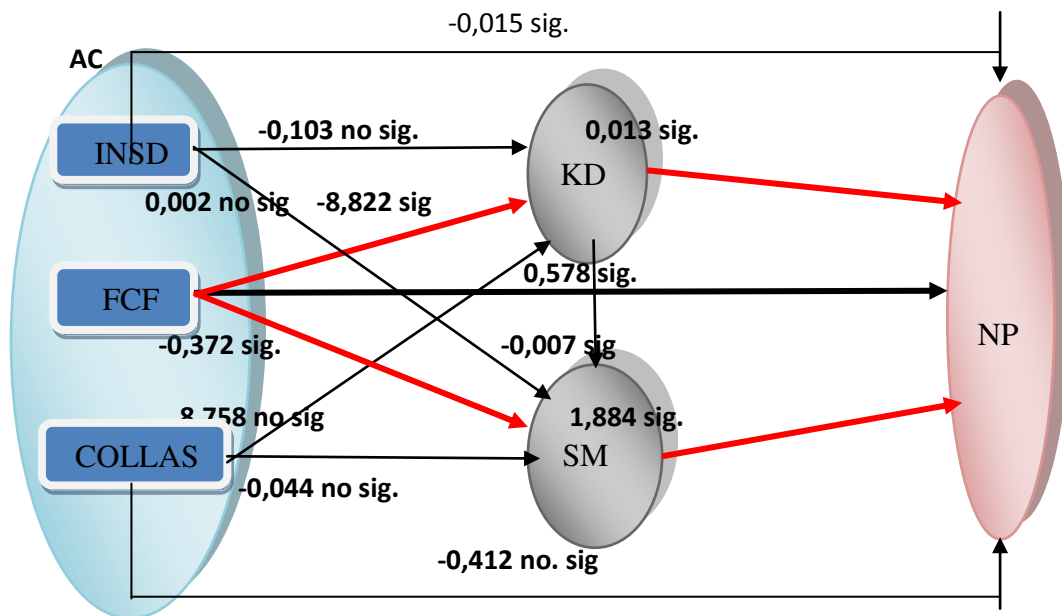
Pembahasan

Berdasarkan kesimpulan hasil analisis penelitian terdahulu, maka

dapat dibuat implikasi yang berupa implikasi teoritis dan implikasi manajerial.

Pertama, *Agency cost* dengan proksi kepemilikan saham oleh insider (INSD) secara langsung tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen, penelitian ini mendukung penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Sugeng (2009), Wahyudi dan Pawestri (2007), tetapi tidak mendukung penelitian sebelumnya yang dilakukan Mollah (2000) dan Sari (2005). INSD tidak berpengaruh terhadap struktur modal, penelitian ini tidak mendukung penelitian sebelumnya dari Paramu (2009), dan Wahyudi dan Pawestri (2007), dan tidak sesuai teori *agency*. INSD berpengaruh negatif signifikan terhadap nilai perusahaan, penelitian ini tidak mendukung penelitian yang dilakukan oleh Wahyudi dan Pawestri (2007) yang memiliki pengaruh positif. Hasil ini juga mendukung *agency theory* dari Jensen, semakin tinggi kepemilikan saham oleh insider menyebabkan penurunan nilai saham, berarti manajemen bertindak sesuai kepentingannya sendiri, kurang memperhatikan kemakmuran pemegang saham, sehingga dalam hal ini semakin besar konflik *agency* yang timbul.

Kepemilikan saham oleh *insider* merupakan salah satu proksi *agency cost* untuk konflik antara pihak manajemen dengan para pemegang saham. Kepemilikan saham oleh *insider* berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap kebijakan dividen, berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap struktur modal dan berpengaruh negatif signifikan terhadap nilai perusahaan pada tingkat signifikansi 5%. Arah negatif kepemilikan saham oleh *insider* menunjukkan bahwa kepemilikan saham oleh *insider* yang lebih tinggi akan menghasilkan *agency problem*



Gambar 1.
Analisa Jalur Model Empirik Penelitian

yang lebih rendah, sehingga dividen yang dibagi akan lebih rendah pula.

Menurut teori *agency*, saat *insider* memiliki persentase kepemilikan saham lebih rendah (atau jumlah kepemilikan saham yang lebih besar dikuasai oleh *outsider*) perusahaan akan membagi dividen lebih tinggi dalam rangka pengawasan dan *bonding package* guna mengurangi *agency cost*. Hal ini disebabkan karena jika persentase kepemilikan saham lebih banyak dimiliki oleh insider, dimana hal ini berarti pengaruh *outsider* kecil, maka insider tersebut biasanya akan meningkatkan keuntungan bagi mereka sendiri (misal: menaikkan gaji direktur, gaji karyawan, bonus dan lain-lain), daripada membagi dividen. Arah pengaruh yang negatif INSD terhadap kebijakan dividen dan struktur modal serta pengaruh negatif insider terhadap nilai perusahaan dalam penelitian ini sesuai pendapat Jensen *et al.* (1992). Tidak signifikannya pengaruh insider terhadap kebijakan dividen dan struktur modal disebabkan karena terbatasnya sampel, hanya 20% perusahaan yang dijadikan sampel memiliki insider.

Arah negatif *insider ownership* terhadap struktur modal berarti semakin tinggi *biaya agency* semakin rendah proporsi hutang dalam struktur modal dan

berarti juga bahwa proposi ekuitas dalam struktur modal semakin meningkat.

Demikian juga *insider ownership* berpengaruh negatif signifikan terhadap nilai perusahaan. Berarti aktivitas monitoring terhadap para manajer tidak dilakukan secara efisien sehingga para pemilik perusahaan memiliki keyakinan tinggi bahwa manajer mementingkan dirinya.

Kedua, *Agency cost* dengan proksi aktiva yang dijamin (Collas) tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen, penelitian ini mendukung penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Sari (2005), tidak mendukung penelitian Mollah (2000). Collas tidak berpengaruh terhadap struktur modal. Hasil ini tidak mendukung penelitian Paramu (2006), dan Moh'd *et al.*, (1998). Collas tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan, penelitian ini tidak mendukung penelitian yang dilakukan oleh Wahyudi dan Pawestri (2007), tetapi mendukung penelitian Fachrudin (2011).

Rasio aktiva yang dapat dijamin merupakan proksi dari *agency cost* untuk konflik antara para pemegang saham dengan para pemegang obligasi. Tanda koefisien positif terhadap kebijakan dividen menunjukkan bahwa perusahaan yang memiliki lebih banyak aktiva yang dapat dijamin akan memiliki lebih

sedikit *agency problem* antara pemegang saham dengan para pemegang obligasi yang selanjutnya akan menuntun ke tingkat pembagian dividen yang lebih tinggi. Collas memiliki arah negatip terhadap struktur modal dan nilai perusahaan, artinya semakin tinggi aktiva yang dapat dijamin semakin menurunkan debt financing dan nilai perusahaan, berarti lebih banyak menggunakan ekuitas, dan manajer kurang optimal dalam memikirkan kesejahteraan pemegang saham, karena hubungan dan pengaruh Collas terhadap kebijakan dividen, struktur modal dan nilai perusahaan tidak berpengaruh signifikan pada tingkat signifikansi 5%. Hal ini tidak mendukung teori *agency* dari Jensen.

Ketiga, *Agency cost* dengan proksi aliran kas bebas (*Free Cash Flow/FCF*) secara langsung berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan dividen, penelitian ini tidak mendukung penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Mollah *et al.* (2000), Sari (2005). *FCF* berpengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal, penelitian ini mendukung penelitian sebelumnya dari Paramu (2006), dan sesuai pendapat Jensen (1986), dan *FCF* berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan, arah positif hasil penelitian ini secara teoritis, sesuai teori *agency* yang dikemukakan Jensen (1986).

Arah negatif pengaruh *FCF* terhadap kebijakan dividen menunjukkan bahwa perusahaan yang memiliki lebih banyak aliran kas bebas akan membagikan dividen yang lebih rendah. Menurut *teori agency* Jensen (1986), semakin besar *free cash flow* di perusahaan akan membuka kesempatan bagi *agent* untuk mementingkan dirinya sehingga akan mengurangi dividen yang bisa dibagikan. Sedangkan arah negatif *FCF* terhadap struktur modal menunjukkan bahwa perusahaan yang memiliki lebih banyak aliran kas bebas akan lebih baik digunakan untuk mengurangi utang dan lebih banyak menggunakan dana dari ekuitas guna mengurangi kemungkinan dana-dana tersia-siakan pada proyek-proyek yang tidak dapat menghasilkan profit (Jensen, 1986).

Manajemen akan semakin berhati-hati dalam melakukan peminjaman, sebab jumlah hutang yang terlalu tinggi akan menimbulkan risiko financial distress sehingga nilai perusahaan akan menurun. Jumlah utang yang melewati titik optimalnya akan membuat penghematan pajak dari penggunaan utang lebih rendah dari pada nilai sekarang dari financial distress dan *agency cost* (model *trade off*). Sedangkan arah positif *FCF* terhadap nilai perusahaan berarti bahwa semakin tinggi *FCF* yang dimiliki perusahaan semakin kecil *agency problem* sehingga manajer berupaya meningkatkan keuntungan bagi para pemegang saham. Hal ini mendukung teori *agency* dari Jensen.

Keempat, Pengaruh kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan adalah positif signifikan. Hasil penelitian ini tidak mendukung penelitian sebelumnya yang dilakukan Wahyudi dan Pawestri (2007), Gultom (2008), Mardi (2008), dan Hasnawati (2005). Hasil penelitian ini mendukung hipotesis kebijakan dividen relevan yang menyatakan bahwa dividen yang tinggi dapat meningkatkan nilai perusahaan dan hasil ini tidak sejalan dengan Gordon (1962) dalam Brigham dan Gapenski, 1996:438) tentang *bird in the hand theory*, bahwa pemegang saham lebih menyukai dividen yang tinggi karena memiliki kepastian yang tinggi dibandingkan capital gain. Peningkatan dividen dilakukan untuk memperkuat posisi perusahaan dalam mencari tambahan dana dari pasar modal dan perbankan. Dividen mengandung informasi atau sebagai isyarat (*signal*) akan prospek perusahaan. (Rozeff, 1982)

Kelima, Struktur modal dalam penelitian ini mempunyai pengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian ini mendukung penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Wahyudi dan Pawestri (2007), Gultom (2008), Sudiyatno dan Elen (2010) dan Hasnawati (2005), tetapi tidak mendukung penelitian yang dilakukan Sriwardhany (2006), dan Fachrudin (2011). Hasil penelitian ini juga sesuai dengan *Trade off*

Theory yang menyatakan bahwa struktur modal mempengaruhi nilai perusahaan, Myers (1984).

Arah positif pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan menunjukkan bahwa penggunaan hutang semakin besar dapat menaikkan nilai perusahaan. Proporsi hutang dapat berpengaruh positif dan negatif terhadap fluktuasi harga saham (nilai perusahaan). Namun pada titik tertentu peningkatan hutang akan menurunkan nilai perusahaan karena manfaat yang diperoleh dari penggunaan hutang lebih kecil daripada biaya yang ditimbulkannya, mendukung (*teori Trade-Off*). Oleh karena itu, kebijakan manajerial lebih diarahkan pada kebijakan struktur modal yang optimal, agar nilai perusahaan meningkat.

Keenam, Kebijakan dividen berpengaruh negatif signifikan pada tingkat signifikansi 5%, terhadap struktur modal. Hasil penelitian ini tidak mendukung *Pecking Order Theory* dimana dalam melakukan pembiayaan, perusahaan berdasarkan pada urutan dari laba yang ditahan, kemudian hutang dan yang terakhir adalah emisi saham baru. Penelitian ini mendukung penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Paramu (2006), tidak mendukung penelitian Mardi (2008).

Ketujuh, Kebijakan struktur modal memediasi hubungan antara *agency cost* (dengan proksi FCF) terhadap nilai perusahaan. FCF berpengaruh positif signifikan secara langsung terhadap nilai perusahaan. FCF berpengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal, sedangkan struktur modal berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan. Berarti FCF berpengaruh terhadap nilai perusahaan secara langsung dan tidak langsung. FCF yang tinggi dalam perusahaan akan menurunkan *agency problem*, FCF yang tinggi bisa digunakan untuk mengurangi hutang. Sehingga manajer dalam hal ini *agent* lebih berhati-hati dalam mengambil keputusan, tidak hanya mementingkan dirinya sendiri, akan tetapi juga *bondholders* dan pemegang saham. Dalam penelitian ini mem-

berikan hasil yang dapat digunakan perusahaan bahwa FCF yang tinggi bisa menaikkan nilai perusahaan melalui struktur modal (utang) yang semakin berkurang, karena kenyataan dari hasil analisis meningkatkan nilai perusahaan, berarti manajer tidak mementingkan dirinya sendiri tapi juga untuk meningkatkan kemakmuran para pemegang saham. Hal ini sesuai dengan teori *agency* dari Jensen dan *trade-off theory*.

Kedelapan, Kebijakan dividen memediasi hubungan antara *agency cost* (dengan proksi FCF) terhadap nilai perusahaan. FCF berpengaruh positif signifikan secara langsung terhadap nilai perusahaan. FCF berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan dividen, sedangkan kebijakan dividen berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan. Berarti FCF berpengaruh terhadap nilai perusahaan secara langsung dan tidak langsung (*Full Mediasi*). FCF yang tinggi dalam perusahaan akan menurunkan *agency problem*, FCF yang tinggi bisa mengurangi *cost agency* sehingga menurunkan *agency problem*. FCF yang tinggi akan menurunkan dividen yang dibagikan kepada pemegang saham, namun karena dengan FCF yang tinggi tadi dapat meningkatkan nilai perusahaan, sehingga manajemen dalam hal ini sebagai *agent* tidak mementingkan kepentingan sendiri. Sehingga manajer dalam hal ini *agent* lebih berhati-hati dalam mengambil keputusan, tidak hanya mementingkan dirinya sendiri, akan tetapi juga *bondholders* dan pemegang saham. Dalam penelitian ini memberikan hasil yang dapat digunakan perusahaan bahwa FCF yang tinggi bisa menaikkan nilai perusahaan.

E. KESIMPULAN, KETERBATASAN, DAN SARAN

Kesimpulan

1. *Agency cost* dengan proksi kepemilikan saham oleh *insider* (INSD), berpengaruh negatif tidak signifikan pada tingkat signifikansi 5% terhadap kebijakan dividen. *Agency cost* dengan proksi rasio aktiva yang dapat dijamin

- (Collas), berpengaruh positif tidak signifikan pada tingkat signifikansi 5% terhadap kebijakan dividen. *Agency cost* dengan proksi rasio aliran kas bebas (FCF), berpengaruh negatif signifikan pada tingkat signifikansi 1% terhadap kebijakan dividen pada perusahaan jasa keuangan perbankan yang terdaftar di BEI tahun 2005 – 2010.
2. *Agency cost* dengan proksi kepemilikan saham oleh *insider* (INSD), berpengaruh positif tetapi tidak signifikan pada tingkat signifikansi 5% terhadap kebijakan struktur modal. *Agency cost* dengan proksi rasio aktiva yang dapat dijamin (Collas), berpengaruh negatif tetapi tidak signifikan pada tingkat signifikansi 5% terhadap kebijakan struktur modal. *Agency cost* dengan proksi rasio aliran kas bebas (FCF), berpengaruh negatif signifikan pada tingkat signifikansi 1% terhadap kebijakan struktur modal pada perusahaan jasa keuangan perbankan yang terdaftar di BEI tahun 2005 – 2010.
 3. *Agency cost* dengan proksi kepemilikan saham oleh *insider* (INSD), berpengaruh negatif signifikan pada tingkat signifikansi 5% terhadap nilai perusahaan. *Agency cost* dengan proksi rasio aktiva yang dapat dijamin (Collas), berpengaruh negatif tetapi tidak signifikan pada tingkat signifikansi 5% terhadap nilai perusahaan. *Agency cost* dengan proksi rasio aliran kas bebas (FCF), berpengaruh positif signifikan pada tingkat signifikansi 5% terhadap nilai perusahaan pada perusahaan jasa keuangan perbankan yang terdaftar di BEI tahun 2005 – 2010.
 4. Kebijakan dividen berpengaruh positif signifikan dengan tingkat signifikansi 5% terhadap nilai perusahaan pada perusahaan jasa keuangan dan perbankan yang terdaftar di BEI tahun 2005 – 2010.
 5. Kebijakan struktur modal berpengaruh positif signifikan dengan tingkat signifikansi 1% terhadap nilai perusahaan pada perusahaan jasa keuangan dan perbankan yang terdaftar di BEI tahun 2005 – 2010.
 6. Kebijakan dividen berpengaruh negatif signifikan dengan tingkat signifikansi 1% terhadap struktur modal pada perusahaan jasa keuangan dan perbankan yang terdaftar di BEI tahun 2005 – 2010.
 7. Struktur modal memediasi hubungan antara *agency cost* (rasio aliran kas bebas) terhadap nilai perusahaan.
 8. Kebijakan dividen memediasi hubungan antara *agency cost* (rasio aliran kas bebas) dengan nilai perusahaan. Kebijakan dividen memediasi hubungan antara *agency cost* (rasio aliran kas bebas) dengan struktur modal.
 9. Untuk uji secara simultan pengaruh *agency cost* (kepemilikan saham oleh *insider*, rasio aliran kas bebas, dan rasio aktiva yang dapat dijamin), kebijakan dividen dan struktur modal terhadap nilai perusahaan signifikan pada tingkat signifikansi satu persen (1%), dengan koefisien determinasi (R^2) sebesar 34,4%

KETERBATASAN

1. Penelitian ini hanya mengambil industri jasa Keuangan dan Perbankan yang terdaftar di BEI yang mengeluarkan dividen antara tahun 2005 sampai 2010 sebagai obyek dan sampel penelitian
2. Penelitian ini hanya meneliti variabel-variabel *agency cost* (yang terdiri kepemilikan saham oleh *insider*, rasio aliran kas bebas dan rasio aktiva yang dapat dijamin); kebijakan dividen (*dividend payout ratio*), dan struktur modal (*debt to equity ratio*), yang mempengaruhi nilai perusahaan (*price book value*).
3. Dalam penelitian ini, data untuk kepemilikan saham oleh *insider* terbatas sesuai data apa adanya dari laporan ICMMD tahun 2005 - 2010, karena hanya 20% dari seluruh sampel yang memiliki *insider*, sehingga proksi kepemilikan saham oleh *insider* tidak signifikan.
4. Penelitian ini tidak membandingkan hasil regresi antar tahun karena terbatasnya data

SARAN

1. Penelitian mendatang diharapkan untuk memperhitungkan jenis industri perusahaan dan membandingkan antar industri perusahaan, sehingga dapat diketahui perbedaannya.
2. Penelitian mendatang diharapkan memasukkan variabel lain seperti kepemilikan institusional, kepemilikan publik, pada industri yang sama yaitu keuangan dan perbankan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.
3. Penelitian mendatang diharapkan menggunakan *dividen tunai* tahun berjalan dan laba bersih tahun berjalan untuk menilai proksi *dividend payout ratio* dan rasio aliran kas bebas, pada industri yang sama yaitu keuangan dan perbankan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.
4. Penelitian mendatang diharapkan bisa membandingkan hasil model regresi antar tahun.

DAFTAR PUSTAKA

- Allayannis, George, Gregory W Brown dan Leora F. Klapper, 2003, "Capital Struktur and Financial Risk; Evidence From Foreign Debt Use East Asia", *The Journal of Finance*. 58(6), pp. 2667-2709
- Agrawal dan N. Jayaraman, 1994, *The Dividend Policies of All-Equity Firm; A Direct Test off The Free Cash Flow Theory, Managerial and Decision Economics*; 15, pp. 139-148
- Atmaja, Lukas Setia, 2001, *Manajemen Keuangan*, Edisi Revisi, Andi Offset Yogyakarta.
- Alli, K., Khan, Q. Dan Ramirez, G, 1993, "Determinants of Corporate Dividend Policy: A Factorial Analysis", *The Financial Review*, 28, pp. 523-547.
- Barclay, M. J., C. W. Smith dan R. L. Watts, 1995, "The Determinants of Corporate Leverage and Dividend Policies", *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 7, pp.4-19.
- Brigham, Eugene F dan Joel F Houston, 2001. *Fundamental of Financial Management*, Jilid 1 dan 2, Edisi kesepuluh, Salemba Empat
- Brigham, Eugene F dan Louis C. Gapenski, 1996, *Intermediate Financial Management*, Florida: The Dryden Press.
- Crutchley, C., dan R. Hansen, 1989, "A Test of the Agency Theory of Managerial Ownership, Corporate Leverage, and Corporate Dividend", *Financial Management*, 18, pp. 36-46.
- Easterbrook, F. H., 1984, "Two Agency Cost Explanations of Dividends", *American Economic Review*, 74, pp.650-659.
- Fachrudin, Khaira Amalia, 2011, "Analisis Pengaruh Struktur Modal, Ukuran Perusahaan, dan Agency Cost terhadap Kinerja Perusahaan", *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*, Vol. 13. No. 1 Mei 2011: 37-46.
- Gujarati, Damodar N., 2007, *Dasar-dasar Ekonometrika*, Edisi ketiga, Erlangga.
- Gultom, Corry Margaretha dan Firman Syarif, 2009, "Pengaruh Kebijakan Leverage, Kebijakan Deviden dan Earning per Share terhadap Nilai Perusahaan pada Perusahaan Manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2004 – 2007", *Jurnal Akuntansi* 47, FE USU.
- Haryono, Slamet (2005), "Struktur Kepemilikan dalam Bingkai Teori Keagenan", *Jurnal Akuntansi dan Bisnis*, Vol. 5, No. 1, Pebruari 2005: 63 – 71.
- Holder *et al.*, 1998, "Dividend Policy Determinants: An Investigation of the Influences of Stakeholder Theory", *Financial Management*, Autumn.
- Hasnawati, Sri, 2005, "Implikasi Keputusan Investasi, Pendanaan dan Deviden terhadap Nilai Perusahaan Publik di Bursa Efek Jakarta", *Usahawan*: No. 09/Tb. XXXIX, September 2005
- Jensen, M. C., dan 'W. H. Meckling, 1976, "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and

- Ownership Structure”, *Journal of Financial Economics*, Vol 3, pp. 305-360.
- Jensen, M. C., 1986, The Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeover, *American Economic Review*, Vol.76, No. 2, pp. 323-329.
- Jensen, M. C, DP Solberg, dan TS Zom, 1992, “Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt and Dividend Policies”, *Journal of Financial and Quantative Analysis*, 27, pp. 247-263
- Kim, W.S., dan Sorensen E. H, 1986, “Evidence on The Impact of Agency Cost of Debt on Corporate Debt Policy”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*; 21, pp. 131-144.
- Lang, Larry H. P. dan Robert H. Litzenberzer, 1989, “Dividend AnnouncementsCash Flow Signalling vs. Free Cash Flow Hypothesis ?”, *Journal of Financial Economics*, 24, pp. 181-191.
- La Rocca, Mauritio, 2007, “The influence of corporate governance on the relation between capital structure and value”, *Corporate Governance*, Vol. 7 No. 3, pp. 312-325, Emerald Group Publishing Limited, ISSN 1472-0701.
- Loderer, C., 1999, “Financing & Capital Structure”, *Lecture Notes*, University of Bern.
- Mahadwartha, PA., dan J. Hartono, 2002, “Uji Teori Keagenan dalam Hubungan Interdependenci antara Kebijakan Hutang dengan Kebijakan Deviden”. *Simposium Nasional Akuntansi*, 6 September, Universitas Diponegoro, Semarang: 1-29.
- Mahadwartha, PA., 2003, “Predictability power of dividend policy and leverage policy to managerial ownership: an agency theory perspective”, *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*, Vol. 18, No. 3, 288-297.
- Mardi, Rina Walmiaty, 2008, “Pengaruh Struktur Aktiva, Profitabilitas dan kebijakan Dividen terhadap Struktur Pendanaan pada Industri Perbankan”, *Tesis*, USU Medan.
- Myers, S. C. dan N. S. Majluf, 1984, “Corporate Financing and Investment Decisions when Firms Have Information That Investors Do Not Have”, *Journal of Financial Economics*, 13, pp. 187-221.
- Miller, M., dan K. Rock, 1985, “Dividend Policy Under Asymmetric Information”, *Journal of Finance*, December, pp. 1031-1051.
- Miller, M. dan Modigliani, F., 1961, “Dividend Policy, Growth and The Valuation of Shares”, *Journal of Business*, vol. 34, pp. 411-433.
- Miller, M. dan Modigliani, F., 1958, “The Cost of Capital, Corporation Finance and The Theory of Investment”, *The American Economic Review*, Vol. 48 No. 3, pp. 267-297.
- Mollah, A.S., Keasey, K. and Short, H., 2000, “The Influence of Agency Costs on Dividend Policy in an Emerging Market: Evidence from the Dhaka Stock Exchange”, *The Financial Review*, November: 523-547
- Moh’d MA., dan Rimbey, 1998, “The Impact of Ownership structure on corporate debt policy: A Time- Series Cross-Sectional Analysis”, *Financial Review*, Vol. 33, pp. 85-99.
- Paramu, Hadi, 2006, Determinan Struktur Modal: “Studi Empiris pada Perusahaan Publik di Indonesia”, *Usahawan no. 11 TH XXXV*, Jember
- Rozeff, M. S., 1982, “Growth, Beta and Agency Costs as Determinants of Dividen Payout Ratios”, *Journal of Financial Research*, Vol.5, pp.249-259.
- Rozeff, M. S., 1992, “How Companies set their Dividend-Payout Ratios, in: Stern, J. M. and Chew, D. H., *The Revolution in Corporate Finance*”, Black-well Publishers, Oxford, pp.322.
- Saxena, A K., 1999, “The Detenninants of Dividend Payout Policy: Regulated vs Unregulated Firms”,

- <http://www.westga.edu-bquest/1999/payout.html>, 8/4i2003 7:40 am.
- Sari, Novi Kartika (2005), "Pengaruh Agency Cost terhadap Kebijakan Deviden Perusahaan-Perusahaan Di (BEJ) Bursa Efek Jakarta", *Tesis*, Program MM-UNS, Surakarta.
- Sugeng, Bambang, 2009, "Pengaruh Struktur Kepemilikan dan Struktur Modal terhadap Kebijakan Inisiasi Deviden di Indonesia", *Jurnal Ekonomi dan Bisnis tahun 14 Nomor 1, Maret 2009*, Universitas Negeri Malang.
- Spremman K.D., dan Gantenbein P., 2001, Theories and Determinants of Dividend Policy., *Financial Management*, 24, pp. 51-81.
- Stice, Earl K., James D Stice dan Fred Skousen, 2004, *Akuntansi Keuangan Menengah*, Edisi Kedua, Salemba Empat, Jakarta
- Sudarma, (2004), "Pengaruh Struktur Kepemilikan Saham, Faktor Intern dan Ekstern terhadap Struktur Modal dan Nilai Perusahaan", *Desertasi tidak dipublikasikan*, Program Pasca Sarjana – Universitas Brawijaya Malang
- Sriwardhany, 2006, "Pengaruh Pertumbuhan Perusahaan terhadap Kebijakan Struktur Modal dan Dampaknya terhadap Perubahan Harga Saham pada Perusahaan Manufaktur Tbk." *Tesis*, USU Medan.
- Sudiyatno, Bambang dan Elen Puspitasari, 2010, "Pengaruh Kebijakan Perusahaan terhadap Nilai Perusahaan dengan Kinerja Perusahaan sebagai Variabel Intervening", *Dinamika Keuangan dan Perbankan*, Mei 2010, Hal:1 – 22, ISSN : 1979-4878.
- Taranto, M.A, 2002, Capital Structure and Market Reaction to Dividend Initiation, *Journal of Financial Rconomics* 5: 187-192
- Wahyudi, Untung dan Hartini Prasetyaning Pawestri, 2006, "Implikasi Struktur Kepemilikan terhadap Nilai Perusahaan dengan Keputusan Keuangan sebagai variabel intervening", *Simposium Nasional Akuntansi IX*, Padang
- Wahidahwati, 2002, "Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Institusional pada Kebijakan Hutang Perusahaan Sebuah Perspektif Theory Agency", *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia, Volume 5 Nomor 1 Halaman 1-6*.