Pengaruh Dividen dan Biaya Keagenan terhadap Nilai Perusahaan (Model Komparatif pada Perusahaan yang Menerapkan *Corporate Governance* dengan Intensitas Tinggi dan Rendah)

Isti Fadah

Fakultas Ekonomi Universitas Jember

Abstract: *The aims of the research are (1) to analysis the effect of dividend payment on corporate value, and (2) to analyze the effect of agency cost on corporate value. The sampling technique is purposive sampling. Secondary data is used in this research. It is from financial report like balance sheet, financial statement, and cash flow report. The data are obtained from Indonesian Stock Exchange database. Data analysis uses structural equation model (SEM), because the model has a ladder causality relationship and is able to analyze several variables relationship consisting of ownership structure, agency cost, risk, dividend payment and corporate value as latent variables. The result of the analysis for corporates that applied GCG with high intensity shows that ownership structure and free cash flow have significant effect on agency cost; besides, dividend payment and agency cost have significant effect on corporate value. For corporates that applied GCG with low intensity show that ownership structure and free cash flow have significant effect on dividend payment.*

Keywords: *dividend payment, agency cost and corporate value, good corporate governance*

Abstrak: Tujuan penelitian ini adalah (1) untuk menganalisis pengaruh pembayaran dividen terhadap nilai perusahaan (2) untuk menganalisis pengaruh biaya keagenan terhadap nilai perusahaan. Jenis data yang digunakan pada penelitian ini adalah data sekunder. Data diperoleh dari laporan keuangan seperti neraca, laporan laba rugi dan laporan arus kas. Laporan keuangan diperoleh dari Bursa Efek Indonesia. Teknik analisis data menggunakan analisis SEM atau analisis model struktural. Analisis SEM digunakan karena terdapat hubungan kausalitas yang berjenjang dan beberapa variabel seperti struktur kepemilikan, biaya keagenan, risiko, pembayaran dividen dan nilai perusahaan merupakan variabel laten. Hasil analisis pada perusahaan yang menerapkan GCG (tata kelola perusahaan yang baik) dengan intensitas tinggi menunjukkan bahwa struktur kepemilikan dan aliran kas bebas berpengaruh signifikan terhadap biaya keagenan. Pembayaran dividen dan biaya keagenan berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. pada perusahaan yang menerapkan GCG dengan intensitas rendah menunjukkan bahwa struktur kepemilikan dan aliran kas bebas berpengaruh signifikan terhadap pembayaran dividen.

Kata Kunci: pembayaran dividen, biaya keagenan, nilai perusahaan, tata kelola perusahaan yang baik

Kinerja Bursa Efek Indonesia salah satu indikator keberhasilannya dapat dilihat dari besarnya indeks harga saham gabungan (IHSG). Saat ini besarnya IHSG mencapai kisaran 3000 an, angka ini menunjukkan

bahwa perkembangan Bursa Efek Indonesia (BEI) cukup menggembirakan, namun dibalik kesuksesan itu ada fenomena lain yang menarik IHSG yang tinggi sebagian besar merupakan kontribusi dari transaksi penjualan saham-saham unggulan yang dikenal dengan kelompok saham-saham LQ 45, sedangkan saham-saham diluar kelompok tersebut kontribusinya sangat kecil.

Berdasarkan sudut pandang manajemen keuangan, tujuan perusahaan adalah memaksimalkan

Alamat Korespondensi:

*Isti Fadah, FE Universitas Jember Jurusan Manajemen
Jl. Kalimantan No. 37 Kampus Bumi Tegal Boto Jember
E-mail: istitatak@yahoo.co.id, HP: 0811350242*

kemakmuran para pemilik perusahaan (*share holder*). Tujuan ini sering diterjemahkan sebagai usaha untuk memaksimalkan nilai perusahaan. Untuk mencapai tujuan tersebut perusahaan dapat mengoptimalkan tiga keputusan strategis utama dalam mengelola perusahaan, yang meliputi keputusan investasi, keputusan pendanaan dan keputusan dividen. Kesejahteraan pemegang saham ditunjukkan melalui harga pasar saham perusahaan, yang merupakan refleksi dari keputusan investasi, pendanaan dan dividen. Namun dalam prakteknya tujuan tersebut sering tidak tercapai karena manajer memiliki tujuan sendiri yang bertentangan dengan tujuan atau kepentingan pemilik saham (Van Horne & Wachowicz, 1997). Manajer sebagai agen yang diangkat oleh prinsipal (*shareholder*) seharusnya bertindak atas nama *shareholder* untuk meningkatkan kesejahteraan para pemegang saham, tetapi seringkali para agen bertindak untuk kepentingannya sendiri demi keuntungan pribadi. Kondisi ini mengakibatkan ketidakselarasan antara kepentingan manajer dan pemegang saham yang disebut dengan konflik keagenan (*agency conflict*) (Brigham & Daves, 2004).

Teori keagenan mengacu kepada pemenuhan tujuan utama dari manajemen keuangan yaitu memaksimalkan kepentingan pemegang saham. Maksimalisasi kekayaan ini dilakukan oleh manajemen yang disebut sebagai *agent*. Ketidak mampuan atau keengganan manajemen untuk meningkatkan kekayaan pemegang saham menimbulkan apa yang disebut masalah keagenan (Jensen & Meckling, 1976).

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

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

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

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.

Mengacu pada latar belakang masalah di atas maka tujuan penelitian ini adalah sebagai berikut; untuk mengetahui, dan menganalisis secara mendalam struktur kepemilikan perusahaan publik pada dua kelompok perusahaan, yakni perusahaan dengan intensitas *corporate governance* tinggi dan rendah. Untuk mengetahui, dan menganalisis secara mendalam kebijakan dividen kas perusahaan publik pada dua kelompok perusahaan, yakni perusahaan dengan

intensitas *corporate governance* tinggi dan rendah. Untuk mengetahui, dan menganalisis secara mendalam biaya keagenan (*agency cost*) perusahaan publik. Untuk menganalisis dan mengkonfirmasi indikator pengukur variabel kebijakan dividen kas dan Biaya Keagenan (*Agency Cost*) pada dua populasi yang berbeda yakni perusahaan dengan intensitas *corporate governance* tinggi dan rendah. Untuk mengetahui, menguji dan menganalisis pengaruh variabel aliran kas bebas (*free cash flow*), variabel risiko dan struktur kepemilikan saham perusahaan terhadap kebijakan dividen kas pada perusahaan dengan intensitas *corporate governance* tinggi dan rendah. Untuk mengetahui, menguji dan menganalisis pengaruh variabel aliran kas bebas (*free cash flow*), variabel risiko dan struktur kepemilikan saham perusahaan terhadap biaya keagenan pada perusahaan dengan intensitas *corporate governance* tinggi dan rendah. Untuk mengetahui, menguji dan menganalisis pengaruh variabel kebijakan dividen kas terhadap nilai perusahaan pada perusahaan dengan intensitas *corporate governance* tinggi dan rendah, dan Untuk mengetahui, menguji dan menganalisis pengaruh variabel biaya keagenan (*agency cost*) terhadap nilai perusahaan pada dua populasi yang berbeda yakni perusahaan dengan intensitas *corporate governance* tinggi dan rendah.

Hasil penelitian Easterbook (1984) menemukan bahwa Dividen berfungsi menurunkan *agency cost* dengan mensejajarkan kepentingan-kepentingan para manajer dengan para investor. Sedangkan Cruthley & Hansen (1989) menemukan bahwa kepemilikan saham oleh manajemen, *leverage* dan dividen diputuskan secara serempak oleh para manajer untuk mengendalikan *agency cost*. Lebih lanjut hasil penelitian Mollah, *et al.* (2000) memperoleh bukti empiris bahwa insider *Ownership* dan *collateral asset* berpengaruh terhadap *dividend payout ratio* sedangkan *dispertion of ownership* tidak berpengaruh terhadap *dividend payout ratio*, fakta-fakta tersebut mendukung bukti bahwa *agency cost* berpengaruh terhadap *dividen policy*.

Kebijakan *Agency Cost* didasarkan pada hasil penelitian Dempsey & Laber (1992), Rozeff (1982), Schooley & Barney (1994) menyatakan bahwa hubungan antara *dividend yield* dengan CEO *stock ownership* adalah signifikan dan non monotonik,

kenaikan CEO *stock ownership* menurunkan *agency cost*, dan kenaikan CEO *stock ownership* menaikkan *dividend yield*. Hal ini menunjukkan bahwa model tersebut memiliki *explanatory power* yang tinggi dan memiliki stabilitas yang tinggi pula. Selanjutnya hasil penelitian Ang, *et al.* (2000) menemukan bahwa *Agency cost*:

- Secara signifikan lebih tinggi apabila outsider lebih besar dari pada insider yang manager perusahaan.
- Berhubungan terbalik dengan *manager's ownershipshare*.
- Naik sesuai dengan jumlah *nonmanager share holder*.
- Lebih rendah dengan monitoring yang lebih besar dari bank.

Bukti empiris yang lain mengenai determinan *dividend policy* ditemukan oleh Jong & Chris (2002) menyatakan bahwa; (1) Hasil penelitian konsisten dengan struktur yang pertama kali diputuskan perusahaan apakah ingin membayar *cash* atau tidak. (2) *Payout* ditentukan oleh *free cash flow*. (3) pilihan *dividen* atau *repurchase* tergantung pada perilaku dan preferensi pajak. (4) Mendukung model sebelumnya bahwa keberadaan *asymetric information* di antara *outsider* berhubungan dengan preferensi *dividend payment* lebih dari *share repurchase*.

Kebijakan deviden didasarkan pada hasil penelitian Eckbo & Verma (1994) menghasilkan bukti empiris bahwa *cash dividend* mengalami penurunan seiring dengan naiknya *voting power of owner-managers*, *cash dividend* hampir selalu 0 pada saat *owner-manager* memiliki voting kontrol yang absolut terhadap perusahaan, dan estimasi panel data seperti halnya teknik analisis faktor memberikan dukungan empiris untuk *hipotesis consensus-dividend*. Lebih lanjut Manos (2002) memberikan empat pernyataan bahwa biaya transaksi yang diukur dengan *growth opportunities*, *volatility of stock return and stock liquidity* berhubungan negatif dengan target *payout ratio*, grup afiliasi memiliki pengaruh penting terhadap struktur biaya transaksi sebaik konflik keagenan yang dihadapi perusahaan-perusahaan di india, semakin besar persentase kepemilikan oleh foreign institution lebih besar pula kebutuhan untuk memonitor pasar modal, dan institutional shareholding berpengaruh positif terhadap target *payout ratio* untuk perusahaan afiliasi.

Konflik keagenan, berdasarkan pada penelitian Jensen & Meckling (1976), menyatakan bahwa manajer yang diangkat oleh pemegang saham seharusnya bertindak atau mengambil keputusan yang terbaik sesuai dengan keinginan pemegang saham. Tetapi dalam pelaksanaannya sering terjadi perbedaan keputusan antara manajer dan pemegang saham. Biaya keagenan yang diproksi dengan kepemilikan orang dalam menunjukkan adanya pengaruh yang kuat antara kepemilikan orang dalam terhadap *dividend payout ratio* (DPR) (Rozeff, 1982). Pendapat ini diperkuat oleh Easterbrook (1984) yang mengemukakan bahwa perusahaan membayar dividen untuk mengurangi biaya keagenan, karena pembayaran dividen akan mengurangi *cash flow* bagi manajer. Bukti ini menunjukkan bahwa pembayaran dividen adalah bagian *monitoring* optimal perusahaan dan berfungsi menurunkan biaya agen.

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

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

Ketiga adalah dengan meningkatkan jumlah pendanaan yang didapatkan dari hutang (Jensen & Meckling, 1976). Dengan memperbesar hutang, maka total pendanaan lewat ekuitas akan menurun sehingga pada gilirannya akan menurunkan jangkauan dari konflik antara manager dengan pemegang saham. Namun pendanaan lewat hutang menimbulkan konflik kepentingan antara pemegang saham dengan kreditur sehingga akan menimbulkan biaya agensi dari hutang.

METODE

Populasi dan Sampel Penelitian

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

- 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.
- Perusahaan harus tidak menunjukkan saldo ekuitas dan laba yang negatif pada tahun 2004–2008, karena laba dan ekuitas yang negatif sebagai penyebut dalam perhitungan ratio menjadi tidak bermakna.
- Pada periode penelitian perusahaan membayar dividen kas.

Dari sampel yang sudah diperoleh kemudian dikelompokkan menjadi dua kelompok yakni kelompok perusahaan yang menerapkan GCG dengan intensitas tinggi dan kelompok perusahaan yang menerapkan GCG dengan intensitas rendah. Teknik pengelompokannya dengan menilai beberapa indikator berikut sebagai pencerminan dari penerapan GCG perusahaan, indikatornya adalah sebagai berikut:

- Proporsi dewan komisaris independen terhadap jumlah total komisaris yang ada dalam susunan dewan komisaris perusahaan.
 - Ada tidaknya Kepemilikan manajerial atau kepemilikan saham oleh pihak manajemen.
 - Keberadaan komite audit.
- Langkah berikutnya adalah masing-masing indikator diberi bobot dengan rincian untuk indikator pertama 40%, indikator kedua 20% dan indikator ketiga 40%.
- Proporsi dewan komisaris independen terhadap jumlah total komisaris yang ada dalam susunan dewan komisaris perusahaan. (bobot 40%)
 - Kepemilikan manajerial atau kepemilikan saham oleh pihak manajemen (bobot 10%)
 - Keberadaan komite audit (bobot 40%).

Langkah berikutnya mengalikan nilai masing-masing indikator dengan bobotnya. Hasil dari perkalian ini kemudian dirangking dan dipisahkan menjadi 2 kelompok, kelompok pertama adalah kelompok yang memiliki nilai total di atas nilai rata-rata yang selanjutnya disebut kelompok perusahaan yang menerapkan GCG dengan intensitas tinggi. Sedangkan kelompok kedua adalah kelompok yang memiliki nilai total di bawah nilai rata-rata yang selanjutnya disebut kelompok perusahaan yang menerapkan GCG dengan intensitas rendah.

Penelitian ini menggunakan data sekunder, yang diperoleh di Bursa Efek Indonesia. Teknik pengumpulan data dilakukan melalui teknik dokumentasi. Data yang dikumpulkan meliputi: Laporan keuangan tahunan yang lengkap, *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD) serta data tentang harga saham perusahaan.

Teknik Analisis Data

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

- **Analisis Faktor Konfirmatory**
Analisis Faktor digunakan untuk melakukan konfirmasi terhadap indikator-indikator yang mengukur variabel penelitian. Analisis faktor yang digunakan adalah yang bersifat konfirmatory bukan yang bersifat eksploratory. Hasil dari analisis ini adalah menemukan indikator yang benar-benar dapat mengukur dengan benar variabel struktur kepemilikan saham, kebijakan dividen kas, risiko, biaya keagenan dan nilai perusahaan.
- **Structural Equation Model (SEM)**
Teknik analisis data yang digunakan untuk menjawab pengujian hipotesis penelitian adalah dengan menggunakan Model Persamaan Struktural (*Structural Equation Modeling* = SEM) dengan

bantuan paket program AMOS 5,0 dan SPSS 11,0. *Structural Equation Modeling* adalah sekumpulan teknik-teknik statistikal yang memungkinkan pengujian serangkaian hubungan yang relatif rumit secara simultan (Ferdinand, 2000). Pemilihan SEM sebagai metode analisis data dengan alasan:

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

HASIL

Analisis Data

Pengujian Model Struktural

Data dikumpulkan sejak tahun 2004 sampai dengan tahun 2008 sehingga diperoleh pooling data dengan unit analisis n = 165 untuk sampel yang menerapkan GCG dengan intensitas tinggi dan n=155 untuk sampel yang menerapkan GCG dengan intensitas rendah. Dengan demikian asumsi besarnya n yang dikehendaki metode analisis data dengan SEM, yaitu n =100 pada penelitian ini telah terpenuhi.

Pemeriksaan Asumsi yang Melandasi SEM

Data Tersebar Secara Normal

Asumsi normalitas untuk menggunakan analisis SEM tidak terlalu kritis bila data observasi mencapai 100 atau lebih karena berdasarkan Dalil Limit Pusat (*Central Limit Theorm*) dari sample yang besar dapat dihasilkan statistik sampel yang mendekati distribusi normal (Solimun , 2002). Karena penelitian ini secara total menggunakan data 165 data untuk model

Tabel 1. Sampel Penelitian untuk Pengujian Dua Model

Jenis Perusahaan	Jumlah Perusahaan	Periode	Pooling data
Perusahaan yang Menerapkan GCG dengan intensitas tinggi	33	2004-2008	165
Perusahaan yang Menerapkan GCG dengan intensitas rendah	31	2004-2008	155

perusahaan yang menerapkan GCG dengan intensitas tinggi dan 155 Perusahaan yang menerapkan GCG dengan intensitas rendah, maka dengan demikian dapat dikatakan bahwa asumsi normalitas dapat dipenuhi.

PEMBAHASAN

Model Pengujian pada Perusahaan yang Menerapkan GCG dengan Intensitas Tinggi

Model dikatakan baik bilamana pengembangan model hipotetik secara konseptual dan teoritis didukung oleh data empirik. Hasil-hasil yang ada pada model struktural awal menunjukkan bahwa seluruh kriteria yang digunakan mempunyai nilai yang kurang baik, oleh karena itu model ini belum dapat diterima. Selanjutnya dilakukan modifikasi model dengan mempertimbangkan hasil-hasil perhitungan bagian *modification indices*. Sebagian besar hasil-hasil perhitungan di bagian *modification indices* menyarankan untuk menambahkan beberapa garis korelasi antar residual. Penambahan ini akan dapat menurunkan nilai *chi square* dan menaikkan nilai probabilitas, perbaikan model dengan cara ini dikenal dengan nama *Heywood case* (Hair, et al., 1992). Hasil modifikasi model tahap akhir dapat menghasilkan model yang memenuhi kriteria *goodness of fit* yang ditetapkan, dengan demikian model baik dan layak untuk digunakan. Hasil pengujian *Goodness of fit overall model* pada model tahap akhir setelah modifikasi dapat dilihat pada tabel 2.

Tabel 2 menunjukkan ringkasan hasil yang diperoleh dalam model struktural dan nilai yang direkomendasi untuk mengukur kelayakan model. Hasil-hasil yang ada pada model struktural akhir telah menunjukkan bahwa seluruh kriteria yang digunakan mempunyai nilai yang baik. Oleh karena itu model ini telah

dapat diterima. Dengan kata lain, dari evaluasi model yang diajukan menunjukkan bahwa evaluasi terhadap model secara keseluruhan dari berbagai kriteria ternyata sudah memenuhi syarat, sehingga dapat dikemukakan model telah sesuai dengan data.

Analisis Model Struktural dimaksudkan untuk melihat pengaruh antara variabel eksogen dengan variabel endogen dan antara variabel endogen dengan variabel endogen lainnya dalam rangka membuktikan hipotesis yang diajukan. Untuk mengetahui jalur-jalur hubungan atau pengaruh antar variabel yang signifikan dapat dilihat melalui uji koefisien secara parsial yang dihasilkan oleh program Amos 5.0 dari data empiris yang dianalisis. Hasil selengkapannya dari analisis model structural dapat dilihat pada tabel 5.

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 empat (4) jalur yang signifikan, yaitu dari struktur kepemilikan ke biaya keagenan, *free cash flow* ke biaya keagenan, dividen kas ke nilai perusahaan dan biaya keagenan ke nilai perusahaan. Sedangkan koefisien jalur lain tidak signifikan, yakni dari faktor risiko ke dividen kas, risiko ke biaya keagenan dan risiko ke nilai perusahaan. dari faktor struktur kepemilikan ke faktor dividen kas, dari faktor *free cash flow* ke dividen kas, serta dari dividen kas ke biaya keagenan. Temuan penelitian ini mendukung hasil penelitian dari (Crutchley & Hansen, 1989) yang menyatakan bahwa biaya keagenan dapat dikurangi dengan menggunakan dividen payout ratio yang tinggi, dengan demikian tidak tersedia cukup banyak *free*

Tabel 2. Pengujian *Goodness of Fit Overall Model*

No	Kriteria	Nilai Kritis	Model Akhir	
			Hasil	Keterangan
1	Chi-Square	dhrpkn	26,88	baik
2	Probabilitas	kecil	0,08	baik
4	Degree of Freedom	$\geq 0,05$	50	-
5	CMIN/DF	-	1,401	baik
6	CFI	$\leq 2,00$	0,955	baik
7	TLI	$\geq 0,90$	0,95	baik
	RMSEA	$\leq 0,08$	0,05	baik

Tabel 3. Koefisien Jalur Pengaruh Antar Variabel Pengujian Pada Perusahaan Yang Menerapkan GCG Dengan Intensitas Tinggi

JALUR		Koefisien Path	Critical Ratio (P Value)	Keterangan	
Struktur Kepemilikan	→	Dividen Kas	0,63	1,103 (0,270)	Tidak Signifikan
Struktur Kepemilikan	→	Agency Cost	-0,060	-3,273 (0,001)	Signifikan
Risiko	→	Dividen kas	-44,493	-1,422 (0,155)	Tidak Signifikan
Risiko	→	Agency Cost	0,179	0,575 (0,565)	Tidak Signifikan
Risiko	→	Nilai Perusahaan	-0,267	-1,010 (0,312)	Tidak Signifikan
Free Cash Flow	→	Dividen kas	-1,760	-0,650 (0,515)	Tidak Signifikan
Free Cash Flow	→	Agency Cost	-0,162	-2,251 (0,024)	Signifikan
Dividen kas	→	Firm Value	0,005	2,779 (0,005)	Signifikan
Dividen kas	→	Agency Cost	0,001	0,622 (0,534)	Tidak Signifikan
Agency Cost	→	Firm Value	-0,051	-2,349 (0,019)	Signifikan

cash flow dan manajemen tidak memiliki kesempatan untuk berinvestasi yang tidak sesuai dengan keinginan pemegang saham.

Variable biaya keagenan berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian ini sekaligus lebih mengukuhkan hasil penelitian dari Heinfeldt & Curcio (1997) yang menunjukkan bahwa terdapat hubungan yang positif antara strategi untuk meminimalkan konflik keagenan dengan nilai perusahaan yang diukur dengan *excess value*, *cash flow* dan *accounting ratio*.

Pengujian Model pada Perusahaan yang Menerapkan GCG dengan Intensitas Rendah

Pengujian selanjutnya dilakukan pada Pada Perusahaan yang Menerapkan GCG dengan Intensitas Rendah pada periode tahun 2004–2008. Model dikatakan baik bilamana pengembangan model hipotetik secara konseptual dan teoritis didukung oleh data empirik. Hasil-hasil yang ada pada model struktural menunjukkan bahwa seluruh kriteria yang digunakan

mempunyai nilai yang kurang baik, oleh karena itu model ini belum dapat diterima. Selanjutnya dilakukan modifikasi model dengan mempertimbangkan hasil-hasil perhitungan bagian *modification indices*. Sebagian besar hasil-hasil perhitungan di bagian *modification indices* menyarankan untuk menambahkan beberapa garis korelasi antar residual. Penambahan ini akan dapat menurunkan nilai *chi square* dan menaikkan nilai probabilitas, perbaikan model dengan cara ini dikenal dengan nama *Heywood case* (Hair, et al., 1992). Hasil modifikasi model tahap akhir dapat menghasilkan model yang memenuhi kriteria *goodness of fit* yang ditetapkan, dengan demikian model baik dan layak untuk digunakan. Hasil pengujian *Goodness of fit overall model* pada model tahap akhir setelah modifikasi dapat dilihat pada tabel 4.

Tabel 4 menunjukkan ringkasan hasil yang diperoleh dalam model struktural dan nilai yang direkomendasi untuk mengukur kelayakan model. Hasil-hasil yang ada pada model struktural akhir telah menunjukkan bahwa seluruh kriteria yang digunakan mempunyai nilai yang baik. Oleh karena itu model ini

Tabel 4. Pengujian *Goodness of Fit Overall Model* pada Perusahaan yang Menerapkan GCG dengan Intensitas Rendah

No	Kriteria	Nilai Kritis	Model Akhir	
			Hasil	Keterangan
1	Chi-Square	dhrpkn kecil	36,67	
2	Probabilitas	$\geq 0,05$	0,07	baik
3	Degree of Freedom	-	50	-
4	CMIN/DF	$\leq 2,00$	1,560	baik
5	CFI	$\geq 0,90$	0,900	baik
6	TLI	$\geq 0,90$	0,91	baik
7	RMSEA	$< 0,08$	0,07	baik

telah dapat diterima. Dengan kata lain, dari evaluasi model yang diajukan menunjukkan bahwa evaluasi terhadap model secara keseluruhan dari berbagai kriteria ternyata sudah memenuhi syarat, sehingga dapat dikemukakan model telah sesuai dengan data.

Uji Hipotesis untuk Model pada Perusahaan yang Menerapkan GCG dengan Intensitas Rendah

Analisis Model Struktural dimaksudkan untuk melihat pengaruh antara variabel eksogen dengan

variabel endogen dan antara variabel endogen dengan variabel endogen lainnya dalam rangka membuktikan hipotesis yang diajukan. Untuk mengetahui jalur-jalur hubungan atau pengaruh antar variabel yang signifikan dapat dilihat melalui uji koefisien secara parsial yang dihasilkan oleh program Amos 5.0 dari data empiris yang dianalisis. Hasil selengkapnya dari analisis model structural dapat dilihat pada tabel 5.

Pengujian hipotesis (alternatif) dilakukan dengan melihat besarnya critical ratio (t_{hitung}) dibandingkan

Tabel 5. Koefisien Jalur Pengaruh Antar Variabel Pengujian pada Perusahaan Yang Menerapkan GCG dengan Intensitas Rendah

JALUR			Koefisien Path	Critical Ratio (P Value)	Keterangan
Struktur Kepemilikan	→	Dividen Kas	446,214	1,748 (0,080)	Signifikan
Struktur Kepemilikan	→	Agency Cost	-0,014	-0,051 (0,959)	Tidak Signifikan
Risiko	→	Dividen kas	37,587	1,270 (0,204)	Signifikan
Risiko	→	Agency Cost	-0,005	-0,122 (0,903)	Tidak Signifikan
Risiko	→	Nilai Perusahaan	0,011	0,302 (0,763)	Tidak Signifikan
Free Cash Flow	→	Dividen kas	4009,373	31,043 (0,0000)	Signifikan
Free Cash Flow	→	Agency Cost	-0,118	-0,629 (0,530)	Tidak Signifikan
Dividen kas	→	Firm Value	0,001	-0,229 (0,819)	Tidak Signifikan
Dividen kas	→	Agency Cost	0,043	1,078 (0,281)	Tidak Signifikan
Agency Cost	→	Firm Value	-0,011	-0,077 (0,939)	Tidak Signifikan

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 dua (2) jalur yang signifikan, yaitu dari faktor struktur kepemilikan ke dividen kas dan dari faktor free cash flow ke dividen kas. Sedangkan koefisien jalur lain tidak signifikan, yakni dari risiko ke biaya keagenan, dividen kas ke nilai perusahaan dan risiko ke faktor nilai perusahaan. faktor struktur kepemilikan ke faktor biaya keagenan dan nilai perusahaan, dari faktor *free cash flow* ke faktor biaya keagenan dan dividen kas, serta dari dividen kas ke biaya keagenan. jalur lain yang tidak signifikan adalah dari risiko ke dividen kas.

Hasil yang menunjukkan bahwa variabel struktur kepemilikan berpengaruh positif dan signifikan terhadap dividen kas (*cash dividend*). Hasil penelitian ini konsisten dengan hasil penelitian sebelumnya dari Rozeff (1982); Dempsey dan Laber (1992); Chen & Steiner (1999); dan Mollah, *et al.* (2000) yang menemukan bahwa *Insider Ownership* berpengaruh terhadap kebijakan dividen kas yang diambil perusahaan.

Hasil Kajian Komparasi

Komparasi dua model pengujian yakni hasil pengujian pada perusahaan yang menerapkan GCG dengan intensitas tinggi dan rendah menunjukkan bahwa model pengujian pada perusahaan yang menerapkan GCG dengan intensitas tinggi memberikan hasil yang jauh lebih baik dibandingkan dengan perusahaan yang menerapkan GCG dengan intensitas rendah. Indikator bahwa model tersebut lebih baik adalah yang pertama model intensitas tinggi lebih fit dengan data, indikator yang kedua jalur yang signifikan lebih banyak yaitu empat jalur untuk model intensitas tinggi dan 2 jalur yang signifikan untuk model intensitas rendah. Temuan ini mengindikasikan bahwa intensitas penerapan *good corporate governance* atau GCG berdampak signifikan pada nilai perusahaan maupun variabel-variabel yang membentuknya atau yang mempengaruhinya.

KESIMPULAN DAN SARAN

Kesimpulan

Berdasarkan hasil analisis menunjukkan bahwa variabel struktur kepemilikan berpengaruh negatif

signifikan terhadap biaya keagenan. Hal ini karena kepemilikan mewakili suatu sumber kekuasaan (*source of power*) yang dapat digunakan untuk mendukung atau sebaliknya menentang terhadap keberadaan manajemen. Selanjutnya untuk variabel *free cash flow* berpengaruh negatif terhadap biaya keagenan. Selanjutnya untuk variabel dividen kas berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan, dan variabel biaya keagenan berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.

Variabel struktur kepemilikan berpengaruh positif dan signifikan terhadap dividen kas (*cash dividend*). Variabel *free cash flow* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap dividen kas. Hasil yang menunjukkan bahwa ketika mempunyai eksekutif kas maka yang dibutuhkan adalah mendanai proyek investasi dengan NPV positif, namun jika tidak demikian maka lebih baik bagi manajer untuk mengembalikan eksekutif kas kepada pemegang saham sebagai dividen guna memaksimalkan kekayaan pemegang saham.

Saran

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

DAFTAR RUJUKAN

- Ang, J.S., Cole, R.A., Lin, J.W. 2000. Agency Cost and Ownership Structure. *Journal of Finance*. Vol. LX. pp. 81-106.
- Brigham, E.F., and Houston, J.F. 1998, *Fundamentals of Financial Management*, The Dryden Press, Harcourt Brace College Publishers, Philadelphia.
- Brigham, E.F., and Daves, P.R. 2003, *Intermediate Financial Management*, eight edition, Thomson, South Western.

- Cooper, C.L., and Argyris, C. 1997. *The Blackwell Encyclopedia of Management*. Vol VIII. Finance. Blackwell Publishers Inc. USA.
- Chen, C.R., and Steiner, T. 1999. Managerial Ownership and Agency Conflict : A NonLinier Simultaneous Equation Analysis of Managerial Ownership, Risk Taking, Debt Policy, and Dividen Policy. *Financial Review*.34. pp.119-136.
- Crutchley, C., and Hansen, R. 1989. A Test Of the Agency Theory of Managerial Ownership, Corporate Leverage, and Corporate Dividends. *Financial Management* (Winter). pp. 36-46.
- Dempsey, S.J., and Laber, J. 1992. Effects of Agency and Transaction Costs on Dividend Payout Ratios: Futher Evidence of the Agency-transaction Cost Hypothesis. *Journal of Financial research*. Vol. 4. pp. 317-321.
- Easterbrook, F. 1984. Two Agency Cost Explanation of Dividends. *American Economic Review*. 74. pp. 650-659.
- Eckbo B.E., and S. Verma. 1994. Managerial Share Ownership, Voting Power, and Cash Dividend Policy, *Journal of Corporate Finance*.1. pp. 33-62.
- Ferdinand, A. 2002. *Structural Equation Modelling Dalam Penelitian Manajemen*. Penerbit UNDIP.
- Hair, Jr., J.F., Anderson, R.E., Tatham, R.L., and Black, W.C. 1992. *Multivariate Data Analysis with Reading*. New York: Macmillan Pub. Company.
- Heinfeldt, J., and Curcio, R. 1997. Employee Management Strategy, Stakeholder-Agency Theory, and The Value of The Firm. *Journal of Financial and Strategic Decisions* Vol. 10. pp. 67-75.
- Jensen, M., and Meckling ,W. 1976. Theory of The Firm: Managerial behavior Agency Cost, and Ownership Structure. *Journal of Finance*. 3. pp. 305-360.
- Jong, Abe de, R., van Dijk and Chris, V. 2002, *The Dividend and Share Repurchase Policies of Canadian Firms: Empirical Evidence Based on A New Research Design*. Departement of Finance, Florida State University, Talahassee.
- Manos, R. 2002, Dividend Policy and Agency Theory: Evidence on Indian Firms, Finance and Development Research Programe. *Working Paper*. Series No 41. University of Manchester.
- Mollah AS., Keasey, K., and Short, H. 2000. The Influence of Agency Cost on Dividend Policy in an Emerging Market: Evidence from Dhaka Stock Exchange.
- Miller, M.H., and Modigliani, F. 1961. Dividend policy Growth and the Valuation of Shares. *Journal of Business* (October). pp. 411-433.
- Ross, S.A., Westerfield. 2002. *Corporate Finance*, 6th edition, Irwin McGraw-Hill, Chicago.
- Rozeeff, M. 1982. Growth, Beta and agency Cost as Determinants of Dividend Payout Ratios. *Journal of Financial Research*. 5. pp. 249-259.
- Schooley, D.K., and Barney, D. 1994. Using Dividend Policy and Managerial Ownership to Reduce Agency Costs. *Journal of Financial Research*. 3. pp. 363-373.
- Solimun. 2002. *Multivariate Analysis Structural Equation Modeling (SEM) Lisrel dan Amos: Aplikasi di Manajemen, Ekonomi Pembangunan, Psikologi, Sosial, Kedokteran, dan Agrokompleks*. Cetakan I. Penerbit Universitas Negeri Malang.
- Van Horne, J.C., and Wachowicz Jr, J.W. 1995. *Fundamental of Financial Management*, Ninth Edition. Engelwood Cliffs, New Jersey, USA: Prentice-Hall International, Inc.
- Weston, JF., and Brigham, E.F. 1993. *Essentials of Managerial Finance*. Tenth edition. New York: The Dryden Press.