

AGENCY COST TERHADAP KEBIJAKAN DIVIDEN PADA PERUSAHAAN MANUFAKTUR DAN JASA YANG GO PUBLIC DI INDONESIA

Triani Pujiastuti

Fakultas Ekonomi UPN "Veteran" Yogyakarta
Jl. Lingkar Utara (SWK) No.104, Condong Catur, Sleman, Yogyakarta 55283

Abstract: *This analysis developed to reach empirical evidence of the effect of agency cost factors toward evidence policy. In another hand this analysis wished to prove whether the agency problem able to be decreased through dividend payment mechanism within manufactures and services company in BEI, Indonesia, in 2000-2005. Agency cost variable has being represented by Insider Ownership, Shareholder dispersion, Collateral Assets, debt and Free Cash Flow. The model which ran in this analysis was Multiple Linier Regressions. The result of analysis showed that agency problem able to be decreased through dividend payment mechanism, from Insider Ownership which gives negative effect, Shareholders Dispersion which gives positive effect, and Debt which gives negative effect toward dividend policy, while collateral assets and free cash flow not significant affecting to dividend policy within agency conflict. Agency cost variable significant affected the dividend policy within agency conflict simultaneously, with the sum of the effect was 18%.*

Keywords: *agency cost, insider ownership, shareholder dispersion, collateral assets, debt, free cash flow.*

Pasar modal merupakan jembatan untuk mendistribusikan kesejahteraan kepada masyarakat, khususnya kepada pemegang surat berharga perusahaan, karena pemegang saham akan mendapatkan *dividend dan atau capital gains*. Besarnya dividen tergantung besarnya laba yang diperoleh perusahaan dan kebijakan dividennya, berapa yang dibagikan kepada pemegang saham dan yang ditahan dalam bentuk *retained earnings*.

Berdasarkan sudut pandang manajemen keuangan, tujuan perusahaan adalah memaksimalkan kemakmuran pemilik perusahaan/

stockholders. Tujuan ini sering diterjemahkan sebagai memaksimalkan nilai perusahaan. Dalam mencapai tujuan tersebut banyak *stockholders* yang menyerahkan pengelolaan perusahaan pada profesional yang dikelompokkan sebagai manajer (agen). Para manajer yang diangkat oleh *stockholders* diharapkan akan bertindak atas nama *stockholders* tersebut yaitu dengan memaksimalkan nilai perusahaan, sehingga kemakmuran *stockholders* akan dapat dicapai. Dalam menjalankan operasi perusahaan, seringkali pihak manajemen (agen) mempunyai tujuan lain yang bertentangan dengan tujuan utama tersebut yaitu bukan memakmurkan kemakmuran *stockholders*, melainkan meningkatkan kesejahteraan sendiri atau oportunisme manajer, misalnya ekspansi untuk

Korespondensi dengan Penulis:

Triani Pujiastuti: Telp./Fax. +62 274 486 255

E-mail: diditgatra@yahoo.co.id

meningkatkan status dan gaji dengan membebankan berbagai biaya pada perusahaan. Pemisahan kepemilikan dan fungsi pengendali dalam fungsi keuangan ini dapat mengakibatkan munculnya tingkat perbedaan kepentingan/konflik yang disebut konflik keagenan (*agency conflict*). Jensen dan Meckling (1976) menyatakan bahwa perusahaan yang memisahkan fungsi pengelolaan dan fungsi kepemilikan akan rentan terhadap konflik keagenan. Untuk meyakinkan bahwa manajer bekerja untuk kepentingan pemegang saham, maka pemegang saham harus mengeluarkan sejumlah biaya untuk memonitor kegiatan manajer, sehingga manajer dapat bekerja sesuai dengan keinginan dari pemegang saham. *Monitoring* ini dimaksudkan sebagai mekanisme pengawasan yang dapat mensejajarkan kepentingan-kepentingan yang terkait. Seluruh biaya yang dikeluarkan ini yang disebut biaya keagenan/*agency cost* (Brigham, 1997).

Masalah keagenan menurut Rozeff (1982) seperti dikutip oleh Moh'd, Perry dan Rimbey (1995) mengatakan bahwa dividen tidak dapat digunakan sebagai pengendali masalah keagenan di Indonesia. Hasil ini berbeda dengan pendapat beberapa peneliti terdahulu yang menyatakan bahwa masalah keagenan dapat diturunkan dengan suatu mekanisme yaitu dengan menggunakan pembayaran dividen. Penelitian ini bertujuan untuk memperoleh bukti empiris mengenai dampak dari faktor-faktor biaya keagenan terhadap kebijakan dividen pada perusahaan manufaktur dan jasa yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI), serta ingin membuktikan bahwa apakah masalah keagenan dapat diturunkan dengan mekanisme pembayaran dividen pada perusahaan manufaktur dan jasa di BEI.

INFORMATION OR SIGNALLING

Ketika MM (Modigliani–Miller) mengemukakan teori ketidakrelevanan dividen, mereka mengasumsikan bahwa setiap orang (investor) dan

juga manajer mempunyai informasi yang sama mengenai pendapatan dan dividen perusahaan di masa yang akan datang. Namun dalam kenyataan, investor yang berbeda mempunyai pandangan yang berbeda tentang tingkat pembayaran dividen di masa yang akan datang. Di samping ketidakpastian yang melekat pada pembayaran dividen, manajer mempunyai informasi yang lebih baik mengenai prospek masa depan dari pemegang saham. Kenaikan dividen seringkali menyebabkan kenaikan harga saham, sementara pemotongan dividen umumnya menyebabkan penurunan harga saham. Hal ini menunjukkan bahwa investor secara keseluruhan lebih menyukai dividen dari pada *capital gains*. Akan tetapi MM berpendapat lain. Bahwa mereka memberikan fakta yang cukup kuat bahwa perusahaan-perusahaan enggan menurunkan dividen, tetapi juga tidak akan menaikkan dividen kecuali mereka mengantisipasi laba yang lebih tinggi di masa yang akan datang. Karenanya MM berpendapat suatu kenaikan dividen yang lebih tinggi dari yang diperkirakan merupakan "isyarat" bagi investor bahwa manajemen memperkirakan peningkatan laba di masa yang akan datang. Sebaliknya penurunan dividen/ kenaikan yang lebih kecil dari yang diperkirakan merupakan isyarat bahwa manajemen meramalkan laba yang rendah di masa yang akan datang.

CASH FLOW

Setiap perusahaan dalam menjalankan usahanya selalu membutuhkan kas. Kas diperlukan baik untuk membiayai operasi perusahaan sehari-hari maupun untuk mengadakan investasi baru dalam aktiva tetap. Penerimaan maupun pengeluaran kas dalam perusahaan akan berlangsung terus menerus mengalir dalam tubuh perusahaan. Kas adalah satu unsur modal kerja yang paling tinggi tingkat likuiditasnya. Makin besar jumlah kas yang ada dalam perusahaan berarti makin tinggi tingkat likuiditasnya. Posisi kas

memonitor perusahaan dengan memaksa membayar dividen lebih tinggi. Dalam penelitian Roseff (1982), Demspey dan Laber (1990), Hansen *et al.* (1994) dan Noronha (1996), ditemukan bahwa jika jumlah kepemilikan naik, maka tingkat permintaan akan dividen akan meningkat, karena semakin besar jumlah pemegang saham maka penyebaran kepemilikan akan semakin besar, sehingga diperlukan tambahan biaya *monitoring* manajemen. Berdasarkan pemikiran tersebut, dapat dinyatakan bahwa jika jumlah pemegang saham meningkat, akan cenderung menaikkan *Dividen Payout Rasio* (Hipotesis 2).

COLLATERAL ASSETS

Titman dan Wassels (1988) dalam Mollah (2000) berpendapat bahwa perusahaan-perusahaan yang mempunyai aset kolateral lebih, menghadapi masalah (konflik) yang lebih sedikit antara pemegang saham dan pemegang obligasi. Alii dkk. (1993) dalam Mollah (2000) dengan pendekatan rasio aset pabrik neto terhadap total aset sebagai proksi untuk aset-aset kolateral, menemukan hubungan positif yang signifikan antara aset-aset kolateral dengan rasio pembayaran dividen. Berdasarkan pemikiran dan hasil penelitian terdahulu dapat dikatakan bahwa perusahaan-perusahaan yang mempunyai aset kolateral yang besar mampu membayar dividen yang tinggi dibandingkan dengan perusahaan yang aset kolateralnya lebih sedikit (Hipotesis 3).

DEBT

Perusahaan yang sedang berkembang memerlukan modal yang dapat berasal dari hutang maupun ekuitas. Dengan hutang mempunyai dua keuntungan pertama bunga yang dibayarkan dapat dipotong untuk tujuan pajak, sehingga

menurunkan biaya efektif dari utang. Kedua, pemegang utang (*debtholders*) mendapat pengembalian yang tetap sehingga pemegang saham (*stockholders*) tidak perlu mengambil bagian laba mereka ketika perusahaan dalam kondisi prima. Namun hutang dapat juga mempunyai beberapa kelemahan : pertama semakin tinggi rasio hutang (*debt rasio*) semakin tinggi risiko perusahaan. Kedua, apabila sebuah perusahaan mengalami kesulitan keuangan dan laba operasi tidak mencukupi untuk menutup beban bunga, maka pemegang sahamnya harus menutup kekurangan itu, dan perusahaan akan bangkrut jika mereka tidak sanggup.

Jensen (1986) berpendapat bahwa dengan hutang, perusahaan mempunyai kewajiban melakukan pembayaran periodik atas bunga dan prinsipal. Hal ini bisa mengurangi keinginan manajer untuk menggunakan *cash flow* untuk kegiatan-kegiatan yang kurang optimal. Dengan kata lain eksistensi hutang memaksa manajer untuk menikmati keuntungan yang lebih sedikit dan menjadikan manajer bekerja lebih efisien. Meskipun hutang juga bisa menimbulkan konflik keagenan hutang, karena penggunaan hutang yang terlalu tinggi dapat meningkatkan risiko kebangkrutan (Bathala *et al.*, 1994). Berdasarkan pemikiran dan hasil penelitian terdahulu dapat dikatakan bahwa perusahaan-perusahaan yang mempunyai hutang yang besar kurang mampu membayar dividen yang tinggi dibandingkan dengan perusahaan yang mempunyai hutang yang lebih sedikit (Hipotesis 4).

FREE CASH FLOW

Aliran kas bebas merupakan kas perusahaan yang dapat didistribusikan kepada kreditur atau pemegang saham, yang tidak diperlukan untuk modal kerja (Ross *et al.*, 2000). Kas tersebut biasanya menimbulkan konflik kepentingan antara manajer dengan pemegang saham. Manajer lebih

kepemilikan (*shareholder dispersion*) untuk *cost agency* antara pemegang saham dengan manajemen, kemudian dilogkan untuk kepentingan *scaling effect*.

Variabel Collateral Assets (X₃)

Variabel ini diberi simbol ASCOL, diukur dari rasio aset tetap netto (*net fixed assets*) terhadap aset total. Rasio ini dianggap sebagai proksi aset-aset kolateral untuk *cost agency*.

$$ASCOL = \frac{\text{Fixed Assets}}{\text{Total Asset}}$$

Variabel Hutang Idebt (X₄)

Variabel ini diberi simbol *Debt*, diukur dari rasio hutang jangka panjang dengan aset total. Rasio ini dianggap sebagai proksi beban perusahaan atas hutang jangka panjangnya diukur dari seluruh aset yang dimiliki.

$$Debt = \frac{\text{Hutang Jangka Panjang}}{\text{Total Aset}}$$

Variabel Arus Kas Bebas/Free Cash Flow (X₅)

Variabel ini diberi simbol FCF. Variabel *free cash flow* mencerminkan keleluasaan bagi perusahaan untuk melakukan investasi tambahan, membeli saham, atau menambah likuiditas. *Free cash flow* dalam penelitian ini diukur dari rasio laba bersih perusahaan tanpa depresiasi dan biaya bunga dengan total aset.

$$FCF = \frac{\text{Net profit} - (\text{depresiasi} + \text{bunga})}{\text{Total assets}}$$

Variabel Dependen (Y)

Variabel dependen dalam penelitian ini adalah kebijakan dividen yang diproksikan dengan *Dividend Payout Ratio*, yang merupakan perbandingan antara *dividend per share* dengan

earnings per share. Untuk selanjutnya dinotasikan sebagai DPR.

$$DPR = \frac{DPS}{EPS}$$

Keterangan:

DPR = *dividend payout ratio*

DPS = *dividend per share*

EPS = *earnings per share*

Model Analisis

Untuk menguji pengaruh faktor keagenan terhadap rasio pembayaran dividen, dalam penelitian ini digunakan model Regresi Linier Berganda dengan model sebagai berikut:

$$Y = b_0 + b_1 X_1 + b_2 X_2 + b_3 X_3 + b_4 X_4 + b_5 X_5 + e$$

Dimana :

b₀ = konstanta

Y = *dividend payout ratio*

X₁ = *insider ownership*

X₂ = *shareholder dispersion*

X₃ = *Colateral Assets*

X₄ = *Debt*

X₅ = *Free Cash Flow*

b₁, b₂, b₃, b₄, b₅ = koefisien regresi

e = faktor kesalahan atau gangguan stokastik.

Selanjutnya untuk menguji hipotesis yang diajukan tentang keberartian hubungan variabel terikat dan variabel bebas digunakan alat analisis statistik uji t statistik dan uji F statistik.

Uji Asumsi Klasik

Pengujian hipotesis dilakukan setelah model regresi berganda yang digunakan dinyatakan bebas dari pelanggaran asumsi klasik atau dinyatakan BLUE (*Best Linier Unbias Estimation*), agar hasil pengujian dapat diinterpretasikan dengan tepat.

Multikolinearitas

Dalam penelitian ini multikolinearitas dideteksi dengan menggunakan *Person Correlation Matrix*, dengan melihat hasil perhitungan *Tolerance* (TOL), dan *Variance Inflation Factor* (VIF). Untuk *VIF rule of thumb* kurang dari 10, artinya jika nilai VIF kurang dari 10, maka tingkat multikolinearitas termasuk tidak berbahaya. Sedangkan nilai TOL yang berkisar antara nol dan satu, menggunakan *rule of thumb* sebesar 0.10, dimana jika nilai TOL lebih besar dari 0.10 dianggap tidak terjadi multikolinearitas yang tinggi diantara variabel *independent*.

Autokorelasi

Untuk mendeteksi gejala autokorelasi digunakan *Durbin Watson Test Statistic*. Suatu model regresi dikatakan tidak terdapat gejala autokorelasi apabila nilai Durbin-Watson berada diantara -2 dan 2. Cara lain mendeteksi gejala autokorelasi dengan menggunakan *rule of thumb*, jika $du < dw < du$, maka tidak terdapat autokorelasi.

Uji Heteroskedastisitas

Dalam penelitian ini heteroskedastisitas diuji dengan menggunakan metode *Rank Spearman*. Kriteria terjadinya heteroskedastisitas jika *P value*/tingkat signifikansi >0.05 tidak terjadi heteroskedastisitas dalam model regresi dan sebaliknya.

Rancangan Pengujian Hipotesis

Pengujian hipotesis model regresi secara simultan dilakukan dengan uji F statistik. Keberartian pengaruh variabel-variabel independen secara simultan dapat ditentukan dengan melihat tingkat signifikansinya (*probability value*) lebih kecil dari α yang sudah ditentukan ($\alpha=0,05$). Pengujian hipotesis Model Regresi secara parsial dilakukan dengan uji t statistik. Untuk mengetahui kekuatan model dalam memprediksi, maka dilihat dari koefisien determinasinya (R^2). Semakin besar nilai koefisien determinasi, semakin besar kemampuan variabel bebas dalam menjelaskan perubahan variabel terikatnya.

HASIL

Tabel 1. Deskriptif Statistik

Variabel	N	Minimal	Maximal	Mean	Std. Dev.
DPR (Y)	120	0.05	96.00	28.8754	31.72706
Insider Ownership (X ₁)	120	0.01	87.00	52.62933	26.11557
Shareholder Dispersion (X ₂)	120	0.6931	1.9459	1.368802	0.3769220
Collateral Assets (X ₃)	120	0.1006	0.8358	0.353254	0.1910458
Debt (X ₄)	120	0.0006	0.6500	0.183072	0.1773239
Free Cash Flow (X ₅)	120	0.0003	0.3802	0.079825	0.1260801
F = 4.995					
Signif 0.000					

Dari Tabel 1 nampak bahwa secara umum data dari 6 variabel yang diperoleh, 4 variabel yaitu SD, ASCOL, Debt, FCF, mempunyai standar deviasi yang rendah yaitu pada *range* 0.12 sampai 0.37, sedangkan 2 variabel yang lain yaitu DPR dan INSD mempunyai standar deviasi yang cukup tinggi. Variabel DPR minimal 0.05 dan maksimal 96.00, rata-rata 28.8754 dengan standar deviasi 31.72706 memberikan gambaran bahwa rata-rata perusahaan selama tahun pengamatan membagi dividen 28.87% per tahun. Data rata-rata kepemilikan orang dalam (*insider ownership*) 52.62% minimal 1% dan maksimal 87% dengan standar deviasi 26.11 menggambarkan rata-rata jumlah saham yang dimiliki direktur dan komisaris cukup besar dan dengan standar deviasi yang rendah. Hal ini menunjukkan bahwa pengelolaan perusahaan-perusahaan manufaktur dan jasa di Indonesia tahun 2000-2005 kebanyakan sahamnya dimiliki oleh orang dalam yaitu komisaris dan direktur dan sebagian kecil dimiliki oleh *outsider ownership* (orang luar), yang juga merupakan salah satu indikasi bahwa perusahaan-perusahaan di Indonesia dikelola oleh manajemen keluarga.

Data variabel *shareholder dispersion* setelah dilogkan menunjukkan minimal 0.931 maksimal

1.9459 dan rata-rata 1.3688 dengan standar deviasi 0.3769 (sebelum di log antara 2-7), memberikan gambaran bahwa penyebaran kepemilikan saham adalah relatif rendah, dengan kata lain hanya dimiliki beberapa orang/kelompok/lembaga saja, dan dengan standar deviasi yang rendah.

Data rata-rata *collateral assets* menunjukkan minimum 0.1006 maksimum 0.8358 rata-rata 0.353254 dengan standar deviasi 0.19104 menggambarkan bahwa *collateral assets* (aset yang dapat dijaminkan) karena kepemilikan aktiva tetapnya adalah antara 10%-83 % atau rata-rata sebesar 35%.

Data rata-rata *debt* menunjukkan minimum 0.0006 maksimum 0.6500 rata-rata 0.183072 dan standar deviasi 0.1773239 menggambarkan bahwa rata-rata proporsi hutang jangka panjang terhadap total aset pada perusahaan di Indonesia adalah 18.30% dapat dikatakan rendah meskipun ada beberapa perusahaan yang cukup tinggi proporsi hutang jangka panjangnya terhadap total aset namun tidak banyak.

Data *free cash flow* menunjukkan minimum 0.0003 maksimum 0.3802 rata-rata 0.079825 dan standar deviasi 0.1260801 menggambarkan bahwa rata-rata *net cash flow* terhadap total aset yang ada dalam perusahaan hanya 7.98 %.

Tabel 2. Hasil Regresi Berganda

Variabel	Beta	T Value	Sig.
(constant)	-	2.229	0.028
Insider Ownership (x ₁)	-0.181	-2.122	0.036
Shareholder Dispersion (x ₂)	0.201	2.270	0.025
Collateral Assets(x ₃)	0.007	0.075	0.941
Debt (x ₄)	-0.294	-3.048	0.003
Free Cash Flow (x ₅)	-0.124	-1.455	1.148
F = 4.995			
R ² = 0.18			
Adjusted R ² = 0.144			
R = 0.424			
Signif 0.000			

Hasil dari regresi berganda pada Tabel 2 menunjukkan variabel bebas (*agency cost*) yang signifikan mempengaruhi kebijakan dividen adalah 3 variabel, yaitu: *insider ownership*, *shareholder dispersion*, dan *debt*, karena tingkat signifikansinya di atas 95% (α di bawah 5%), sedangkan variabel *collateral assets* dan *free cash flow* tidak signifikan. Secara bersama-sama pengaruh biaya agensi terhadap kebijakan dividen ditunjukkan dalam nilai F sebesar 4.995 dengan tingkat signifikansi 0.000 dengan besarnya pengaruh ditunjukkan oleh *R Square* sebesar 18%.

Pengujian Asumsi Klasik

Uji Multikolinearitas

Tabel 3. Tabel Deteksi Multikolinearitas

Variabel	TOL	VIF
Insider Ownership (X1)	0.985	1.016
Shareholder Dispersion (X2)	0.919	1.089
Colateral Assets (X3)	0.773	1.293
Debt (X4)	0.773	1.293
Free Cash Flow (X5)	0.995	1.005

Dari Tabel 3 tampak bahwa semua variabel bebas memiliki TOL di atas 0.10 dan VIF jauh di bawah 10, sehingga dapat dikatakan tidak terjadi multikolinearitas di antara variabel bebas dalam model penelitian.

Uji Heteroskedastisitas

Tabel 4. Deteksi Heteroskedastisitas

Variabel	N	Coef. Corrl	Sig.
Insider Ownership (X ₁)	120	0.111	0.228
Shareholder Dispersion (X ₂)	120	-0.109	0.237
Collateral Assets (X ₃)	120	-0.098	0.286
Debt (X ₄)	120	-0.054	0.560
Free Cash Flow (X ₅)	120	-0.061	0.505

Dari Tabel 4 nampak bahwa tingkat signifikansi semua variabel di atas 0.05 sehingga dapat

Variabel Collateral Assets

Dari hasil persamaan regresi menunjukkan bahwa koefisien untuk *collateral assets* menghasilkan tanda positif dengan tingkat signifikansi 0.941 lebih tinggi dari $\alpha=0.05$. Tanda positif memberikan gambaran bahwa jika jumlah aset kolateral yang dimiliki perusahaan semakin besar maka perusahaan akan membayarkan dividen dengan jumlah yang besar. Tingkat signifikansi 0.941 yang lebih besar dari α yang ditentukan 0.05 berarti *collateral assets* tidak mampu menjelaskan secara nyata berpengaruh terhadap kebijakan dividen untuk mengurangi konflik keagenan.

Variabel Debt

Dari hasil persamaan regresi menunjukkan bahwa koefisien untuk *debt* menghasilkan tanda negatif dengan tingkat signifikansi 0.003 lebih rendah dari $\alpha=0.05$. Hal ini berarti variabel *debt* diyakini mampu menjelaskan variabel kebijakan dividen untuk mengurangi konflik keagenan. Sedangkan tanda negatif memberikan gambaran bahwa jika rasio hutang terhadap total aset semakin besar maka perusahaan akan membayarkan dividen dengan jumlah yang semakin kecil.

Variabel Free Cash Flow.

Dari hasil persamaan regresi menunjukkan bahwa koefisien untuk *free cash flow* menghasilkan tanda negatif dengan tingkat signifikansi 1.148 lebih tinggi dari $\alpha=0.05$. Hal ini berarti variabel *free cash flow* tidak mampu menjelaskan pengaruh variabel FCF terhadap kebijakan dividend untuk mengurangi konflik keagenan. Sedangkan tanda negatif memberikan gambaran bahwa jika proporsi *cash flow* terhadap total aset semakin besar maka perusahaan akan membayarkan dividen dengan jumlah yang semakin kecil.

PEMBAHASAN

Insider Ownership

Insider ownership adalah jumlah saham yang dimiliki oleh orang dalam, yang dalam penelitian ini diwakili oleh manajer dan komisaris. Hasil penelitian menunjukkan bahwa koefisien untuk variabel *Insider Ownership* bertanda negatif dengan tingkat signifikansi 0.036 lebih rendah dari α yang ditentukan yaitu 0.05. Hal ini mengindikasikan bahwa *insider ownership* merupakan determinan penting dalam kebijakan dividen didalam perusahaan. Tanda negatif berarti semakin besar *insider ownership* semakin kecil jumlah dividen yang dibagikan. Hal ini dapat dijelaskan bahwa, karena *insider ownership* yang dalam hal ini adalah manajer dan komisaris dan sebagai pemilik perusahaan adalah sama, maka dapat dikatakan memiliki preferensi dan kepentingan yang sama. Biasanya manajer lebih senang menggunakan dananya untuk kepentingan ekspansi perusahaan, daripada untuk membayarkan dalam bentuk dividen. Sebaliknya jika kepemilikan *insider* rendah, perusahaan akan membayarkan dividen dalam jumlah yang banyak. Karena pemilik perusahaan hanya memiliki jumlah saham dalam jumlah yang kecil, maka keputusan pembagian dividen banyak ditentukan oleh pemilik saham diluar perusahaan (*outsider ownership*). Sehingga untuk mengurangi konflik keagenan dalam kondisi seperti ini dividen dibayarkan dalam jumlah besar. *Insider ownership* yang bertanda negatif atau berhubungan terbalik terhadap DPR ini sesuai dengan teori yang menyatakan bahwa perusahaan yang kepemilikan saham oleh manajemen tinggi, akan cenderung membagikan dividennya rendah (Brigham, 2001). Hal ini juga

menjawab hipotesis 1 dalam penelitian ini menyatakan bahwa persentase kepemilikan *insider ownership* berpengaruh signifikan dan berhubungan negatif terhadap *Dividend Payout Ratio (DPR)*. Hasil penelitian ini mendukung penelitian Rozeff (1982) bahwa manfaat dividen dalam mengurangi biaya agensi adalah lebih kecil untuk perusahaan-perusahaan yang memiliki *insider ownership* yang tinggi. Hasil penelitian ini juga sejalan dengan hasil penelitian Bathala *et al.* (1994) yang menyatakan bahwa kepemilikan ekuitas oleh *insider* dapat mensejajarkan kepentingan *insider* dengan pemegang saham eksternal. Semakin tinggi prosentase kepemilikan *insider* akan mampu mengurangi peranan hutang sebagai suatu mekanisme untuk mengurangi *agency cost of conflict*. Demikian juga pada penelitian Mollah (2000), *insider ownership* berpengaruh negatif signifikan pada $\alpha=10\%$ terhadap kebijakan dividen di Bursa efek Dhaka tahun 1988-1993. Meskipun demikian penelitian ini tidak mendukung hasil penelitian Darmawan (1997), dimana variabel kepemilikan orang dalam, bertanda negatif tetapi tidak signifikan. Hal ini menunjukkan bahwa variabel keagenan belum dapat digeneralisir di Indonesia. Oleh karena struktur kepemilikannya banyak didominasi oleh manajemen keluarga (pemilik merangkap pengelola). Logikanya adalah bahwa dengan manajemen keluarga yang semakin besar, maka konflik keagenan pada perusahaan-perusahaan di Indonesia semakin kecil.

Shareholder Dispersion.

Shareholder dispersion adalah jumlah pemegang saham dari perusahaan yang dalam penelitian ini merupakan kelompok pemilik saham. Hasil penelitian menunjukkan bahwa nilai t hitung 2.270 koefisien untuk variabel *shareholder dispersion* bertanda positif dengan tingkat signifikansi 0.025 lebih rendah dari α yang ditentukan yaitu 0.05. Hal ini mengindikasikan bahwa *shareholder dispersion* merupakan determinan yang bisa diperhitungkan dalam

kebijakan dividen didalam mengurangi konflik keagenan. Tanda positif berarti semakin menyebar pemilik saham, semakin besar jumlah dividen yang dibagikan. Hal ini dapat dijelaskan bahwa, dengan semakin menyebar pemilik saham, maka di samping kepemilikan saham tidak terkonsentrasi pada kelompok tertentu, dimungkinkan pemilik saham ini adalah lembaga sehingga mempunyai *power* untuk menyampaikan aspirasinya kepada manajemen. Dengan demikian maka untuk mengurangi konflik keagenan, manajemen akan memberikan dividen yang besar. Kesulitan dalam melakukan kontrol juga dapat menimbulkan masalah keagenan, terutama karena adanya asimetri informasi, oleh karena itu, untuk menurunkan masalah keagenan ini diperlukan dividen yang lebih besar. Hasil penelitian ini sekaligus dapat menjawab hipotesis yang diajukan yang menyatakan bahwa *shareholder dispersion* berpengaruh signifikan dan berhubungan positif dengan *Dividend Payout Rasio (DPR)*. Hasil penelitian ini mendukung penelitian Rozeff (1982) yang menyatakan bahwa semakin besar jumlah pemegang saham, semakin menyebar kepemilikan saham, sehingga tidak terkonsentrasi pada kelompok tertentu, sehingga perusahaan tidak mudah mengendalikan pemilik-pemilik saham tersebut. Sedangkan hasil penelitian Mollah (2000) menunjukkan bahwa variabel *shareholder dispersion* berhubungan positif tetapi tidak signifikan dengan kebijakan dividen.

Collateral Assets

Rasio aset tetap terhadap aset total dianggap sebagai proksi aset-aset kolateral (jaminan) untuk biaya agensi yang terjadi karena konflik antara pemegang saham dan pemegang obligasi. Penelitian ini menghasilkan persamaan regresi yang menunjukkan koefisien untuk *collateral assets* bertanda positif dengan tingkat signifikansi 0.941 lebih tinggi dari $\alpha=0.05$. Hal ini berarti bahwa variabel *collateral assets* tidak mampu menjelaskan variabel dividen dalam mengurangi konflik

keagenan. Tanda positif memberikan gambaran bahwa jika jumlah aset kolateral yang dimiliki perusahaan semakin besar maka perusahaan akan membayarkan dividen dengan jumlah yang besar. Sebaliknya jika jumlah aset kolateral yang dimiliki perusahaan kecil maka perusahaan akan membayarkan dividen dalam jumlah yang kecil. Dari hasil ini maka, hipotesis 3 yang menyatakan bahwa terdapat hubungan positif signifikan antara aset kolateral dengan *Dividend Payout Ratio (DPR)* tidak terbukti. Penelitian ini sejalan dengan penelitian dari Titman dan Wassels (1988) dalam Mollah (2000) yang berpendapat bahwa perusahaan-perusahaan yang mempunyai aset kolateral lebih, menghadapi masalah (konflik) yang lebih sedikit antara pemegang saham dan pemegang obligasi karena mampu membayar dividen yang lebih tinggi. Ali dkk., (1993) dalam Mollah (2000) dengan pendekatan rasio aset pabrik neto terhadap total aset sebagai proksi untuk aset-aset kolateral untuk mengatasi masalah agensi pemegang saham dan pemegang obligasi, menemukan hubungan positif yang signifikan antara aset-aset kolateral dengan rasio pembayaran dividen. Sedangkan hasil penelitian Mollah (2000) menunjukkan variabel ASCOL berhubungan positif signifikan pada $\alpha = 10\%$ terhadap kebijakan dividen di Bursa Efek Dhaka.

Debt

Debt dalam penelitian ini adalah rasio hutang jangka panjang terhadap total aset, yang menggambarkan beban aset atas hutang perusahaan. Semakin besar rasio hutang terhadap total aset berarti semakin tinggi beban hutang yang harus ditanggung perusahaan. Hasil penelitian variabel *debt* terhadap dividen menunjukkan nilai t sebesar -3.048 dengan tingkat signifikansi 0.003 lebih rendah yang α yang disyaratkan 0.005 berarti bahwa variabel *debt* secara nyata merupakan variabel determinan yang mampu menjelaskan variabel kebijakan dividen untuk mengurangi konflik keagenan. Sedangkan tanda negatif memberikan gambaran bahwa jika proporsi

hutang terhadap total aset semakin besar maka perusahaan akan membayarkan dividen dengan jumlah yang semakin kecil. Hal ini dapat dijelaskan bahwa dengan proporsi hutang yang semakin besar perusahaan mempunyai beban terhadap pihak luar berupa beban bunga dan cicilan yang juga besar, sehingga bagian dari keuntungan yang dapat dibagikan kepada pemilik saham semakin kecil. Sebaliknya jika proporsi hutang terhadap aset adalah kecil, maka perusahaan mampu membayar dividen dalam jumlah yang besar. Penggunaan hutang untuk mendanai operasional perusahaan akan mengurangi pemakaian ekuitas perusahaan, sehingga konflik antara manajer dan *shareholders* dapat direduksi (Jensen dan Meckling, 1976). Teori keuangan menjelaskan bahwa "*debt agency problem*" akan mengurangi nilai perusahaan dan mungkin saja biaya tersebut lebih besar dari pada manfaat penggunaan hutang itu sendiri (Husnan, 2001). Temuan penelitian ini mendukung penelitian Jensen (1986) yang mengatakan bahwa peningkatan hutang dapat menurunkan besarnya konflik antara manajemen dan pemegang saham. Di samping itu, hutang juga dapat menurunkan *excess cash flow* yang ada dalam perusahaan, sehingga menurunkan kemungkinan pemborosan yang dilakukan oleh manajemen.

Free Cash Flow

Jensen (1986) mendefinisikan aliran kas bebas sebagai kelebihan aliran kas yang dibutuhkan untuk membiayai proyek-proyek yang mempunyai nilai sekarang positif (*positive net present value*) pada saat didiskonto pada biaya modal yang relevan. Aliran kas bebas mencerminkan keleluasaan bagi perusahaan untuk melakukan investasi tambahan, melunasi hutang-hutang, atau menambah likuiditas. Hasil penelitian menunjukkan bahwa koefisien untuk *free cash flow* menghasilkan tanda negatif dengan tingkat signifikansi 1.148 lebih tinggi dari $\alpha = 0.05$. Hal ini berarti variabel *Free Cash Flow* tidak mampu menjelaskan pengaruh variabel FCF terhadap kebijakan dividen untuk

mengurangi konflik keagenan. Dengan demikian hipotesis yang mengatakan bahwa Aliran kas bebas berpengaruh signifikan dan berhubungan negatif dengan *Dividen Payout Ratio* tidak terbukti. Namun tanda negatif seperti yang diharapkan dalam penelitian ini memberikan gambaran kecenderungan bahwa jika proporsi *cash flow* terhadap total aset semakin besar maka perusahaan akan membayarkan dividen dengan jumlah yang semakin kecil. Sebaliknya jika proporsi *free cash flow* terhadap aset adalah kecil, maka perusahaan membayar dividen dalam jumlah yang besar. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian Mollah (2000) juga tidak mampu menjelaskan variabel FCF terhadap kebijakan dividen untuk mengurangi konflik keagenan, tetapi tidak mendukung penelitian Roos *et al.* (2000) yang menghasil tanda negatif signifikan yang menggambarkan bahwa perusahaan yang memiliki FCF cenderung untuk tidak membagikan dividen atau lebih menyukai membagikan dividen yang kecil, karena lebih mengutamakan pertumbuhan. Juga tidak sejalan dengan pendapat Jensen (1986) yang mengemukakan bahwa jika perusahaan mempunyai banyak arus kas bebas, maka mereka akan mampu membayar dividen lebih tinggi sehingga menurunkan konflik keagenan dengan pemilik saham, atau menghentikan hutang-hutang mereka untuk mengurangi biaya agensi arus kas bebas dengan *debtholders*.

KESIMPULAN DAN SARAN

Kesimpulan

Masalah keagenan dapat diturunkan dengan mekanisme pembayaran dividen, melalui kepemilikan orang dalam (*insider ownership*), penyebaran kepemilikan saham (*shareholders dispersion*) dan hutang jangka panjang (*debt*). Variabel biaya agensi yang diprosikan oleh *insider*

ownership, *shareholder dispersion*, *collateral assets*, *debt* dan *free cash flow* secara bersama-sama signifikan mempengaruhi kebijakan dividen dalam konflik keagenan, dengan besarnya pengaruh sebesar 18%. Secara parsial *insider ownership* berpengaruh negatif, *shareholder dispersion* berpengaruh positif dan *debt* berpengaruh negatif secara signifikan terhadap kebijakan dividen, sedangkan *collateral assets* dan *free cash flow* tidak signifikan berpengaruh terhadap kebijakan dividen dalam konflik keagenan.

Saran

Memperhatikan variabel *insider ownership*, *shareholder dispersion* dan *debt* signifikan terhadap kebijakan dividen, maka kepada para investor atau calon investor dan kreditur, hendaknya memperhatikan variabel ini sebelum memutuskan untuk investasi baik dalam bentuk saham maupun obligasi. Untuk variabel *insider ownership* yang hasilnya adalah berpengaruh negatif signifikan terhadap DPR, maka calon investor yang berasal dari luar perusahaan dan berharap mendapatkan dividen tinggi atas investasinya hendaknya memperhatikan seberapa besar kepemilikan saham yang berasal dari dalam (direktur dan komisaris). Investasi ini akan mendapatkan dividen yang tinggi jika kepemilikan orang dalam prosentasenya kecil.

Berkaitan dengan variabel *shareholder dispersion* yang berpengaruh positif signifikan, maka kepada calon investor apabila ingin menginvestasikan dananya akan lebih menguntungkan jika saham pada suatu perusahaan dimiliki oleh banyak orang, atau banyak kelompok, atau lembaga. Sedangkan dari pihak perusahaan, mengingat semakin menyebar kepemilikan saham berpotensi terjadinya konflik karena asimetri informasi, maka sebaiknya perusahaan membagikan dividen yang tinggi agar konflik tersebut bisa direduksi. Sedangkan untuk variabel

debt yang pengaruhnya dominan terhadap kebijakan dividen dengan hubungan yang negatif, maka kepada calon investor hendaknya melihat apakah proporsi hutang terhadap total asetnya tinggi/rendah. Perusahaan yang mampu memberikan dividen yang tinggi adalah perusahaan yang rasio hutang jangka panjang terhadap total asetnya rendah.

DAFTAR PUSTAKA

- Alli *et al.*, 1993. Determinants of Corporate Dividend Policy; A Factorial Analysis. *The Financial Review*.
- Bathala *et al.*, 1994. Managerial Ownership, Debt Policy, and Institutional Holding an Agency Perspective. *Journal of Financial Management*.
- Brigham, E.F, Gapenski, L.C, and Daves. 1996. *Intermediate Financial Management. Fifth Edition*. The Dryden Press. New York.
- _____. 1997. *Financial Management Theory and Practice. Eight Edition*. The Dryden Press. New York.
- _____ and Ehrhardt, M, C. 2001. *Financial Management Theory and Practice*. 10th Edition. Harcourt College Publishers. New York.
- Crutchley, C.E and Hansen R.S. 1989. A Test Of The Agency Theory Of Managerial Ownership, Corporate Leverage and Corporate Dividends. *Financial Management*, Winter.
- Cooper, D.R. and Emory, C.E. 1995. *Business Research Methodes*. Fifth Edition. Richard, D. Irwin, Inc.
- Dempsey S.J and Laber G. 1990. Effects Of Agency and Transaction Costs on Dividend Payout Ratios. *The Journal Of Finance Research*. Vol.XV, No. 4. Winter.
- Darmawan, E.S. 1997. Faktor-faktor Penentu Kebijakan Pembayaran Dividen pada Perusahaan yang Go Publik di BEJ. *Thesis*. Universitas Gadjah Mada Yogyakarta.
- Fama, E.F. 1980. Agency Problem and Theory of The Firm. *Journal of Political Economic*.
- Gapenski and Daves. 1999. *Financial Management, Sixth Edition*, The Dryden Press. New York,
- Hansen. 1994. Dividend Policy and Corporate Monitoring : Evidence from The Regulated Electric Utility Industry. *Financial Management*.
- Husnan, S. 1999. Indonesian Corporate Governance, Its Impact on Corporate Performance and Finance. *Working Paper Gadjah Mada University*.
- _____. 2000. *Manajemen Keuangan, Teori dan Penerapan (Keputusan Jangka Panjang)*, BPF, 2000.
- _____. 2001. Corporate Governance dan Keputusan Pendanaan, Perbandingan Kinerja Perusahaan dengan Pemegang Saham Pengendali ; Perusahaan Multi Nasional dan Bukan Multi Nasional. *Journal Riset Akuntansi, Manajemen, dan Ekonomi*.
- Institute for Economic and Financial Research. 2000. *Indonesian Capital Market Directory*.
- _____. 2001. *Indonesian Capital Market Directory*.
- _____. 2002. *Indonesian Capital Market Directory*.
- _____. 2003. *Indonesian Capital Market Directory*.
- _____. 2004. *Indonesian Capital Market Directory*.

- _____. 2005. *Indonesian Capital Market Directory*.
- Jogiyanto. 2000. *Teori Portofolio dan analisis Investasi*. Edisi Kedua. BPFE. Yogyakarta.
- Jensen, M. C. and W.H. Meckling. 1976. The Theory of Firm : Managerial Behavior Agency Costs and Capital Structure. *Journal of Financial Economic*.
- Jensen, M.C. 1986. *Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Take Over* AEA *Papers Proceeding*, May.
- Moh'd, M.A, Perry, L.G., and Rimbey, J.N. 1995. An Investigation of Dynamic Relationship Between Agency Theory and Dividend. *The Financial Review*, Vol.10, No.2, May.
- Mollah, S., Keasey, and Short. 2000. The Influence of Agency Costs on Dividend Policy in An Emerging Market: Evidence from The Dhaka Stock Exchange. *Journal of Financial Research*.
- Noronha. 1996. The Monitoring Rationally of Dividends and The Interaction of Capital Structure and Dividend Decision. *Journal of Banking and Finance*.
- Putu Anom M., Predictability Power of Dividend Policy and Leverage Policy To Managerial Ownership, an Agency theory Perspective, *Journal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*, vol 18, no3, 2003.
- Rozeff, M.S. 1982. Growth, Beta, and Agency Costs as Determinants of Dividend Payout Ratios. *Journal of Financial Research*.
- Ross, S.A. 2000. *Fundamental of Corporate Finance*. Standard Edition, Boston, Irwin Mc. Graw-Hill.
- Titman, S., and Wessels, R. 1988. The Determinants of Capital Structure Choice. *Journal of Finance*.