

Dr. Hj Naning Fatmawatie, SE, MM

**PENGARUH STRUKTUR MODAL
DAN KEBIJAKAN DIVIDEN TERHADAP
BIAYA KEAGENAN DAN NILAI
PERUSAHAAN**

**Studi Pada Perusahaan Yang Tercatat Pada Bursa Efek
Indonesia**

Perpustakaan Nasional RI. Data Katalog dalam Terbitan (KDT)

**PENGARUH STRUKTUR MODAL DAN KEBIJAKAN DIVIDEN
TERHADAP BIAYA KEAGENAN DAN NILAI PERUSAHAAN
(Studi pada Perusahaan yang Tercatat pada Bursa Efek Indonesia)**

©STAIN Kediri

STAIN Kediri Press, 2015

vi+147 hlm.; 14.5 x 21 cm

ISBN: 978-602-8167-65-9

Cetakan Pertama, Oktober 2015

Penulis

Dr. Hj. Naning Fatmawatie, S.E., M.M.

Desain Cover

Aiq Banindya Afad

Tata Letak

Zafa

Penerbit:

STAIN Kediri Press

Jl. Sunan Ampel 07, Ngronggo, Kediri, Jawa Timur 64127

Tlp. (0354) 689282, FAX (0354) 686564.

Dicetak:

Nadi Offset Yogyakarta

Email: kantornadi@gmail.com

Tlp. (0274) 4333626

Sanksi Pelanggaran Pasal 72

Undang-undang Nomor 19 Tahun 2002 tentang Hak Cipta

1. Barangsiapa dengan sengaja melanggar dan tanpa hak melakukan perbuatan sebagaimana dimaksud dalam Pasal 2 Ayat (1) atau Pasal 49 Ayat (1) dan Ayat (2) dipidana dengan pidana penjara masing-masing paling singkat 1 (satu) bulan dan/atau denda paling sedikit Rp1.000.000,00 (satu juta rupiah), atau pidana penjara paling lama 7 (tujuh) tahun dan/atau denda paling banyak Rp5.000.000.000,00 (lima miliar rupiah)
2. Barangsiapa dengan sengaja menyiarkan, memamerkan, mengedarkan, atau menjual kepada umum suatu ciptaan atau barang hasil pelanggaran hak cipta atau hak terkait sebagai dimaksud pada ayat (1), dipidana dengan pidana penjara paling lama 5 (lima) tahun dan/atau denda paling banyak Rp50.000.000,00 (lima puluh juta rupiah).

KATA PENGANTAR

Alhamdulillahirabbil'alamien, puji syukur penulis panjatkan kehadirat Allah SWT atas rahmat, taufik, hidayah dan ma'unah-Nya sehingga penulisan buku ini dapat penulis selesaikan. Shalawat dan salam semoga senantiasa tercurahkan kepada Nabi Muhammad SAW, keluarga dan pengikutnya. Buku pengaruh Struktur Modal dan Kebijakan Dividen Terhadap Biaya Keagenan dan Nilai Perusahaan ini merupakan hasil penelitian Disertasi yang telah diuji di depan penguji pada tahun 2010.

Tujuan perusahaan adalah memaksimalkan kesejahteraan pemilik perusahaan. Kesejahteraan pemegang saham ditunjukkan melalui harga saham perusahaan, yang merupakan refleksi dari keputusan investasi, pendanaan dan manajemen aktiva. Meningkatnya kemakmuran pemegang saham melalui peningkatan nilai perusahaan sebagai tujuan utama perusahaan sering bertentangan dengan tujuan pihak manajer perusahaan, sehingga timbul konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham. 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 dapat menimbulkan biaya, yang disebut sebagai *agency cost* (biaya keagenan).

Tujuan utama perusahaan dalam perspektif manajemen keuangan adalah memaksimalkan kemakmuran pemegang



saham sebagai pemilik perusahaan yang ditunjukkan oleh meningkatnya nilai perusahaan yang tercermin dari harga saham perusahaan. Harga saham suatu perusahaan merupakan cermin keberhasilan dari keputusan–keputusan strategis keuangan perusahaan, yaitu keputusan pendanaan, keputusan investasi dan kebijakan dividen. Keputusan pendanaan perusahaan menyangkut keputusan bentuk dan komposisi pendanaan yang meliputi seberapa banyak utang atau modal sendiri (*equity*) yang akan dipergunakan dan penentuan waktu (*timing*) dalam memperoleh utang atau modal sendiri. Kebijakan struktur modal merupakan bagian dari keputusan pendanaan perusahaan (*financing decision*). Struktur modal merupakan perpaduan dari nilai utang, saham preferen, saham biasa, dan laba ditahan yang tercermin dalam laporan keuangan perusahaan pada akhir tahun

Dividen adalah *reward* untuk *shareholder* atas *supply capital* pada perusahaan. Saham akan bernilai jika ada pembayaran dividen. Hal ini berarti bahwa tanpa pembayaran dividen, saham tidak akan bernilai, karena hanya janji dividen di masa yang akan datang yang memberikan nilai kepada saham.

Mudah-mudahan buku ini dapat bermanfaat dan menjadi rujukan penelitian selanjutnya.

Kediri, 2015

DAFTAR ISI

Kata Pengantar.....	iii
Daftar Isi.....	v
BAB I Pendahuluan	1
BAB II <i>Agency Theory</i>	21
BAB III Nilai Perusahaan.....	31
BAB IV Keputusan Pendanaan.....	35
BAB V Struktur Modal	39
BAB VI Kebijakan Dividen	59
BAB VII Telaah Pustaka.....	69
BAB VIII Kerangka Konseptual	79
BAB IX Perusahaan Kelompok Industri di Bursa Efek Indonesia (BEI) Tahun 2003-2008.....	95
BAB X Pengaruh Struktur Modal dan Kebijakan Dividen terhadap Biaya Keagenan.....	111
BAB XI Pengaruh Biaya Keagenan terhadap Nilai Perusahaan.....	117

BAB XII Pengaruh Struktur Modal dan Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan.....	119
BABXIII Pengaruh Struktur Modal dan Kebijakan Dividen Melalui Biaya Keagenan terhadap Nilai Perusahaan.....	125
BAB XIV Penutup	129
Daftar Pustaka	135
Lampiran	141
Biodata Peneliti.....	143

BAB I

PENDAHULUAN

Agency Problem (masalah keagenan) lahir akibat adanya pemisahan pemilikan dari pengelolaan, dimana dampak dari adanya pemisahan tersebut diandaikan akan terjadi konflik kepentingan antara para pemilik dengan para manajer (Jensen dan Meckling, 1976). Konflik tersebut diharapkan menjadi motivator untuk lebih kreatif, karena merupakan mekanisme perimbangan kekuasaan. Bila dipandang dari sudut para pemilik bisnis, masalah keagenan memuat kandungan persoalan bagaimana menjamin agar para eksekutif-manajer selalu bertindak sesuai dengan kepentingan pemilik.

Agency theory (teori keagenan) muncul setelah fenomena terpisahnya kepemilikan perusahaan dengan pengelolaan pada perusahaan-perusahaan besar yang modern, sehingga teori perusahaan klasik tidak lagi dapat digunakan sebagai dasar analisis perusahaan. Pada teori perusahaan klasik, pemilik perusahaan yang berjiwa wiraswasta mengendalikan sendiri perusahaannya, dengan harapan tercapainya maksimum profit untuk dapat bertahan hidup dan berkembang. Kondisi akan berbeda manakala perusahaan diserahkan pada *agent* (manajer sebagai pengelola) oleh *principal* (pemegang saham sebagai pemilik), maka konflik kepentingan akan terjadi antara manajer sebagai pengelola dengan pemegang saham. Para pemegang saham berkepentingan dengan kemakmuran

atau kesejahteraan yang tinggi, sementara pihak manajer lebih mengutamakan pada pertumbuhan perusahaan. Masalah keagenan dalam konteks manajemen keuangan meliputi konflik kepentingan yang potensial antara manajer dengan pemegang saham dan kreditur.

Menurut Jensen dan Meckling (1976) bahwa masalah keagenan antara pemegang saham dengan manajer, potensial terjadi bila manajer tidak memiliki saham mayoritas perusahaan. Pemegang saham tentu menginginkan manajer bekerja dengan tujuan memaksimalkan kemakmuran pemegang saham. Sebaliknya, manajer perusahaan dapat saja bertindak tidak untuk memaksimalkan kemakmuran pemegang saham, tetapi berkepentingan untuk kemakmuran individu, keselamatan kerja, gaya hidup, dan keuntungan yang lain seperti kantor yang mewah, kenggotaan profesional, fasilitas telepon, mobil pribadi, dan tiket liburan, yang kesemuanya dibebankan atas biaya perusahaan. Selanjutnya manajer juga cenderung enggan untuk mengambil keputusan yang lebih berisiko, akibat dari adanya berbagai kepentingan individu tersebut, bila mereka mempunyai persepsi risiko yang dihadapi lebih besar dibandingkan dengan kemungkinan kehilangan pekerjaan dan rusaknya reputasi individu. Akibatnya, manajer tidak lagi memaksimalkan kemakmuran pemegang saham melainkan mengambil jalan tengah dengan meminimumkan kerugian potensial dari pemilik perusahaan.

Upaya untuk meyakinkan bahwa manajer bekerja sungguh-sungguh untuk kepentingan pemegang saham, pemegang saham harus mengeluarkan biaya yang disebut *agency cost* (biaya keagenan), yang meliputi antara lain: pengeluaran untuk memonitor kegiatan manajer, pengeluaran untuk membuat suatu struktur organisasi

yang meminimalkan tindakan-tindakan manajer yang tidak diinginkan, serta *opportunity cost* yang timbul akibat kondisi dimana manajer tidak dapat segera mengambil keputusan tanpa persetujuan pemegang saham. Biaya keagenan dapat dikurangi dengan beberapa alternatif antara lain.

1. Peningkatkan pemilikan saham manajer-eksekutif, penyebaran kepemilikan ini akan mensejajarkan kepentingan manajer dengan pemegang saham. Pemilikan saham oleh manajer merupakan insentif bagi para manajer untuk meningkatkan kinerja perusahaan (Jensen dan Meckling, 1976).
2. Peningkatan *dividend payout ratio*, akan mengurangi *free cash flow*, sehingga manajer terpaksa mencari pendanaan dari luar untuk membiayai investasi perusahaan (Rozeff, 1982; Dempsey dan Laber, 1992; Crutchley dan Hensen, 1989).
3. Meningkatkan pendanaan dari utang akan menurunkan konflik antara pemegang saham dengan manajer, di samping itu akan menurunkan *excess free cash flow* yang ada dalam perusahaan (Jensen *et al.*, 1992; Jensen *at al.*, 1986).
4. Adanya kepemilikan institusional dapat meningkatkan pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja perusahaan (Moh'd *et al.*, 1998).

Keputusan pendanaan merupakan salah satu penyebab konflik antara manajer dan pemegang saham. Para pemegang saham hanya peduli terhadap risiko sistematis dari perusahaan, karena mereka melakukan investasi pada portofolio yang terdiversifikasi dengan baik. Namun, manajer sebaliknya lebih peduli pada risiko perusahaan secara

keseluruhan. Ismail (2007) menyatakan bahwa terdapat dua alasan yang mendasari hal tersebut, antara lain: manajer akan terancam reputasinya, jika perusahaan menghadapi kebangkrutan. Hal ini menunjukkan bahwa *managerial ownership* dan *institutional ownership* dapat mempengaruhi keputusan pencarian dana melalui utang. Akhirnya, dapat diartikan rasio utang terhadap *equity* dapat meningkat, sehingga dapat meningkatkan risiko.

Jika alternatif sumber dana menggunakan utang, dapat mengakibatkan munculnya masalah keagenan antara pemegang saham dengan kreditur. Hal ini dikarenakan kreditur merasa dijadikan sebagai kuda pedati pagi pemegang saham, artinya kreditur dieksploitasi oleh pemegang saham. Persepsi tersebut dapat muncul, karena jika perusahaan sukses, maka pihak yang paling diuntungkan dan dapat menikmati hasilnya adalah pemegang saham. Namun bila perusahaan mengalami kegagalan atau kebangkrutan, maka risiko akan ditanggung kreditur. Pemicu lainnya konflik kepentingan antara pemegang saham dengan kreditur antara lain, jika: (1) manajer mengambil proyek-proyek yang risikonya lebih besar daripada yang diperkirakan oleh kreditur, atau (2) perusahaan meningkatkan jumlah utang hingga mencapai tingkatan yang lebih tinggi daripada yang diperkirakan kreditur. Mengingat dalam kondisi apapun pihak kreditur berada pada posisi kalah, maka kreditur yang bijak segera menyadari kondisi ini, sehingga pada umumnya mereka akan membuat rambu-rambu dalam bentuk kesepakatan saat pinjaman diberikan. Rambu-rambu tersebut diharapkan dapat mengurangi masalah keagenan antara kreditur dengan pemegang saham. Konsekwensi dari kesepakatan tersebut rupanya membuat manajer perusahaan kurang leluasa dan cepat dalam membuat

keputusan bisnis yang penting, di samping perusahaan harus selalu melakukan monitor untuk menjamin kepatuhan terhadap kesepakatan yang telah dibuat tersebut. Akhirnya biaya untuk memonitornya dibebankan pada perusahaan dalam bentuk bunga utang yang lebih tinggi (Ismail, 2007). Berkaitan dengan hal tersebut serta untuk memberikan deskripsi yang lebih nyata tentang keputusan penggunaan dana melalui utang berikut akan ditampilkan perkembangan *debt ratio* perusahaan-perusahaan yang tercatat di Bursa Efek Indonesia lima tahun terakhir mulai tahun 2003 sampai 2008. Data diambil secara acak (random) pada sepuluh perusahaan yang tercatat di Bursa Efek Indonesia.

Tabel.1
Perkembangan *Debt Ratio* untuk sepuluh perusahaan yang tercatat di Bursa Efek Indonesia Tahun 2003-2008

NAMA PERUSAHAAN	2003	2004	2005	2006	2007
PT. Centris Multi Persada Pratama, Tbk	0,72	0,66	0,87	1,03	1,30
PT. Telekomunikasi Indonesia (Persero), Tbk	1,69	1,53	1,40	1,39	1,16
PT. Alfa Retailindo, Tbk	1,11	1,32	1,18	0,02	0,84
PT. Adira Dinamika Multi Finance, Tbk	3,61	2,06	1,34	2,21	1,70
PT. Ciputra Surya, Tbk	0,98	1,74	1,69	1,18	0,93
PT. Panorama Sentra Wisata, Tbk	0,54	0,82	0,97	0,64	0,41

PT. Bakrie & Brother, Tbk	0,76	0,81	1,26	1,50	1,64
PT. Abdi Bangsa, Tbk	1,28	1,64	0,57	0,71	1,48
PT. Fortune, Tbk	0,24	0,41	0,46	0,80	0,84
PT. Indosat, Tbk	0,74	0,43	0,73	0,86	1,24
Rata-rata	1,24	1,14	1,05	1,13	1,15

Sumber: ICMD tahun 2003-2008

Keterangan: *Debt ratio* = *total debt*: *total equity*

Pada tabel 1 di tunjukkan bahwa sepuluh perusahaan yang tercatat di Bursa Efek Indonesia secara acak *debt ratio*-nya, menunjukkan trend yang menurun, baru mulai tahun 2006 mengalami peningkatan. Fenomena tersebut menunjukkan bahwa rata-rata besarnya *debt ratio* berkisar antara 1,05 sampai dengan 1,24 . Tahun 2003 adalah 1,24 : 1 (124%), di tahun 2004 adalah 1,14 : 1 (114%), tahun 2007 adalah 1,24 : 1 (124%). Untuk tahun 2007, berarti bahwa perusahaan mempunyai *ekuitas* 100 dan utangnya 124. Informasi tersebut dapat membantu memberikan gambaran bahwa struktur modal perusahaan publik di Indonesia masih didominasi dari utang dibanding modal sendiri. Keadaan tersebut juga dapat membantu memberikan gambaran bahwa kebijakan pemerintah untuk memperbaiki kondisi pasar modal di Indonesia dan mempermudah perusahaan dalam menerbitkan saham, sebagai alternatif sumber pendanaan masih belum maksimal, sehingga perusahaan memilih alternatif pendanaan dari utang. Melihat fenomena diatas maka penelitian masalah struktur modal beserta faktor penentunya pada pasar modal Indonesia ini menjadi menarik dan penting untuk diteliti.

Adanya kenaikan porsi utang yang cukup signifikan, disebabkan manajer tidak memiliki power dan terlibat permasalahan yang biasanya disebut *moral hazard*, yaitu memindahkan risiko bisnis dari tangan para pemilik perusahaan-perusahaan ke bank-bank. Kondisi tersebut dapat membantu memberikan gambaran bahwa institusi-institusi di Indonesia sebagai alternatif pendanaan bagi perusahaan belum berfungsi secara maksimal. Khususnya institusi yang terkait dengan pasar modal di Indonesia sebagai salah satu alternatif sumber pendanaan perusahaan.

Penggunaan sejumlah utang untuk membiayai kegiatan perusahaan merupakan suatu kebijakan perusahaan yang berhubungan dengan struktur modal. Kebijakan tersebut merupakan salah satu keputusan strategis yang harus diambil manajer dalam upaya untuk meningkatkan nilai perusahaan yang tercermin pada harga saham. Tujuan manajemen struktur modal adalah memadukan sumber dana permanen yang digunakan perusahaan dengan cara memaksimalkan harga saham dan meminimumkan biaya modal perusahaan (Keown *et al.*, 1996). Pendapat tersebut selaras dengan teori struktur modal tradisional yang merumuskan bahwa penggunaan utang dapat meningkatkan nilai perusahaan, bila penggunaan utang tersebut akan mengakibatkan penurunan biaya modal rata-rata (*cost of capital*). Selanjutnya pada tingkat tertentu besarnya proposi penggunaan utang dalam struktur modal dapat meningkatkan biaya modal rata-rata dan menurunkan nilai perusahaan karena besarnya risiko keuangan perusahaan.

Nilai perusahaan yang tercermin dari harga sahamnya dapat dikatakan sebagai indikator keberhasilan pengelolaan perusahaan. Harga saham terbentuk karena adanya

kekuatan pasar di bursa saham yang ditunjukkan dengan adanya transaksi jual beli saham perusahaan di pasar modal. Transaksi tersebut terjadi di dasarkan pengamatan para investor terhadap prestasi perusahaan dalam meningkatkan keuntungan. Hal ini menunjukkan bahwa harga saham merupakan ukuran prestasi perusahaan yaitu tolak ukur keberhasilan manajer dalam mengelola perusahaan atas nama pemegang saham. Pada struktur modal perusahaan, penggunaan utang yang cenderung meningkat akan menyebabkan biaya bunga semakin besar, sehingga keuntungan per lembar saham yang menjadi hak pemegang saham juga semakin besar. Menurut uraian Sartono (2001, 300) hal ini disebabkan karena adanya penghematan pajak penghasilan badan. Merujuk teori Modigliani dan Miller (1963) bahwa penggunaan utang akan meningkatkan nilai perusahaan, karena besarnya beban bunga yang disebabkan banyaknya utang akan menyebabkan berkurangnya beban pajak penghasilan yang harus dibayar, sehingga memperbesar pendapatan per lembar saham.

Pada perusahaan yang telah berkembang dengan berbagai jenis sumber modal dan sahamnya dimiliki oleh masyarakat, dalam pengelolaannya terdapat berbagai pihak yang berkepentingan terhadap perusahaan tersebut. Namun, kepentingan pemegang saham sebagai pemilik perusahaan adalah prioritas utama, antara lain keinginan untuk mendapatkan dividen secara berkesinambungan dalam jumlah yang memuaskan. Hal tersebut merupakan hasil yang diharapkan oleh investor. Pada hakekatnya terdapat dua kelompok besar investor di pasar modal. Berdasarkan preferensinya terhadap dividen atau *capital gain*. Kelompok investor pertama adalah mereka yang lebih suka dividen

yang tinggi dibandingkan dengan peningkatan pertumbuhan perusahaan. Kelompok kedua adalah mereka yang lebih menyukai *capital gain* atau dividen yang rendah dan pertumbuhan perusahaan yang tinggi. Fenomena mengenai kebijakan dividen kas sampai saat ini masih menjadi kontroversi dan menjadi topik menarik dalam debat ilmiah, yaitu apakah kebijakan dividen kas berpengaruh terhadap nilai perusahaan ataukah dividen tidak relevan dengan nilai pasar perusahaan.

Pembagian dividen kas bagi perusahaan sampai saat ini masih tetap menjadi isu yang menarik dalam berbagai literatur keuangan. Mengingat bahwa perusahaan adalah satu unit usaha dengan sasaran memaksimalkan nilai pasar. Keputusan dividen merupakan salah satu keputusan perusahaan yang paling penting, hal ini berkaitan dengan pihak-pihak internal dan eksternal (pemegang saham). Kebijakan dividen kas sampai saat ini masih merupakan teka-teki (*puzzle*) yang masih diperdebatkan. Perdebatan ini berkisar tentang apakah dividen dapat dikatakan sebagai *good news* atau *bad news* bagi para pemegang saham atau investor. Dapatkah dividen dijadikan sebagai sinyal tentang nilai suatu perusahaan (*value of the firm*) di masa sekarang dan masa yang akan datang (Fadah,2007).

Posisi atau likuiditas dari suatu perusahaan merupakan faktor yang penting yang harus dipertimbangkan sebelum perusahaan memutuskan untuk menetapkan besarnya dividen yang akan dibayarkan kepada pemegang saham (Pudjiastuti,2007). Hal ini disebabkan dividen merupakan *cash out flow*, maka makin kuatnya posisi likuiditas, berarti makin besar kemampuannya untuk membayar dividen. Hal ini menunjukkan bahwa, makin kuat posisi likuiditas suatu

perusahaan terhadap prospek kebutuhan dana di masa yang akan datang, makin tinggi *dividend payout ratio* nya.

Nilai perusahaan bergantung pada aliran kas operasional mendatang dan secara positif dikaitkan dengan kebijakan dividen, mengingat bahwa aliran kas operasional adalah pengukuran menyeluruh dari kinerja dan pengukuran likuiditas perusahaan (Utomo,2006). Hal ini menunjukkan bahwa aliran kas operasional sangat penting dalam menjelaskan kebijakan dividen, sehingga aliran kas operasional dapat di pakai sebagai prediktor yang baik dari kebijakan dividen dibandingkan dengan laba akuntansi, dan secara signifikan nilai dari perusahaan bergantung pada arus aliran kas operasional mendatang.

Menurut Rozeff (1982) bahwa dividen nampaknya memiliki atau mengandung informasi (*informational content of dividend*) atau sebagai isyarat akan prospek perusahaan. Apabila perusahaan meningkatkan kebijakan dividen, mungkin diartikan oleh pemodal sebagai sinyal harapan terhadap manajemen akan membaiknya kinerja perusahaan di masa yang akan datang. Pada akhirnya, manajer enggan untuk mengurangi dividen, apabila dianggap sebagai memburuknya kinerja perusahaan di masa yang akan datang. Sartono (2001:254-255) menguraikan bahwa faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen adalah.

1. Posisi kas atau likuiditas perusahaan mempengaruhi kemampuan perusahaan untuk membayarkan dividen. Bagi perusahaan yang memiliki laba ditahan yang cukup, tetapi manajer memutuskan untuk menginvestasikan ke dalam aktiva riil, maka perusahaan tidak dapat membayar dividen dalam bentuk kas.

2. Kebutuhan pembayaran kembali utang perusahaan juga berpengaruh terhadap kemampuan perusahaan untuk membayar dividen. Adanya batasaan dalam perjanjian pinjaman kepada kreditur, misalnya pembayaran dividen hanya dapat dilakukan setelah laba yang tersedia bagi pemegang saham dikurangi dengan angsuran pinjaman atau apabila modal kerja mencapai tingkat tertentu. Hal yang juga harus dipertimbangkan adalah persetujuan pemegang saham preferen, dimana menuntut hak pembayaran dividen sebelum pembayaran dividen kepada pemegang saham biasa.
3. Tingkat ekspansi yang tinggi memerlukan dana yang besar, sehingga laba yang diperoleh lebih baik ditahan. Stabilitas *earning* memungkinkan perusahaan untuk mempertahankan *dividend payout ratio* yang tinggi.
4. Akses perusahaan di pasar modal juga berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Aksebilitas perusahaan ini dipengaruhi oleh usia dan skala perusahaan, bagi perusahaan yang sudah mapan lebih mudah mempertahankan *dividend payout ratio* yang tinggi dibandingkan dengan perusahaan yang kecil.
5. Posisi pemegang saham dalam kelompok pajak juga berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Kepemilikan perusahaan oleh investor yang kecil cenderung untuk memiliki *dividend payout ratio* yang tinggi, sedangkan kepemilikan perusahaan oleh pemegang saham yang termasuk dalam kelompok pembayar pajak besar, lebih menyukai untuk mempertahankan *dividend payout ratio* yang rendah. Lebih lanjut posisi pembayaran pajak perusahaan berpengaruh pula terhadap kebijakan dividen. Adanya *penalty* atas kelebihan akumulasi laba

ditahan cenderung mendorong untuk memilih *dividend payout ratio* yang lebih tinggi.

Berkaitan dengan hal tersebut serta untuk memberikan deskripsi yang lebih nyata tentang dividen kas yang dibayarkan di Indonesia berikut akan ditampilkan perkembangan pembayaran dividen oleh perusahaan yang tercatat di Bursa Efek Indonesia lima tahun terakhir mulai tahun 2003 sampai 2008. Data diambil secara acak (random) pada sepuluh perusahaan yang tercatat di Bursa Efek Indonesia.

Tabel. 2
Perkembangan Dividend Payout Ratio (DPR) 10 perusahaan
yang tercatat di Bursa Efek Indonesia tahun 2003-2008
(dalam %)

NAMA PERUSAHAAN	DPR	2003	2004	2005	2006	2007
PT. Merck Indonesia, Tbk	DPR	42,00	43,79	44,35	41,77	47,27
PT. Tiga Raksa Satria, Tbk	DPR	30,81	35,07	34,75	37,87	34,50
PT. Matahari Putra Prima, Tbk	DPR	20,47	29,74	30,38	20,06	28,37
PT. Bank Central Asia, Tbk	DPR	0,58	0,31	0,31	0,33	0,18
PT. Unilever Indonesia, Tbk	DPR	47,07	41,69	43,56	45,40	44,94
PT. Bisi International Nickel Indonesia, Tbk	DPR	0,37	0,34	0,28	0,97	0,02

PT. Lion Metal Works, Tbk	DPR	27,30	22,08	27,34	25,20	25,70
PT. Mayora Indah, Tbk	DPR	0,23	0,23	0,42	0,29	0,90
PT. Berlian Laju Tanker, Tbk	DPR	10,80	15,56	12,89	13,80	17,40
PT. Rig Tenders, Tbk	DPR	50,40	52,84	57,51	58,63	56,28
Rata-rata	DPR	23,00	24,17	25,18	24,43	26,56

Sumber : ICMD Tahun 2003-2008

Pada tabel 2 ditunjukkan bahwa besarnya *dividend payout ratio*, yang merupakan ratio antara dividen per lembar saham (*dividend per share*) dengan laba per lembar saham (*earning per share*), perkembangannya menunjukkan trend yang meningkat, hanya tahun 2006 yang mengalami penurunan. Fenomena di atas juga menunjukkan bahwa rata-rata besarnya dividen yang dibagikan adalah berkisar antara 23,00% sampai dengan 26,56% dari besarnya laba bersih setelah pajak yang diperoleh perusahaan. Hal ini berarti bahwa dari laba bersih setelah pajak yang diperoleh perusahaan 77,00% sampai dengan 73,44% tidak dibagikan atau sebagai laba ditahan. Prosentase yang cukup besar dari laba ditahan perusahaan apabila tidak diinvestasikan pada investasi yang menguntungkan, maka akan berpotensi menimbulkan konflik antara manajemen sebagai agen dengan para pemegang saham. Besarnya *dividend payout ratio* rata-rata menunjukkan, bahwa mulai tahun 2003 yaitu 23,00% sampai dengan tahun 2005 mengalami peningkatan, yaitu menjadi 25,18%. Namun tahun 2006 mengalami penurunan menjadi

24,43%. Selanjutnya tahun 2007 mengalami kenaikan lagi menjadi 26,56%.

Pendapatan yang diterima oleh pemegang saham berkaitan dengan investasi pada saham di pasar modal berupa dividen dan *capital gain*. Berdasarkan informasi diatas dapat membantu memberikan gambaran bahwa besarnya dividen yang diterima oleh seluruh pemegang saham perusahaan publik di Indonesia apabila diakumulasi merupakan jumlah yang cukup besar, dan juga memberikan kontribusi yang relatif besar terhadap perekonomian suatu negara khususnya di Indonesia. Berdasarkan fenomena tersebut, maka penelitian masalah dividen beserta faktor penentunya pada pasar modal Indonesia ini juga menjadi menarik dan penting untuk diteliti.

Hasil penelitian Fadah (2007) menyatakan bahwa kebijakan dividen memberikan kontribusi dalam solusi biaya keagenan dengan beberapa alasan, antara lain: 1) menekan manajer untuk memastikan dapat menghasilkan cukup uang untuk membayar dividen; (2) dapat menekan manajer untuk menaikkan dana luar untuk mendanai proyeknya; (3) menurunkan *free cash flow*, dimana manajer dapat melakukan investasi pada proyek yang tidak menguntungkan.

Penelitian pengaruh struktur modal dan kebijakan dividen terhadap biaya keagenan dan nilai perusahaan telah dilakukan oleh beberapa peneliti. Penelitian Crutchley dan Hensen (1989) menemukan bahwa manajer menggunakan tiga kebijakan, yaitu: struktur kepemilikan, utang dan dividen untuk mengurangi biaya keagenan. Menurut Modigliani dan Miller (1958) bahwa proposisi dengan asumsi tanpa pajak dan pasar sempurna, nilai pasar perusahaan bersifat tidak tergantung pada keputusan pendanaan atau struktur

modal melainkan ditentukan oleh kapitalisasi keuntungan yang diharapkan pada tingkat tertentu. Setelah unsur pajak dimasukkan dalam model, maka pandangan mereka berubah. Pendapat yang sama diuraikan Brigham, Gapenski dan Daves (1999:407-421) bahwa keputusan pendanaan melalui utang akan meningkatkan nilai perusahaan karena bunga utang mengurangi penghasilan yang terkena pajak. Selanjutnya diuraikan pula kritikan terhadap teori Modigliani dan Miller (1963) yang kedua bahwa nilai perusahaan dengan 100% utang lebih baik daripada perusahaan tanpa utang. Perusahaan yang menggunakan 100% utang, jarang dijumpai dalam praktek, hal tersebut karena terdapat *trade-off* antara manfaat penghematan pajak dengan biaya kebangkrutan dari penggunaan utang (Brigham, Gapenski dan Daves, 1999:376).

Pada prinsipnya suatu model struktur pendanaan dalam manajemen keuangan pada suatu perusahaan mengikuti hirarki yang diusulkan oleh Myers (1984) yang dikenal dengan *pecking order theory*. Menurut teori ini bahwa urutan sumber dana yang digunakan sebaiknya laba ditahan (*internal financing*), utang (*external debt financing*) dan penerbitan saham (*external equity financing*). Pernyataan tersebut dipertegas oleh Mougoue dan Mukherejee (1994) bahwa utang dan keputusan investasi berhubungan positif. Hipotesis *pecking order theory* menyatakan bahwa perusahaan akan menggunakan *external finance* bila *internal equity* yang ada dalam perusahaan tidak mencukupi, untuk mengatasi kebutuhan dana. Keputusan investasi yang dimiliki oleh perusahaan akan mempengaruhi *financial leverage* bila *internal equity* yang dapat dipergunakan untuk mendanai investasi tidak cukup. Seberapa besar perusahaan harus melakukan

peminjaman, tergantung pada seberapa besar kesempatan investasi yang dimiliki perusahaan.

Keputusan pendanaan secara langsung berkaitan dengan struktur modal. Menurut Jensen dan Meckling (1976) bahwa penggunaan utang dalam struktur modal dapat digunakan sebagai alternatif dalam mengurangi biaya keagenan. Karena penggunaan utang tersebut, akan menuntut manajer bertindak sangat hati-hati dan akan mendorong mereka untuk bekerja lebih efisien guna meningkatkan kemakmuran pemegang saham (Jensen *et al.*, 1992). Selanjutnya Garvey (1992) menunjukkan bahwa dalam kondisi yang normal utang merupakan alat yang komplementer untuk memotivasi manajer membatalkan investasi-investasi dengan NPV yang negatif.

Husnan (2002:333) menguraikan bahwa kebijakan dividen berkaitan dengan masalah penggunaan laba yang menjadi hak para pemegang saham, yang pada dasarnya laba tersebut dapat dibagi sebagai dividen atau ditahan untuk diinvestasikan kembali. Hasil penelitian empiris Mougoue dan Mukherejee (1994) menemukan bahwa dividen dan keputusan investasi keduanya berhubungan negatif. Hubungan antara dividen dan keputusan investasi tergantung dari kesempatan investasi yang dimiliki perusahaan. Perusahaan lebih cenderung untuk membayar dividen dengan jumlah yang kecil, agar meningkatkan proporsi *internal equity* yang akan dipergunakan untuk mendanai investasi. Sebaliknya, untuk perusahaan yang kurang memiliki kesempatan investasi, lebih mendorong perusahaan untuk membayar dividen yang tinggi dan menurunkan proporsi *retained earning*. Selanjutnya menurut Jensen (1986) bahwa bila perusahaan tidak memiliki peluang investasi yang menguntungkan, lebih baik perusahaan membayar dividen yang besar. Penelitian empirik pengaruh kebijakan dividen kas terhadap biaya keagenan dilakukan oleh

Easterbrook (1984), Manos (2002) dan Mollah (2000). Hasil penelitiannya menunjukkan fakta empiris bahwa dividen kas berpengaruh positif terhadap biaya keagenan.

Kajian empirik tentang pengaruh kebijakan dividen kas terhadap nilai perusahaan sampai saat masih merupakan teka-teki (*dividend puzzle*). Hasil temuan Modigliani dan Miller (1961) menyatakan bahwa pada pasar yang sempurna dividen kas tidak relevan, artinya dividen kas tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Namun hasil penelitian Gordon dan Lintner (1963) serta Battacharya (1979) menyatakan sebaliknya bahwa dividen kas berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

Penelitian empirik pengaruh biaya keagenan terhadap nilai perusahaan dilakukan oleh Crutchley *et al.*, (1999) menyebutkan bahwa monitoring yang dilakukan oleh institusi mampu mensubstitusi biaya keagenan utang, sehingga biaya keagenan menurun dan nilai perusahaan meningkat. Pendapat serupa dipertegas dengan hasil temuan Smith (1996) menyatakan bahwa aktifitas monitoring institusi mampu mengubah dan mempengaruhi manajemen perusahaan untuk meningkatkan kemakmuran pemegang saham.

Weston dan Copeland (1995:10) menguraikan bahwa tujuan manajemen keuangan adalah memaksimalkan nilai perusahaan. Untuk memaksimalkan nilai perusahaan tersebut, keputusan-keputusan keuangan (keputusan investasi, keputusan pendanaan dan kebijakan dividen) harus dioptimalkan.

Penelitian ini mengembangkan penelitian terdahulu yang telah dilakukan sebelumnya. Adapun hal penting yang membedakan penelitian ini dengan penelitian sebelumnya adalah sebagai berikut.

1. Pengaruh struktur modal yang diproksi dengan utang terhadap nilai perusahaan telah diteliti oleh Ratnawati

(2001), Indahwati (2003), Muslimin (2006), Ghosh dan Francis (1999) serta Palepu(1996), akan tetapi peneliti tersebut belum mengaitkan secara langsung pengaruh struktur modal terhadap biaya keagenan.

2. Pengaruh kebijakan dividen yang diproksi dengan *dividend payout ratio* terhadap nilai perusahaan telah diteliti oleh Sudarma (2004), Moh'd *et al* (1998), Chang dan Rhee (1990), Chen dan Steiner (1999), Indahwati (2003) dan Noronha *et al.*, (1996), akan tetapi peneliti tersebut belum mengaitkan secara langsung pengaruh kebijakan dividen terhadap biaya keagenan.
3. Alat analisis yang digunakan dalam penelitian ini yaitu *path analysis*, karena model berbentuk struktural dan memiliki karakteristik hubungan berjenjang. Pada penelitian sebelumnya menggunakan analisis SEM dan analisis *regresi*.

Berdasarkan latar belakang masalah yang diuraikan di atas, maka dapat dirangkum empat permasalahan yang akan diuji secara empiris dalam penelitian ini, sebagai berikut.

1. Bagaimana pengaruh struktur modal dan kebijakan dividen terhadap biaya keagenan?
2. Bagaimana pengaruh biaya keagenan terhadap nilai perusahaan?
3. Bagaimana pengaruh struktur modal dan kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan?
4. Bagaimana pengaruh struktur modal dan kebijakan dividen melalui biaya keagenan terhadap nilai perusahaan?

Berdasarkan latar belakang masalah yang diuraikan di atas, maka penelitian ini dilakukan untuk mencapai tujuan. Selanjutnya tujuan penelitian ini dapat diperinci sebagai berikut.

1. Menganalisis pengaruh struktur modal dan kebijakan dividen terhadap biaya keagenan.
2. Menganalisis pengaruh biaya keagenan terhadap nilai perusahaan.
3. Menganalisis pengaruh struktur modal dan kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan.
4. Menganalisis pengaruh struktur modal dan kebijakan dividen melalui biaya keagenan terhadap nilai perusahaan.

Adapun manfaat penelitian ini diharapkan hasilnya dapat memberikan kontribusi bagi perkembangan teori dan praktek sebagai berikut: Kontribusi Ilmiah, yaitu

Pertama, hasil penelitian ini dapat memberikan kontribusi empiris yang bermanfaat dalam pengembangan ilmu pengetahuan bagi para praktisi, antara lain manajer, investor, kreditur dan pemerintah dengan menyediakan bukti secara empirik *Theory of the firm*, Jensen dan Meckling (1976) yang membahas tentang *agency cost*, *managerial behavior*, dan *ownership structure*. Teori tersebut berkaitan keputusan sumber pendanaan dalam struktur modal perusahaan untuk meningkatkan nilai perusahaan. Selain itu, juga membahas *agency cost model of dividend* yang menyatakan bahwa dividen digunakan sebagai alat untuk memperkecil biaya keagenan yang timbul dari *conflict of interest* antara manajer dengan pemegang saham.

Kedua, penelitian ini dapat memberikan kontribusi yang bermanfaat bagi para akademisi dan peneliti lainnya dengan menyediakan bukti empiris yang dapat dipergunakan sebagai bahan acuan penelitian selanjutnya. Utamanya penelitian mengenai struktur modal, kebijakan dividen, biaya keagenan dan nilai perusahaan.

Selain itu juga Kontribusi Kebijakan Operasional, yaitu:

Pertama, penelitian ini memberikan kontribusi yang bermanfaat bagi manajer. Utamanya dalam menetapkan faktor-faktor penentu dalam struktur modal dan menetapkan kebijakan struktur modal dalam meningkatkan nilai perusahaan.

Kedua, penelitian ini dapat memberikan kontribusi yang bermanfaat dalam pengembangan kebijakan untuk menentukan dividen perusahaan. Selanjutnya digunakan sebagai pedoman untuk mengeliminir masalah keagenan dalam perusahaan untuk meningkatkan nilai perusahaan di masa yang akan datang.

Ketiga, penelitian ini dapat memberikan kontribusi yang bermanfaat bagi para pelaku pasar modal (investor, pialang, para analisis sekuritas) serta bagi calon investor di masa yang akan datang. Utamanya sebagai bahan masukan dalam berinvestasi pada saham-saham perusahaan publik Indonesia sesuai dengan kelompok industrinya.

Keempat, penelitian ini dapat memberikan manfaat bagi masyarakat dan pemerintah (BAPEPAM, BEI dan Lembaga-lembaga penunjang pasar modal) melalui alokasi sumber dana masyarakat kepada pengelolaan sumber dana yang baik. Pelaksanaan penyaluran sumber dana ini diharapkan dapat membuat perusahaan-perusahaan dapat semakin berkembang, yang kemudian dapat menciptakan lapangan pekerjaan yang lebih luas. Selanjutnya dapat memberi dampak positif bagi masyarakat melalui penyerapan tenaga kerja. Selain itu, perkembangan perusahaan tentunya diikuti dengan peningkatan kemakmuran perusahaan, dapat meningkatkan sumbangan pajak bagi pemerintah melalui pajak pendapatan. Kondisi ini pada akhirnya dapat mendorong pertumbuhan perekonomian Indonesia.

BAB II

AGENCY THEORY

Tujuan perusahaan adalah memaksimalkan kesejahteraan pemilik perusahaan. Kesejahteraan pemegang saham ditunjukkan melalui harga saham perusahaan, yang merupakan refleksi dari keputusan investasi, pendanaan dan manajemen aktiva (Horne dan Wachowicz, 2006: 3). Meningkatnya kemakmuran pemegang saham melalui peningkatan nilai perusahaan sebagai tujuan utama perusahaan sering bertentangan dengan tujuan pihak manajer perusahaan, sehingga timbul konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham. 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 dapat menimbulkan biaya, yang disebut sebagai *agency cost* (biaya keagenan).

Hubungan antara pemberi kerja dan penerima untuk melaksanakan pekerjaan dibahas dalam *agency theory* (teori keagenan). Pemberi kerja biasa disebut *principal* akan memberikan hak kepada orang lain yang disebut sebagai *agent* untuk menjalankan haknya. Kedua belah pihak diikat oleh kontrak yang menyatakan hak dan kewajiban masing-masing. Menurut Jensen dan Meckling (1976) bahwa hubungan keagenan adalah kontrak dimana satu atau lebih (*principal*) menyewa orang lain (*agent*) untuk

melakukan beberapa jasa untuk kepentingan mereka dengan mendelegasikan beberapa wewenang pembuatan keputusan kepada agen. Pada konteks manajemen keuangan, hubungan ini muncul antara: pemegang saham dengan para manajer dan antara pemegang saham dengan kreditor.

Dewasa ini pengendalian perusahaan sering diserahkan kepada manajer profesional yang bukan pemilik perusahaan, mengingat keterbatasan yang dimiliki pemilik untuk mengendalikan perusahaan yang semakin besar dan semakin kompleks. Tujuan utama yang harus dicapai adalah memaksimalkan kemakmuran pemilik perusahaan. Berdasarkan peran tersebut, manajer dapat dipandang sebagai agen dari pemilik perusahaan yang mempekerjakan mereka, memberikan kekuasaan dan wewenang untuk mengambil keputusan terbaik yang menguntungkan pemilik perusahaan.

Adanya sifat dasar manusia yang cenderung mengutamakan kepentingan pribadi dibandingkan kepentingan orang lain, memicu timbulnya *agency problem* (masalah keagenan). Masalah keagenan antara pemegang saham dengan manajer, potensial terjadi bila manajer tidak memiliki saham mayoritas perusahaan. Pemegang saham tentu menginginkan manajer bekerja dengan tujuan memaksimalkan kemakmuran pemegang saham. Sebaliknya, manajer perusahaan bisa saja bertindak tidak untuk memaksimalkan kemakmuran pemegang saham, tetapi berkepentingan untuk kemakmuran individu, keselamatan kerja, gaya hidup, dan keuntungan yang lain seperti kantor mewah, keanggotaan profesional, fasilitas telepon, mobil pribadi dan tiket liburan, yang kesemuanya dibebankan atas biaya perusahaan. Adanya kepentingan-kepentingan pribadi manajer tersebut, membuat manajer enggan untuk mengambil keputusan yang cenderung berisiko. Alasannya, dengan risiko

yang dihadapi lebih besar dibandingkan dengan kemungkinan kehilangan pekerjaan dan

rusaknya reputasi individu. Akibatnya, manajer tidak lagi memaksimalkan kemakmuran pemegang saham melainkan cenderung mengambil jalan tengah dengan meminimumkan kerugian potensial dari pemilik perusahaan. Kecenderungan lebih mementingkan kepentingan individunya daripada kepentingan perusahaan, maka terjadilah apa yang disebut masalah keagenan.

Adanya kepentingan yang berbeda antara pemegang saham dengan manajer sebagai agen. Pemegang saham memiliki tujuan untuk memaksimalkan kekayaannya dengan melihat nilai sekarang (*present value*) dari arus kas yang dihasilkan oleh investasi perusahaan. Namun manajer lebih cenderung meningkatkan pertumbuhan dan ukuran perusahaan. Hal ini disebabkan peningkatan pertumbuhan perusahaan akan memberikan peluang bagi manajer bawah dan menengah dipromosikan. Tindakan tersebut digunakan pembuktian sebagai karyawan yang produktif, sehingga akan mendapatkan penghargaan lebih atas prestasi tersebut. Alasan lainnya, semakin besar ukuran perusahaan akan dapat memenuhi kebutuhan keamanan karyawan dan mengurangi kemungkinan PHK dan kompensasi yang semakin besar.

Ada tiga bentuk hubungan keagenan dalam manajemen perusahaan, yaitu antara pemegang saham dengan kreditur, antara perusahaan dengan konsumen dan antara pemegang saham dengan manajer. Menurut Fadah (2007) masalah keagenan dikelompokkan menjadi tiga, yaitu.

1. Masalah keagenan antar manajer dan pemegang saham

a. *Employee Perquisites*

Tindakan yang dilakukan manajer merupakan *moral hazard* yaitu keputusan manajer yang

mempengaruhi keuntungan pribadi (*perquisites*) baik secara langsung (misalnya: penggunaan mobil perusahaan untuk keperluan pribadi dan biaya bisnis pribadi yang dibebankan pada perusahaan) maupun tidak langsung (misalnya: *interior* kantor yang terlalu mewah). Pada akhirnya pembebanan biaya tersebut merupakan kerugian bagi pemegang saham.

b. *Employee Effort*

Kontribusi tenaga yang diberikan oleh kebanyakan karyawan kurang optimal. Bila terdapat 80% pekerjaan yang harus mereka lakukan, karyawan yang mengerjakan hanya 20% saja. Tentu, bila pemegang saham melihat kondisi ini, akan menganggap karyawan yang melakukan pekerjaan 20% atau secara konseptual 25% dari total karyawan.

c. *Nondiversifiability of Human Capital*

Spesialisasi yang dimiliki karyawan akan mempengaruhi kemampuan dan keahliannya dalam menyelesaikan pekerjaan dengan cara yang efektif. Untuk itu, harusnya karyawan mencurahkan seluruh kemampuannya untuk satu perusahaan saja dan tidak mungkin bekerja pada beberapa tempat atau memiliki beberapa profesi sekaligus. Namun demikian, bila hal ini terjadi karena mereka tidak dapat mendiversifikasi pekerjaannya (*nondiversifiability of human capital*). Ketidakmampuan karyawan untuk mendiversifikasi keahliannya akan berdampak pada kebijakan investasi perusahaan baik investasi baru maupun investasi yang sudah ada.

2. Masalah keagenan pada investasi baru.

Menurut Jensen (1986) serta Fama dan Jensen (1985) bahwa manajer seharusnya memaksimalkan pemegang saham dengan cara, berikut.

- a. Mencari proyek yang memiliki *Net Present Value* (NPV) positif dan menolak yang negatif.
- b. Berkonsentrasi pada risiko sistematis dan bukan pada total risiko karena investor dapat meminimalkan risiko yang tidak sistematis melalui diversifikasi dengan pembentukan portofolio.
- c. Membagikan *free cash flow* yaitu arus kas yang tersisa dalam perusahaan setelah perusahaan membiayai seluruh proyek yang memiliki NPV positif sebagai dividen.

Namun kenyataannya yang dilakukan manajer antara lain.

- a. Melakukan investasi pada proyek dengan risiko yang rendah, sehingga memberikan imbalan hasil yang rendah pula karena variabilitas arus kasnya rendah.
- b. Menganalisis risiko proyek berdasarkan risiko total dan bukan risiko sistematis karena manajer bisa terancam diberhentikan dari perusahaan jika investasinya gagal. Pada kesempatan lain, pemegang saham yang melakukan diversifikasi masih dapat menggantungkan diri pada investasi lainnya atau berpindah pada investasi lainnya jika investasinya di suatu perusahaan gagal.
- c. Lebih memilih menahan *free cash flow* agar sumber dana yang berada dibawah wewenang manajer meningkat dan mengurangi likuiditas.

3. Masalah keagenan pada investasi yang sudah ada.

Produk yang dihasilkan oleh perusahaan menentukan apakah karyawan dapat mendiversifikasikan dirinya atau

tidak. Bila perusahaan menghasilkan produk yang khas atau unik, tentu keahlian yang harus dimiliki karyawan juga harus khas dan tertentu (tidak umum) sesuai dengan karakter produk yang dihasilkan perusahaan. Keahlian yang khas dan tertentu (tidak umum) ini menjadikan semakin terspesialisasinya kemampuan karyawan dan tidak mudah untuk berpindah-pindah pekerjaan, sedangkan jika kemampuan karyawan umum, dapat memiliki alternatif pekerjaan lebih banyak dan memungkinkan karyawan untuk lebih mudah berpindah ke perusahaan lain. Ketidakpuasan karyawan pada keahlian khusus yang dimiliki terhadap kompensasi perusahaan, cenderung lebih memicu masalah keagenan.

Pemicu konflik dalam masalah agen diantaranya adalah *asymmetric information* antara pemilik dan manajer. *Asymmetric Information* terdiri dari dua tipe, yaitu.

1. Pihak pertama memiliki informasi yang lebih sedikit dibandingkan pihak lain. Pihak yang memiliki informasi dalam hal ini tidak akan mau untuk melakukan perjanjian dengan pihak lain, kalau akhirnya perjanjian dibuat. Pada akhirnya akan dibuat batasan-batasan dengan kondisi yang sangat ketat dan biaya yang sangat tinggi.
2. Pihak pertama (manajer) melakukan tindakan tanpa sepengetahuan pemilik (pemegang saham) untuk kepentingan pribadinya.

Munculnya masalah keagenan, menimbulkan dampak pada biaya keagenan yang harus ditanggung perusahaan. Biaya agen adalah biaya yang timbul agar manajer bertindak selaras dengan tujuan pemegang saham. Biaya keagenan dapat dikategorikan menjadi tiga hal (Brigham dan Gapenski,

1993:253), yaitu: a) Pengeluaran untuk memonitor kegiatan manajerial, contohnya biaya audit; b) Pengeluaran untuk struktur keorganisasian yang akan membatasi perilaku manajer, contohnya dewan direksi; dan c) biaya *opportunity* yang terjadi ketika pemilik saham melakukan pembatasan–pembatasan, contohnya membatasi keahlian manajer untuk melakukan tindakan demi kemakmuran pemegang saham.

Menurut Jensen dan Meckling (1976) bahwa biaya keagenan meliputi hal sebagai berikut: a) Pengeluaran untuk monitoring seperti halnya biaya untuk pemeriksaan akuntansi dan prosedur pengendalian internal; b) Pengeluaran insentif sebagai kompensasi untuk manajer atas prestasi yang konsisten memaksimalkan nilai perusahaan; c) *Fidelity bond* adalah kontrak antara perusahaan dengan pihak ketiga, dimana pihak ketiga *bonding company* setuju untuk membayar perusahaan jika manajer berbuat tidak jujur. Hal ini berdampak pada kerugian perusahaan. *Fidelity bonding* mempunyai pengertian hampir sama dengan asuransi kerugian atas praktik yang tidak jujur; d) *Golden parachutes* dan *poison pill* dapat dipergunakan pula untuk mengurangi konflik antara manajer dan pemegang saham yang menjamin bahwa manajer akan mendapat kompensasi sejumlah tertentu apabila perusahaan dibeli perusahaan lain atau terjadi perubahan pengendalian perusahaan. Pada akhirnya, manajer tidak perlu khawatir akan kehilangan pekerjaan. *Poison pill* adalah usaha pemegang saham untuk menjaga agar perusahaan tidak diambil alih oleh perusahaan lain. Usaha ini dapat dilakukan dengan mengeluarkan hak penjualan saham pada harga tertentu atau mengeluarkan obligasi disertai dengan hak penjualan obligasi pada harga tertentu. Selanjutnya bila perusahaan dibeli oleh perusahaan lain, pembeli perusahaan wajib membeli saham

dan obligasi pada harga yang telah ditentukan sebelumnya. Hasil penelitian Cynthia (2003) memberikan solusi untuk memecahkan masalah keagenan, yaitu.

1. Kontrak kerja optimal (*financial contract*). Cara ini sebagai alternatif untuk meredam dan meminimalkan masalah keagenan. Hal-hal yang perlu dipertimbangkan untuk membuat kontrak kerja optimal antara lain.
 - a. Krisis keuangan (*Financial Distress*)
Dampak krisis keuangan dapat memicu percepatan konflik antara berbagai *stakeholder* dalam perusahaan. Kondisi krisis, membuat perusahaan terancam bangkrut, maka keputusan berisiko tinggi membuat pemegang saham lebih merugi lagi.
 - b. Informasi yang tidak sempurna (*Imperfect Information*)
Adanya informasi yang sifatnya bias, dimana manajer memberikan informasi yang tidak akurat. Hal ini dilakukan manajer karena tolak ukur kinerjanya tergantung pada laba yang dihasilkan perusahaan. Berkaitan dengan hal tersebut, perlu didisain kontrak yang baik dan optimum untuk memberikan sinyal yang lebih dapat dipercaya.

2. Alat pengawas

Control hypothesis dapat digunakan sebagai alat pengawas, jika struktur modal perusahaan dengan proporsi utang lebih besar. Kondisi ini menuntut manajer untuk membayar bunga dari kas yang ada secara reguler. Hal ini dapat menghindari penggunaan *free cash flow* perusahaan yang besar untuk kepentingan pribadi manajer.

Hasil penelitian Ismail (2007) menyatakan bahwa terdapat beberapa alternatif yang dapat mengurangi biaya keagenan adalah.

1. Melakukan tindakan pensejajaran kepentingan manajer dengan pemegang saham. Kepemilikan saham oleh manajer merupakan insentif bagi para manajer untuk meningkatkan kinerja perusahaan, dan mereka cenderung meningkatkan kemakmuran pemegang saham, karena mereka juga memiliki sebagian besar saham perusahaan, sehingga dapat meminimalkan biaya keagenan.
2. Meningkatkan *dividend payout ratio*. Peningkatan *dividend payout ratio* ini akan mengurangi *free cash flow* yang tersedia, sehingga dapat mengurangi tindakan manajer yang kurang optimal dalam arti menggunakan *free cash flow* untuk kepentingan sendiri dibandingkan untuk kepentingan pemegang saham.
3. Meningkatkan pendanaan dari utang akan menurunkan konflik antara pemegang saham dengan manajer. Dampak lainnya adalah menurunkan *excess free cash flow* yang ada dalam perusahaan. Keberadaan *free cash flow* yang berlebihan akan mengakibatkan kemungkinan penyimpangan perilaku manajer dan timbul keputusan-keputusan yang tidak mencerminkan kepentingan pemilik perusahaan. Penggunaan pendanaan dari utang membuat manajer akan bertindak sangat hati-hati, dan dapat mendorong mereka untuk bekerja lebih efisien. Kondisi yang normal, utang dan kepemilikan merupakan alat yang komplementer untuk memotivasi manajer membatalkan investasi-investasi dengan *net present value* (NPV) yang negatif.
4. Kepemilikan institusioanal berperan sebagai *monitoring agent* yaitu investor institusioanal dapat berperan sebagai monitoring agen yang efektif untuk mengurangi biaya keagenan dengan meningkatkan pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja manajer.

Menurut Sprenmann dan Gantenbein (2001) bahwa Modigliani dan Miller (1958) mengasumsikan *perfect market* (pasar sempurna) adalah pasar di mana manajer merupakan *perfect agents* (agen yang sempurna) dari para investor dan bertindak sesuai dengan keinginan para investor tersebut. Namun, kenyataannya konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham menyebabkan adanya biaya keagenan. Biaya keagenan akan meningkat, bila *owner-manager* menjual porsi saham yang dimiliki kepada investor yang tidak memiliki suara dalam manajemen. Menurut Atmaja (2008: 7) bahwa pasar modal sempurna memiliki karakteristik sebagai berikut.

1. Tidak ada biaya transaksi.
2. Tidak ada pajak.
3. Ada cukup banyak pembeli dan penjual.
4. Adanya kesamaan individu dan perusahaan dalam melakukan akses ke pasar.
5. Setiap orang memiliki harapan yang sama.
6. Tidak ada yang berhubungan dengan hal kesulitan keuangan.

BAB III

NILAI PERUSAHAAN

Tujuan utama perusahaan dalam perspektif manajemen keuangan adalah memaksimalkan kemakmuran pemegang saham sebagai pemilik perusahaan yang ditunjukkan oleh meningkatnya nilai perusahaan yang tercermin dari harga saham perusahaan (Atmaja, 2008: 4). Harga saham suatu perusahaan merupakan cermin keberhasilan dari keputusan–keputusan strategis keuangan perusahaan, yaitu keputusan pendanaan, keputusan investasi dan kebijakan dividen. Dampak yang timbul dari keberhasilan keputusan–keputusan strategis keuangan perusahaan dapat dinilai dari harga saham yang ada. Menurut hasil penelitian Gitman (2003) bahwa penilaian adalah proses yang menghubungkan risiko dan nilai pengambilan dari suatu *asset*.

Penelitian Hampton (1989) mengungkapkan bahwa nilai dari suatu sekuritas adalah digambarkan sebagai harga dalam uang atau surat–surat berharga lain pada saat ditentukan. Empat konsep utama dari nilai sebagai berikut.

1. Nilai berkelanjutan (*going concern value*).
Nilai berkelanjutan yaitu nilai perusahaan jika dijual sebagai operasi usaha yang berkelanjutan.
2. Nilai likuiditas (*liquidity value*).
Nilai likuiditas yaitu jumlah uang yang dapat direalisasikan jika sebuah aktiva atau sekelompok aktiva dijual secara terpisah dari organisasi yang menjalankannya.

3. Nilai pasar (*market value*)

Nilai pasar yaitu harga pasar yang digunakan untuk memperdagangkan aktiva.

4. Nilai buku (*book value*)

Aktiva : Nilai akuntansi aktiva dikurangi biaya perolehan aktiva dikurangi akumulasi depresiasi.

Perusahaan : Total aktiva dikurangi kewajiban dan saham preferen seperti yang tercantum di neraca.

Suatu sekuritas mempunyai *intrinsic value* yang merupakan harga penyesuaian untuk sekuritas ketika faktor-faktor primer dari nilai diperhatikan. Nilai intrinsik (*intrinsic value*) menunjukkan *present value* arus kas yang diharapkan dari saham (Husnan, 1997). Lebih lanjut Hampton (1989) menyatakan bahwa manajer keuangan mengestimasi nilai intrinsik dan diikuti dengan menaksir faktor-faktor fundamental yang mempengaruhi nilai sekuritas sebagai berikut.

1. Nilai dari *asset* perusahaan.
2. Kemungkinan tingkat bunga dan dividen di masa yang akan datang.
3. Kemungkinan *earning* di masa yang akan datang.
4. Kemungkinan perkembangan suku bunga di masa yang akan datang.

Weston dan Copeland (1991) menguraikan bahwa rasio-rasio penilaian ukuran kinerja yang paling menyeluruh untuk suatu perusahaan karena mencerminkan pengaruh gabungan dari hasil pengembalian dan risiko. Rasio penilaian terdiri dari hal berikut.

1. Harga pasar per saham terhadap laba per saham (*price earning ratio*).
2. Harga pasar terhadap nilai buku (*market to book ratio*).
3. *Tobin's q*.

Theory of The Firm merupakan Teori Pasar (*theory of markets*) dimana didalamnya perusahaan merupakan pelaku yang penting. Perusahaan diumpamakan sebagai suatu kotak hitam (*black box*) yang dalam operasionalnya menghadapi kondisi *marginal* yang relevan dan berhubungan dengan input dan output, melalui upaya memaksimalkan profit atau lebih tepatnya nilai sekarang (*present value*) dari profit (Jensen dan Meckling, 1976). Selanjutnya Jensen dan Meckling (1976) mempertegas bahwa *theory of the firm* berkaitan dengan tiga aspek utama yaitu perilaku manajer (*managerial behavior*), biaya keagenan (*agency cost*) dan struktur kepemilikan (*ownership structure*). Tiga aspek utama tersebut didasari dengan teori keagenan (*agency theory*), teori tentang hak milik (*theory of property rights*) serta teori struktur kepemilikan perusahaan (*theory of the ownership structure of the firm*).

BAB IV KEPUTUSAN PENDANAAN

Keputusan pendanaan perusahaan menyangkut keputusan bentuk dan komposisi pendanaan yang meliputi seberapa banyak utang atau modal sendiri (*equity*) yang akan dipergunakan dan penentuan waktu (*timing*) dalam memperoleh utang atau modal sendiri (Husnan dan Enny: 1998: 277). Sumber pendanaan perusahaan dapat diperoleh dari internal dan eksternal perusahaan. Sumber pendanaan internal (*intern financing*) atau dari dalam perusahaan sendiri berasal dari hasil operasi perusahaan berupa laba di tahan (*retained earning*). Untuk sumber pendanaan eksternal (*extern financing*) dapat diperoleh dari utang jangka panjang (*long term debt*) atau penerbitan obligasi (*issuing bonds*) serta dari penerbitan saham baru (*issuing new stock*). Pendanaan eksternal biasa dikelompokkan ke dalam kelompok modal pinjaman (*long term debt dan obligasi*) dan kelompok modal sendiri (*equity*).

Menurut Riyanto (1997) bahwa modal dapat diperoleh dari dua sumber, yaitu dari pembelanjaan luar perusahaan (*external financing*), dalam bentuk pembelanjaan dimana usaha pemenuhan kebutuhan modal diambil dari sumber-sumber modal yang berada di luar perusahaan, yaitu pemilik atau calon pemilik, peserta, dan pengambil bagian (modal saham, modal peserta). Pembelanjaan seperti ini dinamakan modal sendiri (*equity financing*). Untuk pembelanjaan lainnya dari dalam

perusahaan (*internal financing*), dalam bentuk pembelanjaan dimana pemenuhan kebutuhan modal dengan dana yang dibentuk atau dihasilkan sendiri di dalam perusahaan, yaitu dana yang berasal dari keuntungan laba ditahan dan berasal dari depresiasi (penyusutan). Menurut Lee dan Finnerty (1990) bahwa *internal financing* melibatkan arus kas tingkat laba ditahan dan biaya penyusutan yang dihasilkan oleh perusahaan. Laba ditahan merupakan sumber pembiayaan internal perusahaan untuk menggantikan *asset* dan investasi baru. Laba ditahan lebih disukai dibandingkan *equity* baru untuk membiayai suatu investasi jika dana tersebut tersedia. Karena biaya laba ditahan lebih rendah dari peningkatan modal melalui ekuitas baru. Hal ini terjadi sebab tidak adanya biaya untuk transaksi. Selanjutnya Lee dan Finnerty (1990) juga mengungkapkan bahwa *external financing* merupakan jumlah utang jangka pendek dan jangka panjang baru atau *equity* baru yang dikeluarkan oleh perusahaan sebagai sumber dana. Keputusan ini dipengaruhi oleh *dividend payout ratio* dan struktur modalnya.

Kebijakan dividen dan struktur modal suatu perusahaan mempengaruhi nilai harga pasarnya. Perpaduan yang optimal adalah perpaduan pembiayaan internal–eksternal, yaitu fungsi dari *dividend payout ratio*, *debt to equity ratio* dan interaksi antara dua variabel ini. Perpaduan ini secara diferensial mempengaruhi laju pertumbuhan laba per lembar saham, dividen per lembar saham dan harga saham

Kebijakan struktur modal perusahaan tentunya secara langsung berkaitan dengan keputusan pendanaan yang diperoleh perusahaan, baik dari sumber internal maupun eksternal perusahaan. Menurut (Haley dan Schall: 1979) bahwa keputusan pendanaan dari perusahaan dapat dipandang sebagai dua hal yang berkaitan yaitu.

1. *Financing tactics* digunakan untuk pilihan alat-alat pendanaan tertentu dalam periode sekarang. Umumnya pendanaan ini digunakan, karena adanya kebutuhan yang mendesak dan harus dipecahkan pada saat ini, sehingga perusahaan harus mencari pemecahannya.
2. *Financing policy* merujuk pada pertanyaan tentang bauran pendanaan jangka panjang. Kebijakan pendanaan ini lebih dititikberatkan penggunaannya untuk menyiapkan dana jangka panjang, sehingga dikaitkan dengan perencanaan dan kebijakan strategi jangka panjang.

Financing policy dapat terjadi karena pengaruh *financing tactics* terhadap nilai perusahaan. Begitu juga *dividend policy* dipandang sebagai bagian dari *financing policy*. Hal ini terjadi, karena adanya suatu pilihan antara membayar dividen atau menerbitkan saham baru untuk mendanai investasi atau menggunakan dana yang dihasilkan secara internal dengan membatasi pembayaran dividen. Tentu, implikasinya pembayaran dividen sekarang akan dikurangi dengan sejumlah laba yang ditahan untuk membiayai operasi selanjutnya. Akhirnya dapat di ketahui, permasalahan utama manajemen adalah pada penentuan komposisi pilihan pendanaan yang optimal dari laba ditahan, utang, dan saham. Atau mungkin kombinasi ketiganya dalam mendanai investasi. Keputusan manajemen menyangkut hal tersebut diatas disebut kebijakan struktur modal perusahaan.

BAB V STRUKTUR MODAL

Kebijakan struktur modal merupakan bagian dari keputusan pendanaan perusahaan (*financing decision*). Menurut Sartono (2001:221) bahwa struktur modal adalah perimbangan jumlah utang jangka pendek yang bersifat permanen, utang jangka panjang, saham preferen, dan saham biasa. Struktur modal merupakan perpaduan dari nilai utang, saham preferen, saham biasa, dan laba ditahan yang tercermin dalam laporan keuangan perusahaan pada akhir tahun (Homaifer, 1994:10). Tujuan manajemen struktur modal adalah untuk memaksimalkan nilai perusahaan yang tercermin dari harga saham perusahaan dengan cara meminimumkan *cost of capital* melalui keseimbangan risiko dan tingkat pengembalian. Struktur modal dikatakan optimal bila struktur modal dapat meminimumkan biaya dan menyeimbangkan risiko dengan tingkat pengembalian yang cukup dan dapat memaksimalkan harga saham perusahaan. Hal yang sama juga disampaikan Sartono (2001: 185) bahwa struktur modal yang optimal terjadi pada saat nilai perusahaan maksimum atau struktur modal yang mengakibatkan biaya modal rata-rata tertimbang minimum. Menurut Modigliani dan Miller (1958) bahwa nilai pasar perusahaan bersifat tidak tergantung pada

keputusan pendanaan atau struktur modal, melainkan ditentukan oleh arus penghasilan di masa mendatang,

dengan asumsi terjadinya pasar modal sempurna. Kondisi ini akan berubah setelah unsur pajak dimasukkan (Brigham *et al.*, 1999:407-421). Selanjutnya Modigliani dan Miller (1963) mengungkapkan bahwa untuk meningkatkan nilai perusahaan dapat menggunakan alternatif keputusan pendanaan melalui utang atau *leverage*. Karena bunga utang mengurangi penghasilan yang terkena pajak. Teori Modigliani dan Miller (1963) ternyata direspon banyak pihak dengan perdebatan yang panjang. Untuk itu perlu dijelaskan dalam suatu formula sebagai berikut.

1. Pengaruh Penggunaan Utang terhadap Nilai Perusahaan dan Biaya Modal

Menurut Brigham *et al.*, (1999:66) bahwa penggunaan utang yang berbeban bunga memiliki keuntungan dan kelemahan bagi perusahaan. Keuntungan penggunaan utang adalah: (a) biaya bunga mengurangi penghasilan kena pajak, sehingga biaya utang efektif menjadi lebih rendah; (b) kreditur hanya mendapat biaya bunga yang relatif bersifat tetap, sehingga kelebihan keuntungan merupakan klaim bagi pemilik perusahaan; (c) kreditur tidak memiliki hak suara sehingga pemilik dapat mengendalikan perusahaan dengan dana yang lebih kecil. Selanjutnya kerugian penggunaan utang adalah: (a) rasio hutang yang tinggi, semakin besar resiko dan tingkat bunga tinggi; (b) jika perusahaan jatuh pada masa kesulitan keuangan dan pendapatan usahanya tidak cukup untuk menutupi biaya bunga, perusahaan akan mengalami kebangkrutan. Pendapat tersebut dipertegas oleh Brigham dan Houston (2001:5) bahwa struktur modal yang ditargetkan (*target capital struktur*) adalah bauran dari utang, saham preferen, dan saham biasa yang direncanakan untuk menambah modal. Kebijakan struktur modal

melibatkan pertimbangan *trade-off* antara risiko dan tingkat pengembalian. Artinya menggunakan lebih banyak utang berarti memperbesar risiko yang ditanggung pemegang saham dan menggunakan lebih banyak utang juga memperbesar tingkat pengembalian.

Untuk menganalisis pengaruh penggunaan utang terhadap nilai perusahaan dan biaya modal, berbagai teori struktur modal telah dikembangkan. Teori struktur modal tersebut diharapkan dapat menjawab dua pertanyaan berikut: (1) dapatkah suatu perusahaan meningkatkan kemakmuran pemegang saham dengan cara mengganti sebagian modal sendiri dengan utang? Jika dapat meningkatkan kemakmuran pemegang saham, maka pertanyaan berikutnya; (2) berapa besar utang harus dipergunakan oleh perusahaan? Untuk itu Sartono (2001:226) menyampaikan beberapa terminologi yang dapat mengevaluasi pengaruh penggunaan utang terhadap nilai perusahaan atau harga saham dalam berbagai struktur modal dalam formula berikut:

$$E = \frac{(EBIT - k_d D)(1 - T)}{k_e} \quad (1)$$

$$k_e = \frac{(EBIT - k_d D)(1 - T)}{E} \quad (2)$$

Keterangan:

E = nilai pasar saham biasa

k_d = biaya utang

D = nilai pasar utang

k_e = biaya modal sendiri

V = total nilai perusahaan

k_o = biaya modal rata-rata

EBIT = laba setelah bunga dan pajak

T = tingkat pajak perusahaan

Persamaan pertama menunjukkan besarnya perkiraan nilai pasar saham biasa, yang secara matematis dapat dilihat dari besarnya biaya bunga sebagai akibat penggunaan utang. Kemudian persamaan tersebut dapat diturunkan menjadi persamaan kedua, yang dapat berfungsi untuk membahas penggunaan utang terhadap biaya modal sendiri. Menurut Sartono (2001:227) bahwa pengaruh perubahan rasio utang terhadap biaya modal rata-rata dapat di formulasikan sebagai berikut:

$$k_o = \frac{D}{(D+E)} kd (1-T) + \frac{E k_e}{(D+E)} \quad (3)$$

Berdasarkan persamaan di atas, dapat diketahui bahwa jika biaya bunga riil lebih rendah daripada biaya modal sendiri, maka semakin besar pula proporsi utang dalam struktur modal sehingga akan menurunkan total biaya modal rata-rata. Selanjutnya, Sartono (2001:227) memformulasikan lagi pengaruh total biaya modal rata-rata terhadap nilai perusahaan, berikut:

$$V = \frac{EBIT (1 - T)}{k_o}$$

Berdasarkan persamaan diatas, dapat diketahui, bila laba operasi besarnya tidak berubah, maka perubahan struktur modal akan mempengaruhi nilai perusahaan. Semakin rendah total biaya rata-rata sebagai akibat perubahan struktur modal akan meningkatkan nilai perusahaan.

2. Pengaruh *Leverage* dengan Pendekatan Laba Bersih, Laba Operasi bersih dan Tradisional

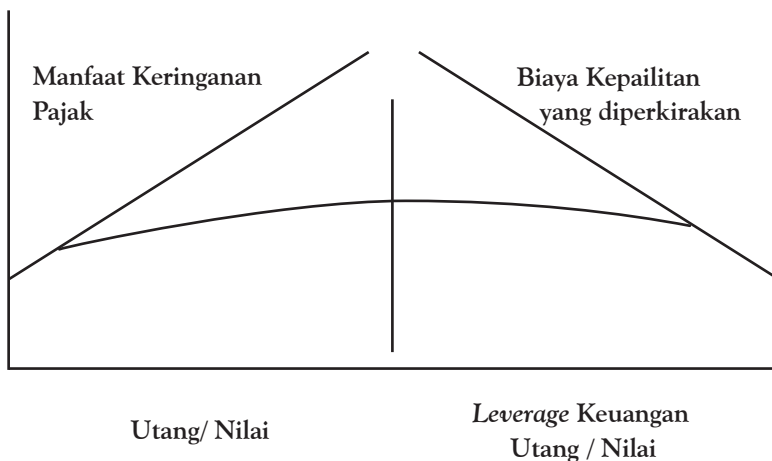
Leverage merupakan penggunaan aktiva atau dana, dimana untuk penggunaan tersebut perusahaan harus menutupi

biaya tetap atau membayar beban tetap. Harapannya dengan penggunaan beban tetap dapat memperbesar pendapatan per lembar saham (*earning per share*). Perusahaan dikatakan mendapatkan keuntungan (*favorable financial leverage*) atau efek positif, jika pendapatan yang diterima dari penggunaan dana tersebut lebih besar daripada beban tetap (Riyanto, 1997: 375).

Menurut Higgins (1989:172) *leverage* keuangan adalah suatu alat untuk menaikkan keuntungan pemilik, karenanya *leverage* keuangan dapat menambah hasil bagi pemilik tetapi juga memperbesar risiko. Hal ini dapat dibuktikan pada hasil ekuitas (*return on equity*) akibat pengaruh *leverage* keuangan. *Return On Equity* (ROE) tergantung pada besarnya hasil pengoperasian *asset* (*operating return on asset*) bila dibandingkan dengan bunga sesudah pajak (*after tax interest*). *Leverage* keuangan yang diukur dengan *debt to equity*, bila *operating return on asset* lebih besar daripada *after tax interest* maka akan meningkatkan *return on equity*. Demikian pula sebaliknya, *leverage* keuangan memperbaiki kinerja keuangan bila semua berjalan baik, tetapi akan memperburuk bila keadaan tidak berjalan seperti diharapkan.

Selanjutnya, Higgins (1989: 197) menguraikan, bahwa nilai suatu perusahaan sebagai fungsi *leverage* keuangan yang ditunjukkan oleh rasio antara utang dan nilai perusahaan. Kodisi di atas dapat digambarkan berikut:

Nilai Pasar Perusahaan



Sumber: Higgins (1989: 198)

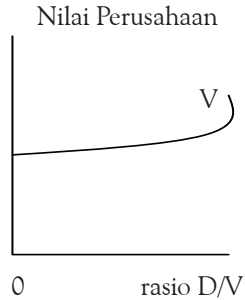
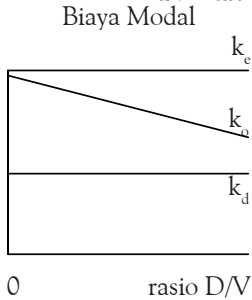
Gambar: 1

Nilai pasar suatu perusahaan naik dan kemudian turun pada saat *leverage* keuangan naik

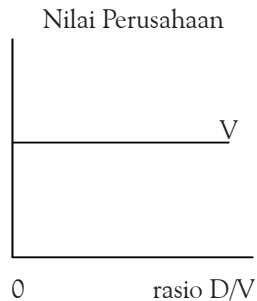
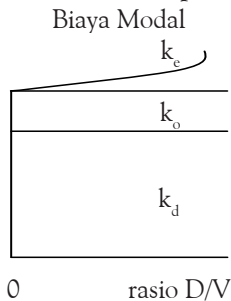
Berdasarkan gambar di atas diketahui bahwa pada tingkat utang yang sedang–sedang saja, manfaat perlindungan pajak lebih besar daripada biaya kepailitan, dan nilainya pun naik mengikuti *leverage* keuangan. Tetapi pada tingkat utang yang lebih tinggi, biaya kepailitan jauh lebih tinggi dan nilai perusahaan menurun mengikuti naiknya *leverage* keuangan.

Moeljadi (2006) menyampaikan bahwa penggunaan *leverage* dengan menggunakan pendekatan struktur modal yang berbeda, yakni laba bersih (*Net In come*), laba operasi (*Net Operating Income*), dan tradisional mempunyai pengaruh yang berbeda terhadap biaya modal dan nilai perusahaan. Untuk itu dapat dijelaskan dengan gambar berikut:

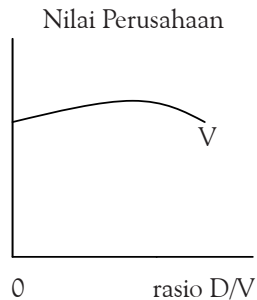
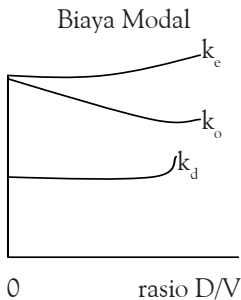
A. Pendekatan Net Income (NI)



B. Pendekatan Operating Net Income



C. Pendekatan Tradisional



Keterangan:

k_e :Biaya modal saham k_d : Biaya utang :Nilai perusahaan (D+E)

k_o :Biaya rata-rata modal D : Nilai pasar utang E :Nilai pasar saham

Sumber: Moeljadi (2006)

Gambar: 2

Pengaruh Leverage dengan Pendekatan NI, NOI dan Tradisional

Berdasarkan gambar di atas diketahui bahwa dalam pendekatan laba bersih (NI), diasumsikan bahwa investor mengkapitalisasi atau menilai laba perusahaan dengan tingkat kapitalisasi k_c yang konstan dan perusahaan dapat meningkatkan jumlah utangnya dengan tingkat biaya utang (k_d) yang konstan pula. Pada saat k_c dan k_d konstan, maka semakin besar jumlah utang yang digunakan perusahaan, biaya modal rata-rata tertimbang (k_o) akan semakin kecil. Oleh karena itu, jika k_o semakin kecil sebagai akibat penggunaan utang yang semakin besar, nilai perusahaan akan meningkat. Hal ini disebabkan biaya penggunaan utang lebih murah dari biaya modal sendiri dan dengan kapitalisasi yang konstan, maka semakin besar jumlah utang yang dipergunakan akan memperkecil biaya modal rata-rata (k_o) dan meningkatkan nilai perusahaan. Jika pendekatan ini digunakan, perusahaan cenderung menggunakan utang semakin besar.

Selanjutnya pendekatan laba operasi bersih (NOI), diasumsikan bahwa investor memiliki reaksi yang berbeda terhadap penggunaan utang oleh perusahaan. Pada pendekatan ini, biaya utang tidak terpengaruh dengan besarnya penggunaan utang, sedangkan biaya modal sendiri akan mengikuti besarnya risiko yang akan dialami akibat penggunaan utang. Semakin besar proporsi utang dalam struktur modal akan semakin meningkatkan tingkat pengembalian yang diminta oleh pemegang saham, sehingga biaya modal sendiri akan naik proporsional dengan perubahan proporsi utang, yang pada akhirnya tidak mengubah (konstan) besarnya total biaya rata-rata. Tidak berubahnya total biaya modal rata-rata, karena perubahan komposisi struktur modal, juga tidak mengubah nilai perusahaan.

Perpaduan antara pendekatan laba bersih (NI) dengan pendekatan laba operasi bersih (NOI) adalah pendekatan tradisional. Dalam pendekatan ini, diasumsikan bahwa pada tingkat *leverage* tertentu biaya tersebut meningkat, karena memperhitungkan faktor risiko akibat penggunaan utang yang semakin besar. Oleh karena itu, pada tingkat *leverage* tertentu biaya modal rata-rata naik yang diikuti oleh nilai perusahaan turun. Pendekatan ini terdapat struktur modal yang optimal yang memberikan nilai perusahaan tertinggi dan biaya modal rata-rata terendah pada komposisi utang dan modal yang optimal. Kondisi optimal ini memang sulit dicapai, meskipun secara teori gampang ditentukan.

3. Pengaruh *Leverage* dengan Pendekatan Struktur Modal dari Modigliani dan Miller (1958)

Pada pendekatan ini, (Atmaja 2008) mengungkapkan bahwa.

- a. Risiko bisnis perusahaan dapat diukur dengan standar deviasi laba sebelum bunga dan pajak perusahaan yang memiliki risiko bisnis sama dikatakan berada dalam kelas yang sama.
- b. Semua investor dan investor potensial memiliki estimasi yang sama terhadap terhadap EBIT perusahaan pada masa mendatang. Pada akhirnya, semua investor memiliki harapan sama atau *homogeneous expectation* tentang laba perusahaan dan tingkat risiko perusahaan.
- c. Saham dan obligasi diperdagangkan dalam pasar modal yang sempurna atau *perfect capital market*.
- d. Utang adalah tanpa risiko, sehingga suku bunga utang pada utang adalah suku bunga bebas risiko.

- e. Seluruh aliran kas adalah anuitas (sama jumlahnya setiap periode hingga waktu tertentu).
- f. Tidak ada pajak perusahaan maupun pajak pribadi.

4. Pendekatan dari Modigliani dan Miller (1958) dengan asumsi tanpa pajak

Modigliani dan Miller (1958) dalam memperkenalkan teori struktur modal, membagi dalam tiga proporsi, antara lain: proporsi I, bahwa nilai setiap perusahaan merupakan kapitalisasi laba operasi bersih yang diharapkan atau *expected net operating income* (NOI = EBIT) dengan tingkat kapitalisasi (k_e) konstan yang sesuai dengan tingkat risiko perusahaan. Tingkat keuntungan yang disyaratkan dan nilai perusahaan untuk yang seratus persen modalnya terdiri dari modal sendiri atau *unlevered firm*. Jadi nilai perusahaan tidak tergantung atau tidak dipengaruhi oleh struktur modal. Pada proporsi II, bahwa biaya modal sendiri perusahaan yang memiliki *leverage* adalah sama dengan biaya modal sendiri perusahaan yang tidak memiliki *leverage* ditambah dengan premium risiko. Besar kecilnya premium risiko tergantung atas selisih antara biaya modal sendiri dan biaya utang perusahaan yang memiliki *leverage* dikalikan dengan besarnya utang dengan tidak memperhitungkan pajak atau dalam kondisi tidak ada pajak ($T = 0$).

Menurut Sartono (2001) pendapat tersebut bila diformulasikan dalam persamaan sebagai berikut:

$$k_{eL} = k_{eU} + (k_e - k_d) (D/E)$$

Keterangan :

k_{eL} = Biaya modal sendiri perusahaan yang mempunyai *leverage*.

k_{eU} = Biaya modal sendiri perusahaan yang tidak mempunyai *leverage*.

k_e = Biaya modal sendiri.

k_d = Biaya utang

D = Nilai pasar utang.

E = Nilai pasar saham biasa.

Berdasarkan persamaan di atas, secara implisit Modigliani dan Miller (1958) menyampaikan bahwa semakin besar utang yang digunakan dalam struktur modal tidak akan meningkatkan nilai perusahaan. Hal ini disebabkan keuntungan yang diperoleh atas penggunaan utang diimbangi oleh kenaikan biaya modal sendiri. Akhirnya, dapat disimpulkan bahwa dalam kondisi tidak ada pajak, nilai perusahaan dan biaya modal rata-rata tertimbang tidak dipengaruhi oleh struktur modal. Pada kondisi ini, biaya modal rata-rata tertimbang merupakan tingkat keuntungan yang disyaratkan oleh semua pemilik modal.

Selanjutnya pada proporsi III, bahwa perusahaan seharusnya melakukan investasi proyek baru sepanjang nilai perusahaan meningkat paling tidak sebesar biaya investasi. Pada akhirnya, perusahaan seharusnya melakukan investasi sepanjang perubahan nilai perusahaan melebihi biaya investasi.

5. Pendekatan Modigliani dan Miller (1963) dengan asumsi adanya Pajak Penghasilan Perusahaan

Ketiga proporsi tersebut dikembangkan Modigliani dan Miller (1963) juga dalam kondisi adanya pajak penghasilan perusahaan. Perusahaan yang memiliki *leverage* akan memiliki nilai yang lebih tinggi dari pada perusahaan yang tidak memiliki *leverage*. Kenaikan nilai perusahaan terjadi karena pembayaran bunga atas utang yang merupakan pengurangan pajak. Untuk itu, laba operasi yang mengalir kepada investor menjadi semakin besar. Pada proporsi I, bahwa nilai

perusahaan yang memiliki *leverage* adalah sama dengan nilai perusahaan yang tidak memiliki *leverage* ditambah dengan nilai perlindungan pajak. Besarnya nilai perlindungan pajak adalah sebesar pajak penghasilan perusahaan dikalikan dengan utang perusahaan. Selanjutnya pada proporsi II, bahwa biaya modal sendiri yang memiliki *leverage* adalah sama dengan biaya modal sendiri perusahaan yang tidak memiliki *leverage* ditambah dengan premium risiko, yaitu sebesar selisih biaya modal sendiri perusahaan yang tidak memiliki *leverage* dan biaya utang. Akhirnya proporsi III, bahwa perusahaan seharusnya melakukan investasi sepanjang memenuhi persyaratan $IRR > K_{cu} \{1 - T (D/V)\}$. Faktor $K_{cu} \{1 - T (D/V)\}$ tidak lain adalah merupakan *cut-off-rate* atau pembatas untuk setiap investasi baru. Kesimpulannya, bahwa hanya proyek yang memiliki tingkat keuntungan sama atau lebih besar dari *cut-off-rate* tersebut yang seharusnya dilaksanakan.

6. Struktur Modal dengan *Agency Cost*, *Financial Distress* dan Nilai Perusahaan

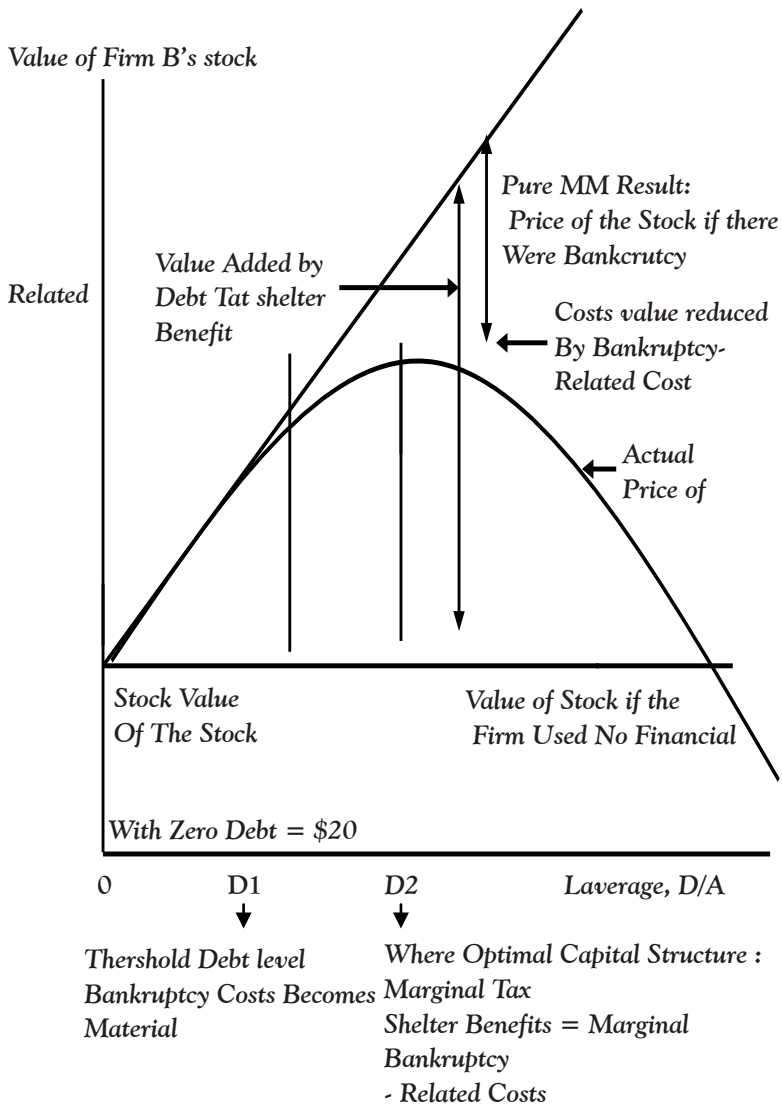
Sartono (2001) mengkritik teori struktur modal dari Modigliani dan Miller (1963), bahwa semakin besar proporsi utang dalam struktur modal maka semakin besar pula beban tetap pembayaran bunga utang perusahaan. Perusahaan yang terus meningkatkan utang akan membayar bunga yang semakin besar dan kemungkinan penurunan laba bersih perusahaan semakin besar dan akan membawa kepada kesulitan keuangan (*financial distress*) dan akibatnya akan menimbulkan biaya *financial distress* dan menuju kebangkrutan dan akhirnya menimbulkan biaya kebangkrutan.

Menurut Atmaja (2008) bahwa *Financial distress* adalah kondisi dimana perusahaan-perusahaan mengalami kesulitan keuangan dan terancam kebangkrutan, maka akan timbul biaya kebangkrutan (*bankruptcy costs*) yang disebabkan oleh keterpaksaan menjual aktiva di bawah harga pasar, biaya likuidasi perusahaan, rusaknya aktiva tetap dimakan waktu sebelum terjual, dan sebagainya. Penggunaan utang yang berlebihan dalam struktur modal perusahaan tidak hanya menyebabkan penghematan pajak penghasilan semata, tetapi juga menyebabkan timbulnya biaya keagenan antara pemegang saham, dalam hal ini manajemen dengan kreditur. Selain itu penggunaan utang yang berlebihan juga akan menimbulkan beban bunga dan angsuran yang besar, sehingga mengganggu kelancaran *cash flow*, yang pada akhirnya menimbulkan ancaman kebangkrutan.

Atmaja (2008) mengungkapkan bahwa bila memasukkan pertimbangan *financial distress dan agency costs* ke dalam model Modigliani dan Miller dengan pajak, maka akan didapatkan persamaan berikut:

$$V_L = V_u + T.D.(PV \text{ biaya } \textit{financial distress} \text{ yang diharapkan}) - PV \text{ biaya keagenan})$$

Persamaan tersebut menunjukkan bahwa semakin besar penggunaan utang (D) akan mengakibatkan semakin besar keuntungan atas penggunaan utang (*leverage gain* atau TD), tetapi biaya *financial distress* dan biaya agen juga meningkat, bahkan lebih besar. Model struktur ini lebih dikenal dengan model *trade-off*, disebut model *trade-off* karena struktur model yang optimal dapat ditemukan dengan menyeimbangkan keuntungan penggunaan hutang (*tax shield benefits of leverage*) dengan biaya *financial distress* dan *agency problem*.



Sumber: Weston dan Brigham (1991)

Gambar: 3
Struktur Modal Optimal Trade-Off & Financial Distress

Berdasarkan gambar di atas dapat dijelaskan bahwa penggunaan utang akan meningkatkan nilai perusahaan karena adanya penghematan pajak dari pembayaran bunga utang. Hal tersebut dapat dijelaskan dengan secara matematis dengan persamaan berikut:

$$V_L = V_U + T.D - PV \text{ biaya kebangkrutan}$$

7. Teori Informasi Asimetrik (*Asymmetric Information Theory*)

Menurut Donaldson (1960) bahwa *Asymmetric Information* adalah kondisi dimana suatu pihak memiliki informasi yang lebih banyak dari pihak lain. Karena kondisi *Asymmetric Information*, manajer perusahaan mempunyai informasi lebih banyak tentang perusahaan dibandingkan investor di pasar modal (Atmaja, 2008). Selanjutnya Brigham dan Houston (2001) mengungkapkan bahwa *Asymmetric information* adalah suatu kondisi dimana manajer yang memiliki informasi yang berbeda (yang lebih baik) mengenai prospek perusahaan daripada yang dimiliki oleh investor. Pendapat tersebut dipertegas oleh Sartono (2001) bahwa jika seorang manajer mengetahui prospek perusahaan lebih baik dari analisis atau investor maka muncul apa yang disebut *Asymmetric information*.

Sesuai dengan tujuan perusahaan berdasarkan perspektif keuangan adalah memaksimalkan kemakmuran pemegang saham, rupanya *Asymmetric information* dapat secara nyata mempengaruhi keputusan keuangan tersebut. Untuk itu, manajer biasanya selalu termotivasi untuk menyampaikan informasi yang baik mengenai perusahaan secepat mungkin, karena pihak luar perusahaan tidak mengetahui kebenaran

informasi tersebut. Bila manajer berhasil meyakinkan kebenaran informasi tersebut, hal ini akan direspon publik yang mana tercermin pada harga sekuritas yang belaku. Artinya manajer telah memberikan sinyal mengenai kondisi perusahaan kepada investor guna memaksimalkan nilai perusahaan. Sinyal tersebut berupa pengungkapan (*disclosure*) pada informasi akuntansi.

Atmaja (2008) mengungkapkan bahwa jika manajer perusahaan ingin memaksimalkan nilai untuk pemegang saham yang ada saat ini (*current Stockholder*) dan bukan pemegang saham baru, maka ada dua kecenderungan: (1) jika perusahaan memiliki prospek yang cerah, manajemen tidak akan menerbitkan saham baru tetapi menggunakan laba ditahan, agar prospek cerah tersebut dapat dinikmati oleh *current stockholder*; (2) jika prospek kurang baik, manajer menerbitkan saham baru untuk memperoleh dana, dan dana ini menguntungkan *stockholder* karena tanggung jawab mereka berkurang. Berdasarkan uraian di atas, investor menganggap bahwa penawaran saham baru merupakan sinyal buruk kondisi perusahaan yang akhirnya berpengaruh pada penurunan harga saham perusahaan. Pada akhirnya, harus menganggarkan biaya modal sendiri (*cost of equity*) yang relatif tinggi. Semakin tinggi biaya modal sendiri akan semakin meningkatkan biaya modal rata-rata tertimbang (*Weight Average Cost of Capital*) dan selanjutnya akan menurunkan nilai perusahaan. Mempertimbangkan hal tersebut, akhirnya mendorong manajer lebih cenderung menerbitkan obligasi atau menggunakan utang dari pada menerbitkan saham baru. Kesimpulannya, *Asymmetric information* akan mempengaruhi kebijakan keuangan perusahaan dalam penentuan struktur modal perusahaan.

Selanjutnya Atmaja (2008) menyampaikan bahwa dengan mengkombinasikan teori *trade-off* dan teori *asymmetric information* dapat disimpulkan bahwa perilaku perusahaan dalam membuat keputusan pendanaan yang berkaitan dengan penentuan struktur modal sebagai berikut.

- a. Penggunaan utang tertentu memberikan keuntungan karena adanya pengurangan pembayaran pajak akibat bunga dari utang. Oleh karena itu, perusahaan sebaiknya menggunakan utang dalam struktur modal mereka.
- b. *Financial distress* dan *agency costs* membatasi penggunaan utang. Lewat dari satu titik tertentu, biaya tersebut akan menutup keuntungan dari penggunaan utang.
- c. Karena adanya *asymmetric information*, perusahaan cenderung memelihara kemungkinan berutang untuk dapat mengambil keuntungan dari kesempatan investasi yang baik tanpa harus menerbitkan saham baru pada harga yang sedang turun akibat *bad signaling*.

8. *Pecking Order Theory*

Menurut Myers (1984) bahwa *Pecking order theory* menyampaikan empat hal berikut.

- a. Perusahaan lebih mengutamakan sumber dana internal.
- b. Perusahaan berupaya menyesuaikan target *dividend payout ratio*-nya terhadap peluang investasinya. Namun demikian, perusahaan berupaya menghindari perubahan kebijakan dividen secara drastis.
- c. Kebijakan dividen yang ketat ditambah dengan fluktuasi profitabilitas dan adanya peluang investasi yang tak terduga, mengakibatkan sumber dana internal (dari hasil operasi perusahaan), mungkin melebihi atau bahkan kurang dari kebutuhan investasi. Akhirnya, jika sumber dana internal

ternyata lebih kecil dari kebutuhan investasinya, maka perusahaan akan menggunakan saldo kas atau menjual portofolio surat-surat berharga yang dimiliki.

- d. Apabila pendanaan dari luar diperlukan, maka perusahaan akan menerbitkan sekuritas yang paling aman, yaitu pertama-tama dengan menerbitkan obligasi, kemudian diikuti dengan penerbitan sekuritas yang berkarakteristik opsi (seperti obligasi konversi). Bilamana hal ini dirasa masih belum mencukupi, barulah pihak perusahaan menerbitkan saham.

Berdasarkan keterangan di atas dapat kita ketahui perbedaannya dengan *Static Trade-off Theory* adalah bahwa dalam *Static Trade-off Theory*, kebijakan struktur modal lebih diarahkan agar tetap berada pada target *debt to equity ratio*, sedangkan dalam *Pecking Order Theory*, jenis modal sendiri hanya ada dua, yaitu internal dan eksternal. Pada kondisi ini perusahaan cenderung lebih suka pada sumber dana internal. Alasannya, dana internal lebih memungkinkan perusahaan untuk tidak perlu membuka diri dari sorotan publik, selain itu perusahaan dapat mencapai maksimalisasi nilai kekayaan pemegang saham. Biasanya bila perusahaan menerbitkan saham baru, besar kemungkinan akan terjadi penurunan harga saham, akibat *asymmetric information*, disamping potensi munculnya tambahan-tambahan biaya dan adanya risiko yang ditimbulkan, misalnya *financial distress*.

9. *Agency Problem, Asymmetric Information dan Pecking Order Theory*

Adanya pertanyaan, benarkah manajer dalam menjalankan perusahaannya, telah bertindak atas dasar

kepentingan pemegang saham dapat muncul, manakala perusahaan dipandang sebagai sebuah kolektifitas dari banyak kepentingan (Jensen dan Meckling, 1976). Akibatnya, besar potensinya dapat muncul konflik karena manajer memiliki relatif kecil porsi saham dalam perusahaan. Sebagai pihak yang berkecimpung langsung terhadap pengelolaan perusahaan, tentunya manajer lebih banyak tahu prospek usaha yang sebenarnya. Pada sisi lain, pemegang saham yang hanya mengawasi dari jauh, tanpa langsung terlibat dalam operasional perusahaan. Tentu dalam situasi demikian dapat muncul *asymmetric information*, sehingga besar kemungkinan kondisi tersebut dimanfaatkan manajer untuk bertindak atas kepentingannya sendiri, diluar kepentingan pemegang saham. Motifnya adalah menikmati hasil yang didapat dari operasional perusahaan, berupa tuntutan fasilitas kerja yang baik, status, gaji dan lain sebagainya. Berdasarkan kondisi tersebut, dibutuhkan pihak ketiga yang independen (misalnya: akuntan publik) untuk menghindari timbulnya praktek *moral hazard*. Walaupun prakteknya peran pihak ketiga ini kurang optimal.

Konflik kelembagaan lainnya yang potensi muncul adalah konflik kepentingan antara pemegang saham dengan pihak kreditur. Bila rencana investasi baru yang dilakukan manajer berhasil, maka pihak kreditur hanya menikmati keuntungan sebesar porsi bunga hutangnya. Namun bila gagal investasi tersebut, maka pihak kreditur ikut menanggung risiko kegagalan. Untuk mengantisipasi kondisi tersebut, maka pihak kreditur mencoba menawarkan bunga yang lebih tinggi dari seharusnya serta menuntut jaminan yang memadai.

BAB VI KEBIJAKAN DIVIDEN

Dividen adalah *reward* untuk *shareholder* atas *supply capital* pada perusahaan (Cooper, 1997). Saham akan bernilai jika ada pembayaran dividen. Hal ini berarti bahwa tanpa pembayaran dividen, saham tidak akan bernilai, karena hanya janji dividen di masa yang akan datang yang memberikan nilai kepada saham.

1. Faktor-faktor Yang Mempengaruhi Kebijakan Dividen.

Brigham dan Houston (2001) menguraikan bahwa faktor-faktor yang mempengaruhi besarnya dividen yang dibagikan oleh perusahaan dapat dikelompokkan sebagai berikut.

a. Kendala-kendala Atas Pembagian Dividen

Hal-hal yang merupakan kendala atau yang membatasi pembagian dividen antara lain: kontrak utang, pembatasan saham preferen, ketidakcukupan laba, ketersediaan kas serta denda pajak atas penahanan laba yang tidak wajar.

b. Peluang Investasi

Peluang investasi dalam hal ini berhubungan dengan kemampuan untuk mempercepat atau menangguhkan proyek akan memungkinkan perusahaan untuk lebih konsisten dengan kebijakan dividen stabil.

c. Ketersediaan dan Biaya Sumber Modal Alternatif.

Variabel yang mempengaruhi kebijaksanaan dividen berkaitan dengan ketersediaan dan biaya

dari sumber modal alternatif antara lain: (1) besarnya biaya penjualan saham baru; (2) kemampuan untuk mensubstitusi ekuitas dengan utang; dan (3) pengendalian.

d. Pengaruh Kebijakan Dividen Terhadap Kas

Pengaruh kebijakan dividen terhadap kas dapat dilihat dari faktor-faktor berikut: (1) keinginan pemegang saham untuk mendapatkan penghasilan sekarang dibanding penghasilan dimasa yang akan datang; (2) tingkat risiko dari dividen dibandingkan *capital gains*; dan (3) informasi atau isyarat yang terkandung dalam dividen.

Kebijakan dividen berguna untuk meminimumkan biaya dari masalah keagenan antara manajer dan pemegang saham yang telah melakukan keputusan secara berlebihan pada proyek dengan $NPV=0$ atau negatif.

2. Teori Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen yang optimal (*optimal dividend policy*) perusahaan adalah kebijakan yang menciptakan keseimbangan diantara dividen dengan pertumbuhan di masa yang akan datang dengan memaksimumkan harga saham. Menurut Atmaja (2008:285) bahwa terdapat enam teori kebijakan dividen, antara lain.

a. Teori Dividen Tidak Relevan

Menurut Modigliani dan Miller (1961) bahwa nilai perusahaan tidak ditentukan oleh besar kecilnya *dividen payout ratio*, tapi ditentukan oleh laba bersih sebelum pajak (EBIT) dan kelas risiko perusahaan. Kondisi tersebut dengan asumsi, antara lain: (a)

pasar modal sempurna, dimana semua investor adalah rasional; (b) tidak ada biaya emisi saham baru, jika perusahaan menerbitkan saham baru; (c) tidak ada pajak; (d) kebijakan investasi perusahaan tidak berubah.

b. Teori *The Bird in The Hand*

Menurut Gordon dan Lintner (1963) bahwa biaya modal sendiri perusahaan akan naik, jika *dividen payout ratio* rendah, karena investor lebih suka menerima dividen daripada *capital gain*.

c. Teori Perbedaan Pajak dari Litzenberger dan Ramaswamy

Menurut Litzenberger dan Ramaswamy, bahwa terdapat pilihan keuntungan yang diharapkan investor ketika membeli saham, dividen atau *capital gains*. Rupanya para investor lebih menyukai *capital gains*, karena dapat menunda pembayaran pajak. Berarti bahwa, pajak atas *capital gains*, baru dibayar jika saham dijual dan keuntungan diakui/ dinikmati, dalam hal ini investor lebih untung karena dapat menunda pembayaran pajak. Namun, pajak atas dividen dibayarkan setelah penerimaan dividen yakni tiap enam bulan atau satu tahun. Selanjutnya investor akan menginvestasikan keuntungannya. Pada akhirnya investor pada kelompok ini, lebih suka bila perusahaan menetapkan kebijakan dividen yang rendah, menginvestasikan keuntungan dan menaikkan nilai atau harga saham

d. Teori *Signaling Hypothesis*

Terdapat bukti empiris bahwa jika ada kenaikan dividen, sering diikuti dengan kenaikan harga saham.

Sebaliknya penurunan dividen pada umumnya menyebabkan harga saham turun. Fenomena ini dapat dianggap sebagai bukti bahwa para investor lebih menyukai dividen daripada *capital gains*. Tapi Modigliani dan Miller (1961) berpendapat bahwa kenaikan dividen di atas biasanya merupakan sinyal kepada investor bahwa manajemen perusahaan meramalkan suatu penghasilan yang baik di masa mendatang, begitu juga sebaliknya.

e. Teori “*Clientele Effect*”

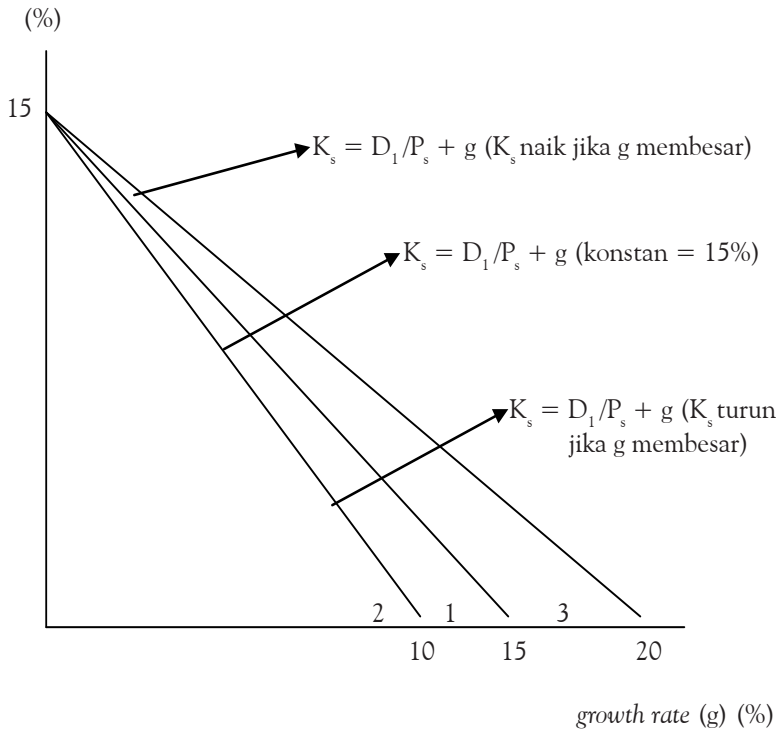
Menurut teori ini bahwa kelompok (*clientele*) pemegang saham yang berbeda memiliki preferensi yang berbeda terhadap kebijakan dividen perusahaan. Kelompok pemegang saham yang membutuhkan penghasilan pada saat ini lebih menyukai suatu *Dividend Payout Ratio* yang tinggi. Tetapi kelompok pemegang saham yang tidak begitu membutuhkan uang saat ini lebih senang jika perusahaan menahan sebagian besar laba bersih perusahaan. Jika ada perbedaan pajak bagi individu, maka kelompok pemegang saham yang dikenai pajak tinggi lebih menyukai *capital gains* karena dapat menunda pembayaran pajak. Kelompok ini lebih senang jika perusahaan membagi dividen yang kecil. Sebaliknya kelompok pemegang saham yang dikenai pajak relatif rendah, cenderung menyukai dividen yang besar.

f. Pengujian Empiris

Beberapa studi empiris telah dilakukan untuk memecahkan kontroversi tentang apakah kebijakan dividen mempengaruhi kemakmuran (*wealth*) pemegang saham, antara lain.

1) Pengujian berdasarkan “*Pure Discounted Cash Flow*”

Dividend Yield (D_1 / P_0)



Sumber: Atmaja (2008)

Gambar. 4
Pure Discounted Cash Flow

Berdasarkan gambar 4 di atas dapat dijelaskan, garis 1 menunjukkan bahwa investor “indifferent” terhadap *dividend yield* dan *growth rate (capital gains)*. Garis 2 menunjukkan bahwa investor lebih suka *growth rate* daripada *dividend yield* karena *growth rate* 10 % dihargai sama dengan *dividend yield* 15 %. Garis 3 menunjukkan bahwa investor lebih suka *dividend yield* daripada *growth rate* karena *dividend yield* dihargai sama dengan *growth rate* 20 %.

Pada pengujian empiris ini, sejumlah perusahaan diambil sampelnya dan dianalisis *dividend yield* dan *growth rate*-nya. Posisi setiap perusahaan ditentukan oleh *dividend yield* dan *growth rate*-nya. Bila diperoleh hasil serupa garis 1, hasil ini mendukung teori dividen tidak relevan dari Modigliani dan Miller. Bila diperoleh hasil serupa garis 2, hasil ini mendukung teori perbedaan pajak dari Litzenberger dan Ramaswamy. Selanjutnya bila diperoleh hasil serupa garis 3, hasil ini mendukung teori Gordon dan Litner.

2) Pengujian berdasarkan CAPM

Pengujian ini menggunakan rumus sebagai berikut:

$$K_i = krf + (K_M - krf)b_i + (D_i - D_M) \cdot \lambda_i$$

Keterangan:

D_i adalah *dividend yield* untuk saham i

D_M adalah *dividend yield* untuk saham rata-rata (pasar)

λ_i adalah koefisien yang menunjukkan dampak $(D_i - D_M)$ terhadap K_i

Selanjutnya dilakukan regresi berganda dengan memasukkan data K_i , krf , K_M , D_i , dan D_M . Berdasarkan analisis regresi berganda akan diperoleh nilai b_i dan λ_i . Bila nilai λ_i adalah 0 artinya, $(D_i - D_M)$ tidak mempengaruhi K_i . Hasil ini mendukung teori Modigliani dan Miller. Bila nilai λ_i adalah positif, artinya $(D_i - D_M)$ memiliki dampak positif terhadap K_i . Artinya jika suatu saham memberikan dividen yang tinggi, investor juga mensyaratkan suatu tingkat keuntungan yang tinggi. Hasil ini mendukung teori perbedaan pajak dari Litzenberger dan Ramaswamy. Bila nilai λ_i adalah negatif, artinya $(D_i - D_M)$ memberi dampak negatif terhadap K_i . Artinya semakin besar dividen saham, maka semakin kecil tingkat keuntungan yang disyaratkan investor. Hal ini menunjukkan investor lebih senang *dividend yield* atau mendukung teori Gordon dan Litner.

3) Pengujian *Ex-Dividend Day*

Bila *dividend yield* dan *capital gains* “*indifferent*”, harga saham setelah hari pembayaran dividen (*ex-dividend day*) akan berkurang, tetapi tidak sebesar dividen yang dibayarkan. Bila investor lebih suka *capital gains*, maka harga saham pada *ex-dividend day* akan turun tetapi tidak sebesar dividen yang dibayarkan. Hal ini disebabkan karena investor menghargai 1 rupiah dividen tidak sebesar 1 rupiah *capital gains*. Pengujian yang dilakukan Elton dan Gruber serta pengujian lainnya, menunjukkan bahwa pada umumnya harga saham turun pada *ex-dividend day*, tetapi penurunannya tidak sebesar jumlah dividen yang dibayarkan. Hasil ini mendukung teori “*Clientele Effect*” bahwa investor yang dikenai pajak tinggi akan lebih menyukai *capital gains* dan teori perbedaan pajak.

Menurut Brigham dan Houston (2001) terdapat tiga teori dari preferensi investor terhadap dividen, antara lain.

- a. Teori Residu Dividen (*The Residual Theory of Dividends*)
Rasio pembayaran dividen yang optimal merupakan fungsi dari empat faktor, antara lain: (1) pilihan investor atas dividen lawan keuntungannya; (2) peluang investasi perusahaan; (3) struktur modal yang ditargetkan; dan (4) ketersediaan dan biaya modal eksternal.
Ketiga elemen terakhir digabungkan ke dalam modal dividen residual (*residual model*). Model dividen residual (*residual dividend model*) menurut Brigham *et al.*, (1998) bahwa suatu model di mana dividen yang dibayarkan ditetapkan sama dengan laba aktual dikurangi jumlah laba yang perlu ditahan untuk membiayai anggaran modal yang optimal.
Teori tersebut menjelaskan bahwa dividen yang dibayarkan oleh perusahaan merupakan sisa setelah

dilakukan pembayaran atas kesempatan peluang investasi yang dilaksanakan.

b. Teori Ketidakrelevanan Dividen (*Dividend Irrelevance Theory*)

Teori ketidakrelevanan dividen (*dividend irrelevance theory*) adalah teori yang menyatakan bahwa kebijakan dividen perusahaan tidak mempunyai pengaruh terhadap nilai perusahaan maupun biaya modalnya.

Teori ini menyatakan bahwa dividen hanya menunjukkan sisa pendapatan dan bukan variabel keputusan yang mempengaruhi nilai perusahaan.

c. Teori Relevansi Dividen

Teori ini menyatakan bahwa setiap perusahaan harus mengembangkan kebijakan dividen untuk dapat memenuhi sasaran dari pemilik dan memaksimalkan kekayaan yang tercermin dengan harga saham perusahaan. Gitosudarmo (2002) menguraikan bahwa kebijakan perusahaan untuk membagi keuntungan kepada pemegang saham membawa arti terhadap dua hal, yakni: (1) dana yang dibagikan kepada para pemegang saham, ditunjukkan oleh pembayaran dividen kepada para pemegang saham, (2) dana untuk membelanjai kebutuhan perkembangan usaha, tercermin dalam rencana pada pos laba yang ditahan.

Sutrisno (2001) menguraikan bahwa faktor yang mempengaruhi besar kecilnya dividen yang akan dibayarkan oleh perusahaan kepada pemegang saham antara lain.

- a. Posisi solvabilitas perusahaan.
- b. Posisi likuiditas perusahaan.
- c. Kebutuhan untuk melunasi utang.

- d. Rencana pelunasan.
- e. Kesempatan investasi.
- f. Stabilitas pendapatan.
- g. Pengawasan terhadap perusahaan.

Hampton dalam Fadah (2007) menguraikan bahwa dua rasio dividen yang sangat penting, yaitu sebagai berikut.

- a. *Dividend payout*, yaitu rasio (perbandingan) dividen per lembar saham dengan laba per lembar saham.
- b. *Dividend yield*, yaitu rasio dividen per lembar saham dengan harga pasar per lembar saham.

Semakin tinggi *dividend payout ratio* akan semakin menguntungkan para investor tetapi dari pihak perusahaan akan memperlemah *internal financial*. Karena memperkecil laba ditahan, sebaliknya *dividend payout ratio* yang semakin kecil akan merugikan para pemegang saham (investor) tetapi *internal financial* perusahaan semakin kuat.

Gitosudarmo (2002) menyatakan bahwa besar kecilnya *dividend payout ratio*, dipengaruhi beberapa faktor yaitu sebagai berikut.

- a. Faktor likuiditas.
- b. Kebutuhan dana untuk melunasi utang.
- c. Tingkat ekspansi yang direncanakan.
- d. Faktor pengawasan.
- e. Ketentuan-ketentuan dari pemerintah.
- f. Pajak kekayaan penghasilan dari pemegang saham

BAB VII TELAAH PUSTAKA

Walaupun penelitian yang berkaitan dengan kebijakan utang, kebijakan dividen, struktur kepemilikan, struktur modal telah banyak dilakukan, namun penelitian ini penting dilakukan untuk menganalisis dan mengintegrasikan struktur modal dan kebijakan dividen terhadap biaya keagenan dan nilai perusahaan. Beberapa penelitian yang terkait dengan variabel-variabel penelitian adalah sebagai berikut.

Penelitian tentang teori keagenan, diawali oleh Jensen dan Meckling (1976) yang membahas beberapa cara untuk memecahkan masalah keagenan. Menurut Jensen dan Meckling (1976) 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.

Hasil penelitian Rozeff (1982) menyatakan bahwa biaya keagenan yang diproksi dengan kepemilikan orang dalam menunjukkan adanya pengaruh yang kuat antara kepemilikan orang dalam terhadap *dividend payout ratio* (DPR). Berarti bahwa struktur kepemilikan orang dalam dan pembayaran dividen dapat mengurangi biaya keagenan. 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 keagenan dari ekuitas (Crutchly dan Hensen, 1989) yaitu sebagai berikut. Pertama, manajer meningkatkan kepemilikan saham biasa mereka di perusahaan sehingga lebih menyelaraskan kepentingan mereka dengan kepentingan para pemegang saham (Jensen dan Meckling, 1976). Kedua, dengan memperbesar pembayaran dividen (Rozeff, 1982) dan Easterbrook (1984). Pembayaran dividen yang lebih besar akan meningkatkan kemungkinan bahwa perusahaan harus mencari modal lewat ekuitas eksternal. Ketika perusahaan mencari modal baru lewat ekuitas eksternal, maka manajer akan mendapatkan pengawasan dari bursa-bursa saham, perusahaan sekuritas dan *exchange commission*, bankir-bankir investasi, dan pihak-pihak yang menyediakan modal baru tersebut. Monitoring ini dilakukan dengan tujuan, agar manajer berusaha mempertahankan pekerjaannya dengan melakukan tindakan-tindakan yang lebih luas selaras dengan kepentingan para pemegang saham. Ketiga, dengan meningkatkan jumlah pendanaan yang didapatkan dari utang (Jensen dan Meckling, 1976). Keputusan memperbesar utang, maka total pendanaan lewat ekuitas akan menurun, sehingga pada gilirannya akan menurunkan jangkauan dari konflik antara manajer dengan pemegang saham. Namun pendanaan lewat utang menimbulkan konflik kepentingan antara pemegang saham dengan kreditur sehingga akan menimbulkan biaya keagenan dari utang.

Rozeff (1992) melakukan penelitian tentang biaya keagenan dan dividen optimal. Hasil penelitiannya berupa sebuah model proses pembuatan keputusan dividen, bahwa beberapa

pemegang saham yang rasional menginginkan manajemen meminimumkan biaya transaksi (*transaction cost*) sehubungan dengan naiknya dana yang berasal dari penerbitan sekuritas eksternal. Kebijakan dividen yang disebut dengan “*a strategic balancing of two conflicting*” bertujuan untuk menurunkan eksplisit biaya transaksi yang berhubungan dengan *external financing* serta menurunkan biaya keagenan yang muncul karena konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham. Optimal dividen menurut Rozeff adalah yang dapat meminimalkan sejumlah biaya transaksi dari naiknya modal baru dan biaya keagenan yang disebabkan oleh ketidakpastian investor mengenai perilaku manajemen (*manajement behavior*).

Menurutnya *Dividend Payout Ratio* dipengaruhi oleh tiga faktor, yaitu.

1. Biaya transaksi dari pendanaan eksternal.
2. *Financing constrain* yang disebabkan oleh operasional dan *financial leverage* yang lebih tinggi.
3. *Agency cost* dari kepemilikan dari luar.

Peneliti-peneliti lain yang melakukan penelitian yang serupa berkaitan dengan biaya keagenan adalah Schooley dan Barney (1994) dengan penelitian yang berjudul “*Using dividend policy and managerial ownership to reduce agency cost*”. Penelitian ini berusaha mengembangkan suatu model formal yang dapat memilih besarnya *dividend payout ratio* yang dapat meminimumkan biaya keagenan dan biaya transaksi dari pembayaran dividen. Penelitian ini mengembangkan konsep dari Rozeff (1992) namun dari perspektif matematis sementara penelitian Rozeff merupakan analisis grafik.

Schall (1984) dengan menggunakan model analisis deskriptif menemukan bahwa pengaruh pajak yang berkaitan

dengan *capital gain* dan bunga utang menyebabkan perubahan pinjaman dalam pajak ekuilibrium. Variabel yang digunakan adalah pendapatan dividen investor, harga pasar saham, tingkat bunga, tingkat pajak dan tingkat inflasi.

Chang dan Rhee (1990) menguji dampak *personal tax* terhadap kebijakan dividen keputusan struktur modal dan menguji pengaruh variabel pertumbuhan, variabilitas *earning*, *non-debt tax shield*, ukuran perusahaan dan profitabilitas terhadap kebijakan dividen dan keputusan struktur modal. Penelitian tersebut dilakukan terhadap 508 perusahaan untuk periode 1969-1987. Data dikumpulkan dari *Standard and Poor's Compustat annual Industrial Data File*. Pengujian hipotesis dilakukan dengan menggunakan analisis regresi. Hasilnya menunjukkan bahwa tingkat pajak *shareholder* berhubungan positif dengan keputusan struktur modal dan berhubungan negatif dengan kebijakan dividen. Variabel pertumbuhan, variabilitas *earning*, *non-debt tax shield* dan ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap keputusan struktur modal sedangkan berpengaruh negatif terhadap keputusan struktur modal. Variabel profitabilitas, *non-debt tax shield* dan ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen (*dividend payout ratio* dan *dividend yield*), sedangkan pengaruh variabel pertumbuhan dan variabilitas *earning* terhadap kebijakan dividen adalah negatif.

Jensen et al., (1992) meneliti *simultaneous determination of insider ownership, debt, and dividend policies*. Teknik analisa data yang digunakan *Three Stage Least Squares (3SLS)*. Hasil penelitiannya sebagai berikut: *insider ownership* memiliki pengaruh negatif terhadap *debt dan dividend*. *Insider ownership* mempunyai hubungan untuk kemakmuran dari kontrol potensial perusahaan. Kesimpulan tersebut juga

menghasilkan kekuatan yang mendukung untuk modifikasi versi dari *pecking order theory*, yang meyakinkan bahwa *agency cost* dan *bankruptcy costs* juga dampak dari keputusan keuangan perusahaan.

Dempsey dan Laber (1992) meneliti *effects of agency and transaction costs on dividend payout ratios*. Studi ini merupakan replikasi dan menyampaikan suatu model biaya transaksi agensi (*agency-transaction costs*) dan *dividend payout ratio* yang sebelumnya menghipotesakan dan yang didukung dalam literatur.

Mougoue dan Mukherjee (1994) meneliti antara keputusan dividen, keputusan pendanaan dan keputusan investasi dengan menggunakan *autoregressive model*. Indikator yang digunakan untuk keputusan dividen adalah dividen saham biasa, dividen saham preferen dan saham beredar. Keputusan pendanaan menggunakan utang jangka panjang, dan keputusan investasi menggunakan indikator *property, plant & equipment*. Kesimpulan yang diperoleh bahwa ada interdependensi antar ketiga keputusan tersebut.

Noronha dan George (1996) dengan sistem persamaan simultan menemukan bahwa ada hubungan kausal antara keputusan dividen dan keputusan pendanaan. Variabel yang digunakan adalah keputusan dividen dengan indikator *equity ratio*, risiko keuangan, ukuran perusahaan dan pertumbuhan ekuitas. Keputusan pendanaan menggunakan indikator pembayaran dividen, peluang pertumbuhan, risiko operasi dan *non-debt tax shield*.

Ghosh dan Francis (1999) melakukan penelitian tentang struktur modal yang bertujuan untuk menganalisis apakah perusahaan memusatkan pada struktur modal industri (yaitu rata-rata industri) sepanjang waktu atau mengikuti *Pecking*

Order Theory. Untuk ukuran struktur modal digunakan *long-term debt to total assets* (LTD/TA), *debt to total assets* (TD/TA), dan *total equity to total assets* (TE/TA). Hasil yang diperoleh dari studi ini menunjukkan bahwa hipotesis struktur modal optimal dan hipotesis *pecking order theory* ada secara bersama-sama dan bukan *mutually exclusive*.

Collin *et al.*, (1999) melakukan penelitian dengan judul “*Determinants of Dividend policy, regulated versus Unregulated Firms*” berupaya untuk menemukan perbedaan potensial mengenai biaya keagenan dan penjelasan monitoring untuk dividen relevan. Tujuan penelitian ini adalah untuk mengetahui peran dari *insider* dalam menentukan kebijakan dividen, pada *unregulated firm*, *utilities*, dan perusahaan jasa *financial*. *Utilities* dan perusahaan jasa *financial* memiliki regulator yang bertindak sebagai informan dengan biaya rendah terhadap anggota pasar, *insider* yang berperan menurunkan kebijakan dividen dibandingkan dengan “*unregulated firm*“. Tiga model regresi dikembangkan untuk melihat apakah peran dari regulator dan *insider* sebagai pengganti (*substitute*) atau sebagai pelengkap (*complement*) untuk *utilities*, dan perusahaan jasa *financial*. Hasil penelitiannya bahwa kebijakan dividen perusahaan tergantung pada tingkat pertumbuhan masa lalu, masa depan, risiko sistematis, % saham biasa yang dimiliki *insider*, dan jumlah pemegang saham biasa.

Ratnawati (2001) meneliti struktur modal perusahaan untuk membedakan perusahaan industri PMA dan PMDN di Indonesia serta pengaruhnya terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian menunjukkan bahwa sumber dana yang digunakan oleh perusahaan multinasional lebih bervariasi, dapat diperoleh dari negara di mana perusahaan

beroperasi dan pasar modal internasional, sehingga perusahaan multinasional lebih dapat menekan biaya modal dibandingkan perusahaan domestik. Teori struktur modal yang realistis dapat digunakan oleh perusahaan adalah yang mempertimbangkan biaya modal.

Manos (2002) melakukan penelitian dengan judul “*Dividend Policy and Agency Theory: Evidence on Indian Firms*” Penelitian ini berusaha mengaplikasikan *agency theory* dari dividen dengan klaim bahwa dividen merupakan alat untuk mengendalikan perilaku keagenan. Analisis yang digunakan adalah regresi (*cost minimization model*). Hasil penelitiannya sebagai berikut.

1. Biaya transaksi yang diukur dengan *growth opportunities, volatility of stock return & stock liquidity* berhubungan negatif dengan *target dividend payout ratio*.
2. Group afiliasi memiliki pengaruh penting terhadap struktur biaya transaksi sebagai konflik keagenan yang dihadapi perusahaan-perusahaan di India.
3. Semakin besar % kepemilikan oleh *foreign institution* lebih besar pula kebutuhan untuk memonitor pasar modal.
4. *Institutional shareholding* berpengaruh positif terhadap *target dividend payout ratio* untuk perusahaan afiliasi.

Indahwati (2004) menguji pengaruh *leverage* dan kebijakan struktur modal terhadap kinerja dan nilai perusahaan. Hasilnya menunjukkan bahwa pengaruh *leverage* terhadap kebijakan struktur modal selama masa krisis adalah positif dan signifikan. Pengaruh kebijakan struktur modal terhadap *leverage* selama masa krisis adalah negatif dan signifikan. Pengaruh *leverage* terhadap kinerja keuangan selama masa krisis adalah negatif dan signifikan. Pengaruh

kebijakan struktur modal terhadap kinerja keuangan selama masa krisis adalah positif tetapi tidak signifikan. Pengaruh *leverage* terhadap nilai perusahaan selama masa krisis adalah negatif tetapi tidak signifikan. Pengaruh kebijakan struktur modal terhadap nilai perusahaan selama masa krisis adalah positif tetapi tidak signifikan. Pengaruh kinerja keuangan terhadap nilai perusahaan selama masa krisis adalah negatif tetapi tidak signifikan.

Sudarma (2004) menguji pengaruh struktur kepemilikan saham, faktor intern dan faktor ekstern terhadap struktur modal dan nilai perusahaan pada industri manufaktur yang go public di Bursa Efek Jakarta. Hasilnya menunjukkan bahwa struktur kepemilikan saham berpengaruh negatif dan signifikan terhadap struktur modal. Secara parsial hanya variabel kepemilikan institusional yang berpengaruh signifikan dengan arah hubungan negatif. Faktor intern tidak berpengaruh signifikan terhadap struktur modal. Secara parsial hanya variabel ukuran perusahaan (berpengaruh positif), keunikan, profitabilitas dan pembayaran dividen (berpengaruh negatif) yang berpengaruh signifikan terhadap struktur modal. Variabel struktur kepemilikan saham berpengaruh signifikan dan negatif terhadap nilai perusahaan, namun secara parsial baik variabel kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional tidak signifikan pengaruhnya terhadap nilai perusahaan. Faktor intern berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan, sedangkan variabel keunikan, nilai aktiva yang dijamin, dan *non debt tax shield* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Faktor ekstern berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan, namun secara parsial hanya variabel fluktuasi nilai tukar valuta asing dan keadaan

pasar modal yang berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Variabel struktur modal berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.

Pujiastuti (2007) menguji biaya keagenan terhadap kebijakan dividen pada perusahaan manufaktur dan jasa yang go public di Indonesia. Hasil penelitian sebagai berikut: masalah keagenan dapat diturunkan dengan mekanisme pembayaran dividen, melalui kepemilikan orang dalam, penyebaran kepemilikan saham dan utang jangka panjang. Variabel biaya agensi yang diproksi oleh *insider ownership*, *shareholder dispersion*, *collateral assets*, *debt* dan *free cash flow* 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.

Darman (2005) menguji biaya keagenan dan kebijakan dividen pada *emerging market*. Hasil penelitian sebagai berikut: variabel biaya keagenan tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen. Hal ini menunjukkan bahwa biaya keagenan bukan merupakan faktor penentu kebijakan dividen perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.. Masing-masing variabel *agency cost: insiders ownership*, *institutional ownership*, *free cash flow* dan *dispersion of ownership* tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen, kecuali *collateralizable assets* berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen. Hal tersebut terjadi karena belum adanya pemisahan yang jelas antara kepemilikan dan kontrol perusahaan, sehingga tidak terjadi konflik keagenan antara

pemegang saham dengan manajer yang dapat menimbulkan biaya keagenan. Namun justru yang terjadi adalah konflik kepentingan antara pemegang saham dan kreditor, sehingga *collateralizable assets* menjadi faktor penentu kebijakan dividen untuk mengurangi biaya keagenan antara pemegang saham dan kreditor.

Fadah (2007) menguji analisa faktor-faktor penentu kebijakan dividen kas dan biaya agen serta dampaknya terhadap nilai perusahaan studi pada perusahaan yang tercatat di Bursa Efek Jakarta. Hasil penelitiannya bahwa variabel dividen kas tidak dipengaruhi secara signifikan oleh struktur kepemilikan. Variabel dividen kas dipengaruhi secara negatif dan signifikan oleh variabel risiko. Variabel dividen kas dipengaruhi secara positif dan signifikan oleh variabel *free cash flow*. Variabel biaya keagenan tidak dipengaruhi secara signifikan oleh struktur kepemilikan. Variabel biaya keagenan dipengaruhi secara signifikan oleh risiko. Variabel biaya keagenan tidak dipengaruhi secara signifikan oleh *free cash flow*. Variabel dividen kas tidak berpengaruh signifikan terhadap biaya keagenan. Variabel risiko berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Variabel dividen kas berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Variabel biaya keagenan berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Struktur kepemilikan secara tidak langsung pengaruhnya tidak signifikan baik melalui dividen kas maupun biaya keagenan.

BAB VIII

KERANGKA KONSEPTUAL

A. Kerangka Konseptual

Keputusan-keputusan strategis keuangan antara lain keputusan investasi, keputusan pendanaan dan kebijakan dividen yang dibuat oleh manajer keuangan dengan maksud untuk mencapai tujuan perusahaan, yaitu meningkatkan kemakmuran pemilik (pemegang saham). Hal ini ditunjukkan oleh meningkatnya nilai perusahaan yang tercermin dari harga saham perusahaan. Kualitas dari keputusan-keputusan strategis keuangan yang dibuat oleh manajer keuangan akan sangat menentukan keberhasilan atau kesuksesan suatu perusahaan dalam mencapai tujuan perusahaan yaitu untuk meningkatkan nilai perusahaan.

Keputusan investasi yang dilakukan oleh manajer keuangan akan diikuti oleh keputusan pendanaan investasi tersebut. Apakah suatu investasi didanai dari utang, laba ditahan, atau penerbitan saham baru.

Kebijakan struktur modal merupakan bagian dari keputusan pendanaan perusahaan. Bila penentuan sumber dana dari penerbitan saham baru, berarti bahwa terjadi transformasi dari kepemilikan personal ke kepemilikan impersonal. Transformasi dari kepemilikan personal ke kepemilikan impersonal yang mempunyai implikasi penting yaitu munculnya pemisahan kepemilikan dari pengelolaan perusahaan. Dampak dari pemisahan tersebut

adalah munculnya masalah keagenan (*agency problem*) antara pemegang saham dan manajer sebagai pengelola. Para pemegang saham tentu menginginkan manajer bekerja dengan tujuan memaksimalkan kemakmuran pemegang saham. Sebaliknya manajer perusahaan dapat saja bertindak tidak untuk memaksimalkan kemakmuran pemegang saham, tetapi untuk kemakmuran individu, keselamatan kerja, gaya hidup dan keuntungan yang lainnya seperti kantor mewah, fasilitas telepon, mobil pribadi dan lain sebagainya yang kesemuanya itu dibebankan atas biaya perusahaan.

Upaya untuk meyakinkan bahwa manajer bekerja sungguh-sungguh untuk kepentingan pemegang saham, untuk itu pemegang saham harus mengeluarkan biaya yang disebut biaya keagenan. Salah satu permasalahan keagenan antara manajer dengan pemegang saham, yang berdampak pada munculnya biaya keagenan adalah *employee perquisites*. *Employee perquisites* merupakan tindakan yang dilakukan manajer (*moral hazard*) yaitu keputusan manajer yang mempengaruhi keuntungan pribadi (*perquisites*) baik secara langsung (misalnya: penggunaan mobil perusahaan untuk keperluan pribadi dan biaya bisnis pribadi yang dibebankan pada perusahaan) maupun tidak langsung (misalnya: *interior* kantor yang terlalu mewah). Pada akhirnya pembebanan biaya tersebut merupakan kerugian bagi pemegang saham.

Penurunan biaya keagenan dapat meningkatkan nilai perusahaan. Kebijakan dividen serta pendanaan dari utang ditengarai dapat digunakan sebagai alternatif untuk mengurangi biaya keagenan. Hal ini disebabkan kebijakan dividen dan utang dapat mengurangi *free cash flow*, sehingga akan mengurangi tindakan manajer yang kurang optimal dalam arti menggunakan *free cash flow* untuk kepentingan

sendiri dibandingkan untuk kepentingan pemegang saham. Kewajiban pembayaran dividen dan penggunaan dana dari utang membuat manajer akan bertindak sangat hati-hati dan mendorong mereka untuk bekerja lebih efisien. Mengingat kompensasi dari penggunaan dana dari utang, manajer wajib membayar kewajiban pokok dan bunganya.

Penelitian pengaruh struktur modal dan kebijakan dividen terhadap biaya keagenan dan nilai perusahaan telah dilakukan oleh beberapa peneliti. Menurut Jensen dan Meckling (1976) bahwa masalah keagenan antara pemegang saham dengan manajer potensial terjadi bila manajer tidak memiliki saham mayoritas perusahaan. Pemegang saham tentu menginginkan manajer bekerja dengan tujuan memaksimalkan kemakmuran pemegang saham. Sebaliknya, manajer perusahaan dapat saja bertindak tidak untuk memaksimalkan kemakmuran pemegang saham, tetapi berkepentingan untuk kemakmuran individu, keselamatan kerja, gaya hidup, dan keuntungan yang lain seperti kantor yang mewah, fasilitas telepon, mobil pribadi, dan tiket liburan, yang kesemuanya dibebankan atas biaya perusahaan. Biaya keagenan dapat dikurangi dengan beberapa alternatif, antara lain.

1. Meningkatkan pemilikan saham manajer-eksekutif, penyebaran kepemilikan ini akan mensejajarkan kepentingan manajer dengan pemegang saham. Pemilikan saham oleh manajer merupakan insentif bagi para manajer untuk meningkatkan kinerja perusahaan (Jensen dan Meckling, 1976).
2. Peningkatan *dividend payout ratio*, akan mengurangi *free cash flow*, sehingga manajer terpaksa mencari pendanaan dari luar untuk membiayai investasi perusahaan (Rozeff,

1982; Dempsey dan Laber, 1992; Crutchley dan Hensen, 1989).

3. Meningkatkan pendanaan dari utang akan menurunkan konflik antara pemegang saham dengan manajer, disamping itu akan menurunkan *excess free cash flow* yang ada dalam perusahaan (Jensen *et al.*, 1992; Jensen *at al.*, 1986).
4. Adanya kepemilikan institusional akan dapat meningkatkan pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja manajemen (Moh'd *et al.*, 1998).

Pada struktur modal perusahaan, penggunaan utang yang cenderung meningkat dapat menyebabkan biaya bunga semakin besar, sehingga keuntungan per lembar saham yang menjadi hak pemegang saham juga semakin besar. Menurut uraian Sartono (2001, 300) hal ini disebabkan karena adanya penghematan pajak penghasilan badan. Merujuk teori Modigliani dan Miller (1963) bahwa penggunaan utang dapat meningkatkan nilai perusahaan, karena besarnya beban bunga yang disebabkan banyaknya utang, menyebabkan berkurangnya beban pajak penghasilan yang harus dibayar, sehingga memperbesar pendapatan per lembar saham.

Keputusan-keputusan strategis keuangan merupakan salah satu keputusan yang harus diambil manajer dalam upaya untuk meningkatkan nilai perusahaan yang tercermin pada harga saham. Nilai perusahaan yang tercermin dari harga sahamnya dapat dikatakan sebagai indikator keberhasilan pengelolaan perusahaan. Harga saham terbentuk karena adanya kekuatan pasar di bursa saham yang ditunjukkan dengan adanya transaksi jual beli saham perusahaan di pasar modal.

Untuk perusahaan yang telah berkembang dengan berbagai jenis sumber modal dan sahamnya dimiliki oleh masyarakat,

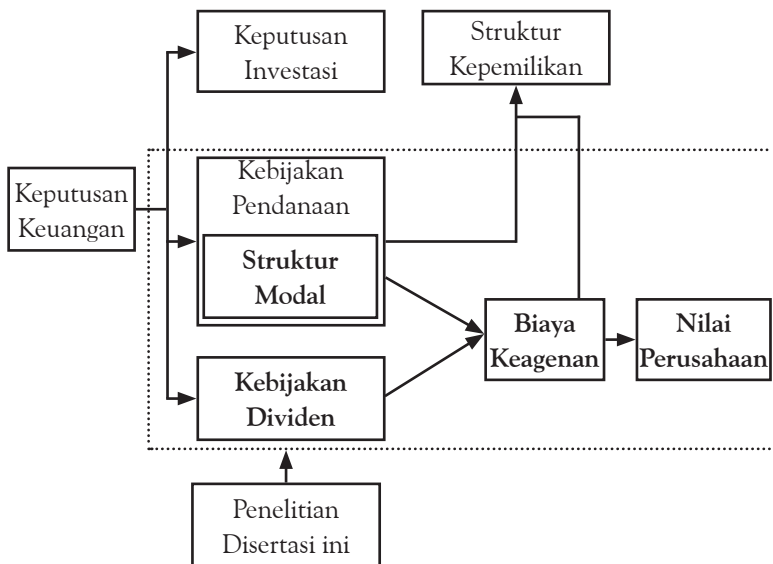
dalam pengelolaannya terdapat berbagai pihak yang berkepentingan terhadap perusahaan tersebut. Tapi kepentingan pemegang saham sebagai pemilik perusahaan adalah prioritas utama, antara lain, keinginan untuk mendapatkan dividen secara berkesinambungan dalam jumlah yang memuaskan merupakan hasil yang diharapkan oleh investor.

Kebijakan dividen kas sampai saat ini masih merupakan teka-teki (*puzzle*) yang masih diperdebatkan. Perdebatan ini berkisar tentang apakah dividen dapat dikatakan sebagai *good news* atau *bad news* bagi para pemegang saham atau investor. Pada akhirnya dapatkah kebijakan dividen dijadikan sebagai sinyal tentang nilai suatu perusahaan (*value of the firm*) di masa sekarang dan masa yang akan datang (Fadah, 2007). Posisi atau likuiditas dari suatu perusahaan merupakan faktor yang penting yang harus dipertimbangkan sebelum perusahaan memutuskan untuk menetapkan besarnya dividen yang akan dibayarkan kepada pemegang saham (Pudjiastuti, 2008). Karena dividen merupakan *cash out flow*, maka makin kuatnya posisi likuiditas, berarti makin besar kemampuannya untuk membayar dividen. Hal ini menunjukkan bahwa makin kuat posisi likuiditas suatu perusahaan terhadap prospek kebutuhan dana di masa yang akan datang, makin tinggi *dividend payout ratio* nya.

Nilai perusahaan bergantung pada aliran kas operasional mendatang dan secara positif dikaitkan dengan kebijakan dividen, mengingat bahwa aliran kas operasional adalah pengukuran menyeluruh dari kinerja dan pengukuran likuiditas perusahaan (Utomo, 2006). Menurut Rozeff (1982) bahwa dividen nampaknya memiliki atau mengandung informasi (*informational content of dividend*) atau sebagai isyarat akan prospek perusahaan. Apabila perusahaan meningkatkan kebijakan dividen, mungkin diartikan oleh pemodal sebagai sinyal harapan manajemen tentang

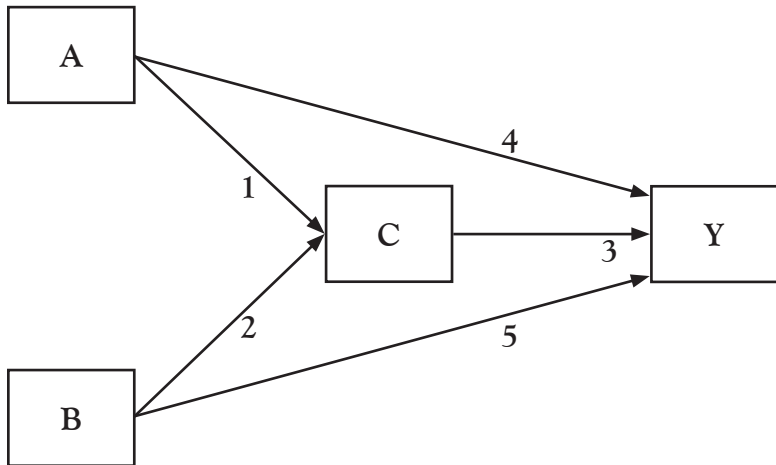
akan membaiknya kinerja perusahaan di masa yang akan datang. Pada kondisi ini manajemen enggan untuk mengurangi dividen, apabila dianggap sebagai memburuknya kinerja perusahaan di masa yang akan datang.

Hasil penelitian Fadah (2007) menyatakan bahwa pembayaran dividen memberikan kontribusi dalam solusi biaya keagenan, dengan beberapa alasan, antara lain: (1) menekan manajer untuk memastikan dapat menghasilkan cukup uang untuk membayar dividen; (2) dapat menekan manajer untuk menaikkan dana luar untuk mendanai proyeknya; (3) menurunkan *free cash flow*, dimana manajer dapat melakukan investai pada proyek yang tidak menguntungkan. Berdasarkan uraian diatas, maka dapat dirumuskan kerangka konseptual penelitian sebagai berikut:



Gambar: 5
Kerangka Konseptual Penelitian

Berdasarkan kerangka konseptual penelitian pada gambar 5, maka dapatlah di susun model konsep penelitian beserta dekomposisi pengaruh kausalitas antarvariabel sebagai berikut:



Keterangan:

A : Struktur modal
 B : Kebijakan dividen
 C : Biaya Keagenan
 Y : Nilai perusahaan

1. Pengaruh A terhadap C
 2. Pengaruh B terhadap C
 3. Pengaruh C terhadap Y
 4. Pengaruh A terhadap Y
 5. Pengaruh B terhadap Y

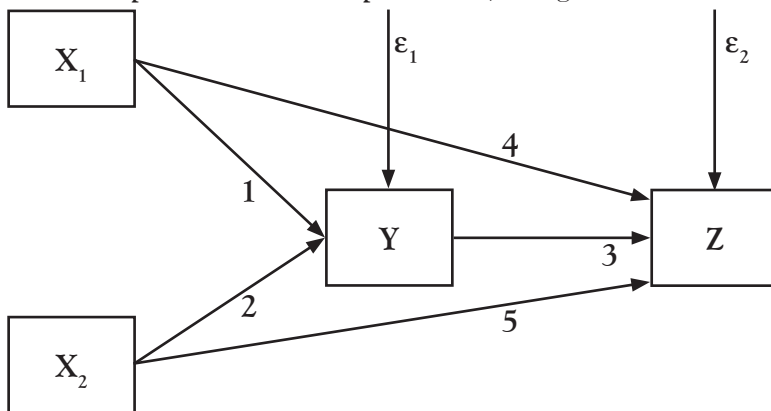
Gambar: 6
Model Konsep Penelitian beserta
Dekomposisi pengaruh kausalitas antarvariabel

Berdasarkan dekomposisi pengaruh kausalitas antarvariabel pada gambar 6, dapat dijelaskan dalam model dekomposisi pengaruh kausalitas antarvariabel sebagai berikut:

Tabel 3
Model dekomposisi pengaruh kausalitas antarvariabel

Pengaruh Variabel	Pengaruh Kausalitas		Total
	Langsung	Tidak langsung (melalui C)	
A terhadap C	(1)	-	(1)
A terhadap Y	(4)	(1) (3)	(4) + (1) (3)
B terhadap C	(2)	-	(2)
B terhadap Y	(5)	(2) (3)	(5) + (2) (3)
C terhadap Y	(5)	-	(3)

Berdasarkan dekomposisi pengaruh kausalitas antarvariabel pada gambar 6, maka dapat di rancang hubungan kausal empiris antarvariabel penelitian, sebagai berikut:



Keterangan :

Variabel yang diteliti.

X1 : Struktur Modal

X2 : Kebijakan dividen

Y : Biaya Keagenan

Z : Nilai Perusahaan

ϵ_1 = Komponen kesalahan random 1 (*random error 1*)

ϵ_2 = Komponen kesalahan random 2 (*random error 2*)

Gambar: 7

Rancangan Hubungan Kausal Empiris Antarvariabel Penelitian

B. Fomulasi Hipotesis

Berdasarkan kerangka konseptual penelitian yang telah diuraikan sebelumnya, maka perumusan hipotesis-hipotesis penelitian ini dapat diuraikan sebagai berikut.

1. Hipotesis untuk menguji pengaruh Struktur Modal dan Kebijakan Dividen terhadap Biaya Keagenan.

Keputusan pendanaan secara langsung berkaitan dengan struktur modal. Menurut Jensen dan Meckling (1976) bahwa penggunaan utang dalam struktur modal dapat digunakan salah satu alternatif dalam mengurangi biaya keagenan. Penggunaan utang dalam struktur modal, membuat manajer harus bertindak sangat hati-hati terutama dalam mengelola keuangan, antara lain dengan mengurangi *free cash flow*. Selain itu juga dapat mendorong manajer untuk bekerja lebih efisien, mengingat kompensasi penggunaan utang adanya kewajiban perusahaan mengembalikan pokok dan bunga dari pinjaman tersebut (Jensen *et al.*, 1992). Selanjutnya Garvey (1992) menunjukkan bahwa dalam kondisi yang normal utang merupakan alat yang komplementer untuk memotivasi manajer membatalkan investasi-investasi dengan NPV yang negatif. Crutchley dan Hensen (1989) membuktikan juga bahwa manajer menggunakan tiga kebijakan, yaitu: *ownership*, *leverage* atau utang dan dividen untuk mengurangi *agency cost*.

Menurut Atmaja (2008) bahwa penggunaan utang dalam struktur modal dapat mengakibatkan munculnya masalah keagenan antara pemegang saham dengan kreditur. Selain itu, semakin besar penggunaan utang, konsekwensinya semakin besar pula biaya bunga yang harus ditanggung, sehingga kondisi ini kemungkinan dapat menyebabkan

penurunan penghasilan. Selanjutnya penurunan penghasilan dapat menyebabkan ancaman kebangkrutan (*financial distress*). Kondisi kebangkrutan dapat menyebabkan biaya kebangkrutan (*bankruptcy cost*).

Penelitian empirik tentang pengaruh kebijakan dividen kas terhadap biaya keagenan dilakukan oleh Easterbook (1984), Manos (2002) dan Rozeff (1982). Hasilnya menunjukkan bahwa permasalahan keagenan yang terjadi antara pemegang saham dengan pihak pengelola atau manajer, karena adanya pemisahan pemilikan (*legal ownership*) dan pengendalian (*managerial control*), dapat dieliminir dengan membayar dividen kas yang lebih besar kepada pemegang saham. Kebijakan dividen dapat mengurangi *free cash flow* yang berarti dapat mengurangi risiko manajer berinvestasi pada proyek dengan NPV negatif. Penelitian lain yang menguji pengaruh kebijakan dividen terhadap biaya keagenan antara lain Fenn dan Liang (2000) serta Fadah (2007). Selanjutnya Ismail (2007) menyatakan bahwa terdapat beberapa alternatif yang dapat mengurangi biaya keagenan antara lain: (1) meningkatkan *dividend payout ratio*. Peningkatan *dividend payout ratio* ini dapat mengurangi *free cash flow* yang tersedia, sehingga dapat mengurangi tindakan manajer yang kurang optimal dalam arti menggunakan *free cash flow* untuk kepentingan sendiri dibandingkan untuk kepentingan pemegang saham; (2) meningkatkan pendanaan dari utang dapat menurunkan konflik antara pemegang saham dengan manajer. Dampak lainnya, dapat menurunkan *excess free cash flow* yang ada dalam perusahaan. Keberadaan *free cash flow* yang berlebihan dapat mengakibatkan kemungkinan penyimpangan perilaku manajer dan timbul keputusan-keputusan yang tidak mencerminkan kepentingan pemilik

perusahaan. Mengacu pada uraian diatas, maka rumusan hipotesis 1 dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

Hipotesis Mayor yang diajukan adalah:

H₁: Struktur Modal dan Kebijakan Dividen berpengaruh terhadap Biaya Keagenan.

Hipotesis Minor yang diajukan adalah:

H_{1a}: Struktur Modal berpengaruh terhadap Biaya Keagenan.

H_{1b}: Kebijakan Dividen berpengaruh negatif terhadap Biaya Keagenan

2. Hipotesis untuk menguji pengaruh Biaya Keagenan terhadap Nilai Perusahaan.

Menurut Jensen dan Meckling (1976) bahwa biaya keagenan yang berupa biaya monitoring atau biaya *bonding* dapat menekan konsumsi manajer yang dilakukan tanpa sepengetahuan pemilik, menjadi lebih kecil. Hal ini berdampak pada naiknya nilai perusahaan, karena investor beranggapan bahwa manajer benar-benar bertindak sesuai dengan visi utama pemegang saham bukan untuk memuaskan kepentingan pribadinya (*moral hazard*) baik secara langsung (misalnya: penggunaan mobil perusahaan untuk keperluan pribadi dan biaya bisnis pribadi yang dibebankan pada perusahaan) maupun tidak langsung (misalnya: *interior* kantor yang terlalu mewah). Crutchley *et al.*, (1999) juga membuktikan bahwa monitoring yang dilakukan oleh institusi mampu mensubstitusi biaya keagenan utang, sehingga biaya keagenan menurun dan nilai perusahaan meningkat. Pendapat serupa dipertegas oleh Smith (1996) yang menyatakan bahwa aktifitas monitoring institusi mampu mengubah dan mempengaruhi manajemen perusahaan untuk meningkatkan kemakmuran pemegang saham.

Sesuai dengan *Asymmetric information* (Donaldson, 1960) dan *Pecking Order Theory* (Myers, 1984) bahwa pemilihan penggunaan utang dalam struktur modal di respon positif oleh investor dengan meningkatnya harga saham. Namun penggunaan utang dapat menimbulkan biaya keagenan antara pemegang saham dengan kreditur serta biaya kebangkrutan. Hal tersebut dipertegas oleh Sartono (2007) bahwa semakin besar proporsi utang dalam struktur modal maka semakin besar pula beban tetap pembayaran bunga utang perusahaan. Perusahaan yang terus meningkatkan utang, memiliki kompensasi kewajiban membayar bunga yang semakin besar dan kemungkinan penurunan laba bersih perusahaan juga semakin besar. Pada akhirnya kondisi ini dapat membawa kepada kesulitan keuangan (*financial distress*) dan akibatnya dapat menimbulkan biaya *financial distress*. Selanjutnya dapat menuju kebangkrutan dan akhirnya menimbulkan biaya kebangkrutan.

Penelitian lain yang menguji pengaruh biaya keagenan dengan nilai perusahaan antara lain Fadah (2007) serta Singh dan Davidson (2003). Mengacu pada uraian diatas, maka rumusan hipotesis 2 dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

Hipotesis Mayor yang diajukan adalah:

H₂: Biaya Keagenan berpengaruh terhadap Nilai Perusahaan

3. Hipotesis untuk menguji pengaruh Struktur Modal dan Kebijakan Dividen terhadap Nilai Perusahaan.

Kebijakan struktur modal menyangkut pilihan pendanaan yang mempertimbangkan berbagai kebijakan yang dilakukan oleh perusahaan. Bila perusahaan menawarkan saham baru karena adanya *asymmetric information*, maka dapat direspon

negatif oleh investor. Hal ini disebabkan penerbitan saham baru untuk memenuhi kebutuhan dana merupakan informasi kurang baik bagi investor terutama pemegang saham lama. Penerbitan saham baru untuk memenuhi kebutuhan dana dapat menyebabkan lembar saham perusahaan yang beredar ditambah dan dapat berdampak pada penurunan laba per lembar saham yang pada akhirnya akan menurunkan harga saham. Kondisi ini mendorong perusahaan cenderung untuk menerbitkan obligasi atau menggunakan utang dibandingkan dengan menerbitkan saham baru (Ismail, 2007). Hal ini menunjukkan bahwa penggunaan utang dalam struktur modal perusahaan dapat dikatakan sinyal baik kondisi perusahaan, sehingga dapat menaikkan harga saham. Selanjutnya Modigliani dan Miller (1963) juga mempertegas, bahwa penggunaan utang dalam struktur modal dapat meningkatkan nilai perusahaan. Hal ini disebabkan bahwa biaya bunga utang adalah biaya yang mengurangi pembayaran pajak (*a tax-deductible expense*). Ghosh dan Francis (1999) mengemukakan bahwa bila posisi utang perusahaan cukup tinggi dalam arti kapasitas utang sudah tidak tersedia, maka perusahaan dapat memilih *ekuitas* untuk pendanaannya, dan bila terjadi sebaliknya dapat memilih utang. Pada kondisi lain, bila posisi keuangan perusahaan cukup kuat dalam arti ketersediaan dana internal cukup tersedia, maka pilihan pendanaan adalah sumber dana internal atau ekuitas. Hal ini berarti bahwa terdapat pengaruh negatif kebijakan struktur modal terhadap penggunaan utang dan berpengaruh positif terhadap penggunaan ekuitasnya. Brigham (1991) berpendapat bahwa harga saham perusahaan dipengaruhi oleh faktor-faktor antara lain: proyeksi *earning per share*, saat diperolehnya laba, tingkat risiko dari proyeksi laba, proporsi

laba, proporsi utang perusahaan terhadap modal sendiri dan kebijakan pembagian dividen.

Kebijakan dividen (*dividend policy*) sebagai suatu keputusan penetapan besarnya pembayaran dividen kas kepada pemegang saham. Selanjutnya menyesuaikan pembayaran dividen tahun berjalan yang sesungguhnya dengan sedikit perubahan berdasarkan rasio pembayaran yang telah ditargetkan (Utomo, 2006). Hal ini berarti bahwa peningkatan dividen cenderung diikuti dengan peningkatan harga saham. Kajian empirik tentang pengaruh kebijakan dividen kas terhadap nilai perusahaan sampai saat ini masih merupakan teka-teki (*dividend puzzle*). Menurut Modigliani dan Miller (1961) bahwa pada pasar yang sempurna, kebijakan dividen tidak relevan, berarti bahwa kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Namun, Gordon dan Lintner (1963) berpendapat sebaliknya, dimana hasil temuannya menyatakan bahwa kebijakan dividen berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Pendapat ini didukung oleh Battacharya (1979) bahwa kebijakan dividen kas berdampak pada nilai perusahaan. Mengacu pada uraian diatas, maka rumusan hipotesis 3 dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

Hipotesis Mayor yang diajukan adalah:

H₃: Struktur Modal dan Kebijakan Dividen berpengaruh terhadap Nilai Perusahaan.

Hipotesis Minor yang diajukan adalah:

H_{3a}: Struktur Modal berpengaruh positif terhadap Nilai Perusahaan.

H_{3b}: Kebijakan Dividen berpengaruh positif terhadap Nilai Perusahaan.

4. Hipotesis untuk menguji pengaruh Struktur Modal dan Kebijakan Dividen melalui Biaya Keagenan terhadap Nilai Perusahaan.

Menurut Ismail (2007) bahwa terdapat beberapa alternatif yang dapat mengurangi biaya keagenan antara lain: (1) meningkatkan *dividend payout ratio*. Peningkatan *dividend payout ratio* ini dapat mengurangi *free cash flow* yang tersedia, sehingga dapat mengurangi tindakan manajer yang kurang optimal dalam arti menggunakan *free cash flow* untuk kepentingan sendiri dibandingkan untuk kepentingan pemegang saham; (2) meningkatkan pendanaan dari utang dapat menurunkan konflik antara pemegang saham dengan manajer. Dampak lainnya, dapat menurunkan *excess free cash flow* yang ada dalam perusahaan. Keberadaan *free cash flow* yang berlebihan dapat mengakibatkan kemungkinan penyimpangan perilaku manajer dan timbul keputusan-keputusan yang tidak mencerminkan kepentingan pemilik perusahaan. Penggunaan pendanaan dari utang membuat manajer bertindak dengan sangat hati-hati, dan dapat mendorong mereka untuk bekerja lebih efisien, sehingga jika biaya keagenan menurun, dapat meningkatkan nilai perusahaan. Uraian di atas mempertegas pendapat Jensen dan Meckling (1976), Crutchley et al., (1999) dan Smith (1996).

Menurut Sudarma (2004) bahwa penggunaan utang tidak hanya menimbulkan penghematan pajak penghasilan, tetapi juga akan menimbulkan adanya biaya agen dan biaya kebangkrutan yang mengimbangi penghematan pajak penghasilan. Pada saat tertentu penghematan pajak penghasilan lebih besar daripada biaya keagenan dan biaya kebangkrutan, tetapi pada saat yang lain biaya kebangkrutan

dan biaya keagenan akan lebih besar dari penghematan pajak penghasilan, karena semakin besarnya penggunaan utang. Pada saat terjadinya keseimbangan antara penghematan pajak penghasilan dan biaya kebangkrutan dan biaya keagenan, akan menimbulkan penggunaan utang yang optimal. Mengacu pada uraian diatas, maka rumusan hipotesis 4 dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

Hipotesis Mayor yang diajukan adalah:

H_4 : Struktur Modal dan Kebijakan Dividen melalui Biaya Keagenan berpengaruh terhadap Nilai Perusahaan.

Hipotesis Minor yang diajukan adalah:

H_{4a} : Struktur Modal melalui Biaya Keagenan berpengaruh positif positif terhadap Nilai Perusahaan.

H_{4b} : Kebijakan Dividen melalui Biaya Keagenan berpengaruh negatif terhadap Nilai Perusahaan.

BAB IX
PERUSAHAAN KELOMPOK INDUSTRI
DI BURSA EFEK JAKARTA (BEJ) TAHUN 2003-2008

A. Gambaran Umum

Perusahaan-perusahaan yang merupakan sampel dalam penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan publik yang tercatat di Bursa Efek Indonesia selama periode pengamatan. Adapun nama perusahaan dan jenis usaha sebagaimana disajikan dalam Lampiran 1. Penelitian ini mengklasifikasikan perusahaan dalam industri berdasarkan klasifikasi dari *Indonesia Capital Market Directory (ICMD)*. Tabel 7 menyajikan profil sampel penelitian menurut klasifikasi Industrinya.

Tabel 7
Profil Sampel Penelitian Menurut Klasifikasi Industri

Industri	Jumlah	Persentase
Pertambangan	2	9,09
Manufaktur	8	36,36
Infrastruktur, Utilities dan Transportasi	2	9,09
Perdagangan, Jasa dan Investasi	4	18,19
Keuangan	6	27,27
Total	22	100,00

Sumber: Hasil pengolahan data sekunder

Berdasarkan pada tabel 7 tampak bahwa perusahaan yang dijadikan sampel penelitian ini seluruhnya sebanyak

22 perusahaan, dimana yang terbesar adalah dari kelompok industri manufaktur yaitu sebesar 36,36 % atau sebanyak 8 perusahaan. Untuk kelompok industri yang terkecil dari sampel penelitian ini adalah kelompok industri pertambangan serta kelompok industri infrastruktur, utilities dan transportasi, masing-masing sebanyak 9,09 % atau sebanyak 2 perusahaan. Sebenarnya cukup banyak perusahaan dari berbagai kelompok industri yang tercatat di Bursa Efek Indonesia, namun mengingat sedikitnya perusahaan yang memenuhi kriteria membagikan dividen berturut-turut selama periode pengamatan yaitu tahun 2003 sampai 2008, membuat sampel perusahaan penelitian ini terbatas.

Adapun sub industri untuk perusahaan yang berasal dari kelompok industri manufaktur yang merupakan sampel perusahaan dengan proporsi terbesar sebagai berikut:

Tabel 8
Profil Sub Industri Perusahaan Manufaktur

Sub Industri	Jumlah	Persentase
Logam	2	25,00
Otomotif	1	12,50
Makanan dan Minuman	2	25,00
Rokok	1	12,50
Farmasi	1	12,50
Kosmetik dan Barang Keperluan	1	
Rumah Tangga		12,50
Total	8	100,00

Sumber: Hasil pengolahan data sekunder

Berdasarkan tabel 8 tampak bahwa perusahaan-perusahaan yang berasal dari kelompok industri manufaktur penyebarannya hampir merata. Sub industri logam serta

makanan dan minuman masing-masing sebanyak 25 % atau sebanyak 2 perusahaan. Untuk sub industri lainnya, yaitu otomotif, rokok, farmasi serta kosmetik dan barang rumah tangga masing-masing sebanyak 12,5 % atau sebanyak satu perusahaan.

B. Analisis Hasil Penelitian

Data penelitian ini sebagaimana tercantum dalam Lampiran 2, data dimaksud selanjutnya dilakukan perhitungan statistik deskriptif. Statistik deskriptif merupakan statistik yang menggambarkan fenomena atau karakteristik dari data. Karakteristik data yang digambarkan adalah karakteristik distribusinya. Statistik deskriptif menyediakan ukuran gejala pusat (*measures of central tendency*), disperse, dan pengukur-pengukur bentuk (*measures of shape*). Berikut ini adalah hasil uji variabel penelitian yang ada pada penelitian ini:

1. Hasil Uji Variabel Penelitian

Tabel 9
Hasil Uji Statistik Deskriptif Seluruh Sampel
(dalam %)

Variabel	Mean	Std. Deviation	Maximum	Minimum
Nilai Perusahaan	1,52	1,025	5,00	,10
Biaya Keagenan	35,99	28,31	90,82	1,72
Kebijakan Dividen	26,05	23,41	93,77	,01
Struktur Modal	46,83	23,06	91,82	3,15

Sumber: hasil pengolahan data sekunder SPSS for Windows

Pada tabel 9 di atas tampak bahwa kebijakan dividen mempunyai nilai rata-rata sebesar 26,05%, berarti bahwa perusahaan mempunyai laba bersih setelah pajak 100% dan dividen yang dibagikan 26,05%. Proporsi yang cukup besar dari laba ditahan perusahaan, yaitu sebesar 73,95% bila tidak diinvestasikan pada investasi yang menguntungkan (NPV negatif) maka akan berpotensi memunculkan masalah keagenan antara manajer dengan pemegang saham. Selanjutnya kebijakan dividen perusahaan-perusahaan yang tercatat di BEI mempunyai perbedaan yang cukup besar antara satu perusahaan dengan perusahaan lainnya. Perbedaan ini ditunjukkan dengan nilai standar deviasi yaitu sebesar 23,41% dengan rentang sebaran yang sangat luas, dimana minimal sebesar 0,01 % dan maksimal sebesar 93,77%.

Rata-rata biaya keagenan pada periode pengamatan sebesar 35,99% berarti bahwa perusahaan mampu menghasilkan penjualan sebesar 100 % dengan mengeluarkan beban operasional 35,99%. Bila beban operasional perusahaan tidak ditekan dengan mengurangi *free cash flow*, tentu dapat meningkatkan biaya keagenan. Namun demikian rentang sebaran biaya keagenan perusahaan-perusahaan yang tercatat di BEI sangat luas yaitu minimal 1,72% dan maksimal 90,82%.

Bila biaya keagenan terus meningkat dapat menyebabkan penurunan nilai perusahaan. Rata-rata nilai perusahaan pada penelitian ini sebesar 1,52%, berarti bahwa nilai buku per lembar saham perusahaan 100% dan harga pasar per lembar saham 1,52%. Nilai pada perusahaan-perusahaan yang tercatat di BEI mempunyai perbedaan yang tidak besar, antara satu perusahaan dengan perusahaan lainnya. Perbedaan ini ditunjukkan dengan nilai standar deviasi sebesar 1,025%, juga dengan rentang sebaran yang tidak luas yaitu dengan nilai minimal sebesar 0,10% dan maksimal sebesar 5%.

Penggunaan utang dalam struktur modal pada penelitian ini menunjukkan rata-rata sebesar 46,83% berarti bahwa perusahaan mempunyai aktiva 100% dan didanai dengan utang 46,83%. Kondisi ini dapat membantu memberikan gambaran bahwa penggunaan utang dalam struktur modal perusahaan-perusahaan yang tercatat di BEI cukup besar yaitu hampir sebagian dari total aktiva di danai dari utang. Kondisi ini rawan menimbulkan biaya keagenan dan *financial distress*. Namun demikian, rentang sebaran penggunaan utang antara perusahaan yang satu dengan yang lainnya cukup luas, yaitu minimal sebesar 3,15% dan maksimal sebesar 91,82%. Secara rinci berdasarkan data yang terdapat pada lampiran 4 diketahui, bahwa penggunaan utang terbesar terdapat pada kelompok industri keuangan. Hasil ini konsisten dengan data yang terdapat pada lampiran 6, bahwa kelompok industri keuangan perbankan paling banyak menggunakan utang dalam struktur modalnya. Mengingat jasa keuangan perbankan, mayoritas dananya berasal dari masyarakat, berarti bahwa nilai likuiditas bank harus selalu dijaga untuk menjaga kepercayaan masyarakat.

2. Hasil uji pengaruh struktur modal dan kebijakan dividen terhadap biaya keagenan.

a. Uji model (uji F) dan uji koefisien determinasi (R^2) model I

Uji model ditunjukkan oleh tabel *Anova*, dimana nilai F adalah sebesar 3,464 dengan nilai probabilitas = 0,035, karena nilai probabilitas < 0,1, maka keputusannya adalah H_0 ditolak dan H_a diterima.

Hal ini menunjukkan model dari Sub Struktur I di atas diterima, bahwa struktur modal dan kebijakan dividen

berpengaruh terhadap biaya keagenan. Besarnya signifikansi terhadap koefisien diterminasi ditunjukkan oleh tabel *Model Summary*, dimana nilai R^2_{yx1x2} adalah sebesar 0,061 atau 6,1% dan besarnya pengaruh variabel lain (ρ_{ye}), yaitu $100\% - 6,1\% = 93,9\%$. Hal ini menunjukkan bahwa kontribusi pengaruh variabel struktur modal dan kebijakan dividen terhadap variabel biaya keagenan adalah sebesar 6,1%, sedangkan 93,9% variabel biaya keagenan dipengaruhi oleh variabel lain.

b. Uji Signifikansi Variabel

Tabel. 10

Hasil Uji Pengaruh Struktur Modal dan Kebijakan Dividen Terhadap BiayaKeagenan berdasarkan Hasil Uji Signifikansi Jalur Sub Struktur 1 (Model I)

$$Y = \rho_{yx1} X_1 + \rho_{yx2} X_2 + \rho_{ye1} \varepsilon 1$$

Pengaruh Antar variabel	Koefisien Jalur (Beta)	Std. Error	Nilai T	Nilai Signifikansi
Struktur Modal terhadap Biaya Keagenan	0,254	0,118	2,632	0,010 *)
Kebijakan Dividen terhadap Biaya Keagenan	0,063	0,117	0,650	0,517

*) Signifikansi secara statistik terhadap level $\alpha = 10\%$

Sumber: hasil pengolahan data sekunder SPSS for Windows

1) Pengaruh Struktur Modal terhadap Biaya Keagenan.

Uji signifikansi variabel ditunjukkan oleh tabel *Coefficients*, dimana nilai probabilitas adalah sebesar 0,010. Karena nilai probabilitas $< 0,1$ maka keputusannya adalah H_0 ditolak dan H_a diterima, berarti bahwa struktur modal berpengaruh positif terhadap biaya keagenan.

2) Pengaruh Kebijakan Dividen terhadap Biaya Keagenan.

Uji signifikansi variabel ditunjukkan oleh tabel *Coefficients*, dimana nilai probabilitas adalah sebesar 0,517. Karena nilai probabilitas $> 0,1$ maka keputusannya adalah H_0 diterima dan H_a ditolak, berarti bahwa kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap biaya keagenan.

Jadi, struktur modal berpengaruh positif terhadap biaya keagenan, berarti hasil penelitian ini mendukung H_{1a} bahwa struktur modal berpengaruh positif terhadap biaya keagenan. Namun kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap biaya keagenan, berarti hasil penelitian ini tidak mendukung H_{1b} bahwa kebijakan dividen berpengaruh negatif terhadap biaya keagenan.

3. Hasil uji pengaruh biaya keagenan terhadap nilai perusahaan.

a. Uji model (uji F) dan uji koefisien determinasi (R^2) model II

Uji model ditunjukkan oleh tabel *Anova*, dimana nilai F adalah sebesar 4,630 dengan nilai probabilitas = 0,004. Karena nilai probabilitas $< 0,1$, maka keputusannya adalah H_0 ditolak dan H_a diterima. Hal ini menunjukkan model dari Sub Struktur II di atas di terima, bahwa struktur modal, kebijakan dividen dan biaya keagenan berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Besarnya signifikansi terhadap koefisien diterminasi ditunjukkan oleh tabel *Model summary*, dimana nilai R^2_{yx1x2} adalah sebesar 0,116 atau 11,6% dan besarnya pengaruh variabel lain (ρ_{ye}), yaitu $100\% - 11,6\% = 88,4\%$. Hal ini menunjukkan bahwa kontribusi pengaruh variabel struktur modal, kebijakan dividen dan biaya keagenan terhadap variabel nilai perusahaan adalah sebesar 11,6%, sedangkan 88,4% variabel nilai perusahaan dipengaruhi oleh variabel lain.

b. Uji Signifikansi Variabel

Tabel. 11

Hasil Uji Pengaruh Biaya Keagenan terhadap Nilai Perusahaan Berdasarkan Hasil Uji Signifikansi Jalur Sub Struktur 2 (Model II)

$$Z = \rho_{zx1} X_1 + \rho_{zx2} X_2 + \rho_{zy} Y + \rho_{ze2} \varepsilon_2$$

Pengaruh Antarvariabel	Koefisien Jalur (Beta)	Std. Error	Nilai T	Nilai Signifikansi
Biaya Keagenan terhadap Nilai Perusahaan	0,252	0,003	2,670	0,009*)

*) Signifikansi secara statistik terhadap level $\alpha = 10\%$

Sumber: hasil pengolahan data sekunder SPSS for Windows

Uji signifikansi variabel ditunjukkan oleh tabel *Coefficients*, dimana nilai probabilitas adalah sebesar 0,009. Karena nilai probabilitas $< 0,1$ maka keputusannya adalah H_0 ditolak dan H_a diterima, berarti bahwa biaya keagenan berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

Jadi, biaya keagenan berpengaruh terhadap nilai perusahaan, berarti hasil penelitian ini mendukung H_2 bahwa biaya keagenan berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

4. Hasil uji pengaruh struktur modal dan kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan.

a. Uji model (uji F) dan uji koefisien determinasi (R^2) model II

Uji model ditunjukkan oleh tabel *Anova*, dimana nilai F adalah sebesar 4,630 dengan nilai probabilitas = 0,004. Karena nilai probabilitas $< 0,1$, maka keputusannya adalah

Ho ditolak dan Ha diterima. Hal ini menunjukkan model dari Sub Struktur II di atas di terima, bahwa struktur modal, kebijakan dividen dan biaya keagenan berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Besarnya signifikansi terhadap koefisien diterminasi ditunjukkan oleh tabel *Model Summary*, dimana nilai R^2_{yx1x2} adalah sebesar 0,116 atau 11,6% dan besarnya pengaruh variabel lain (ρ_{ye}), yaitu $100\% - 11,6\% = 88,4\%$. Hal ini menunjukkan bahwa kontribusi pengaruh variabel struktur modal, kebijakan dividen dan biaya keagenan terhadap variabel nilai perusahaan adalah sebesar 11,6%, sedangkan 88,4% variabel nilai perusahaan dipengaruhi oleh variabel lain.

b. Uji Signifikansi Variabel

Tabel. 12

Hasil Pengaruh Struktur Modal dan Kebijakan Dividen terhadap Nilai Perusahaan berdasarkan Hasil Uji Signifikansi Jalur Sub Struktur 2 (Model II)

$$Z = \rho_{zx1} X_1 + \rho_{zx2} X_2 + \rho_{zy} Y + \rho_{ze2} \varepsilon_2$$

Pengaruh Antarvariabel	Koefisien Jalur (Beta)	Std. Error	Nilai t	Nilai Signifikansi
Struktur Modal Terhadap Nilai Perusahaan	0,174	0,004	1,795	0,075 *)
Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan	-0,013	0,004	-0,138	0,890

*) Signifikansi secara statistik terhadap level $\alpha = 10\%$

Sumber: hasil pengolahan data sekunder SPSS for Windows

1) Pengaruh Struktur modal terhadap Nilai Perusahaan

Uji signifikansi variabel ditunjukkan oleh tabel *Coefficients*, dimana nilai probabilitas adalah sebesar 0,075. Karena nilai probabilitas $< 0,1$ maka keputusannya adalah H_0 ditolak dan H_a diterima, berarti bahwa struktur modal berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

2) Pengaruh Kebijakan Dividen terhadap Nilai Perusahaan.

Uji signifikansi variabel ditunjukkan oleh tabel *Coefficients*, dimana nilai probabilitas adalah sebesar 0,890. Karena nilai probabilitas $> 0,1$ maka keputusannya adalah H_0 diterima dan H_a ditolak, berarti bahwa kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

Selain itu, untuk uji signifikansi variabel kontrol ditunjukkan oleh tabel *Coefficients* pada lampiran 5, dimana nilai probabilitas adalah sebesar 0,171. Karena nilai probabilitas $> 0,1$, maka keputusannya adalah H_0 diterima dan H_a ditolak, bahwa kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan, berarti bahwa hasil uji variabel kontrol mendukung variabel utama.

Jadi, struktur modal berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan, berarti hasil penelitian ini mendukung H_{3a} bahwa struktur modal berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Namun kebijakan dividen tidak berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan, berarti hasil penelitian ini tidak mendukung H_{3b} bahwa kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

5. Hasil uji pengaruh struktur modal dan kebijakan dividen melalui biaya keagenan terhadap nilai perusahaan.

a. Uji model (uji F) dan uji koefisien determinasi (R^2) model II

Uji model ditunjukkan oleh tabel *Anova*, dimana nilai F adalah sebesar 4,630 dengan nilai probabilitas = 0,004. Karena nilai probabilitas < 0,1, maka keputusannya adalah H_0 ditolak dan H_a diterima. Hal ini menunjukkan model dari Sub Struktur II di atas di terima, bahwa struktur modal, kebijakan dividen dan biaya keagenan berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Besarnya signifikansi terhadap koefisien determinasi ditunjukkan oleh tabel *Model summary*, dimana nilai R^2_{yx1x2} adalah sebesar 0,116 atau 11,6% dan besarnya pengaruh variabel lain ($\rho_{y\epsilon}$), yaitu $100\% - 11,6\% = 88,4\%$. Hal ini menunjukkan bahwa kontribusi pengaruh variabel struktur modal, kebijakan dividen dan biaya keagenan terhadap variabel nilai perusahaan adalah sebesar 11,6%, sedangkan 88,4% variabel nilai perusahaan dipengaruhi oleh variabel lain.

b. Uji Signifikansi Variabel

Tabel. 13

Hasil Uji Pengaruh Struktur Modal dan Kebijakan Dividen melalui Biaya Keagenan terhadap Nilai Perusahaan berdasarkan Hasil Uji Signifikansi Jalur Sub Struktur 2 (Model II)

$$Z = \rho_{zx1} X_1 + \rho_{zx2} X_2 + \rho_{zy} Y + \rho_{z\epsilon} \epsilon_2$$

Pengaruh Antarvariabel	Koefisien Jalur (Beta)	Std. Error	Nilai t	Nilai Signifikansi
Struktur Modal terhadap Nilai Perusahaan	0,174	0,004	1,795	0,075*)

Kebijakan Dividen terhadap Nilai Perusahaan	-0,013	0,004	-0,138	0,890
Biaya Keagenan terhadap Nilai Perusahaan	0,252	0,003	2,670	0,009*)

*) Signifikansi secara statistik terhadap level $\alpha = 10\%$

Sumber: hasil pengolahan data sekunder SPSS for Windows

1) Pengaruh Struktur modal terhadap Nilai Perusahaan.

Uji signifikansi variabel ditunjukkan oleh tabel *Coefficients*, dimana nilai probabilitas adalah sebesar 0,075. Karena nilai probabilitas $< 0,1$ maka keputusannya adalah H_0 ditolak dan H_a diterima, berarti bahwa struktur modal berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

2) Pengaruh Kebijakan Dividen terhadap Nilai Perusahaan.

Uji signifikansi variabel ditunjukkan oleh tabel *Coefficients*, dimana nilai probabilitas adalah sebesar 0,890. Karena nilai probabilitas $> 0,1$ maka keputusannya adalah H_0 diterima dan H_a ditolak, berarti bahwa kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan

3) Pengaruh Biaya Keagenan terhadap Nilai Perusahaan.

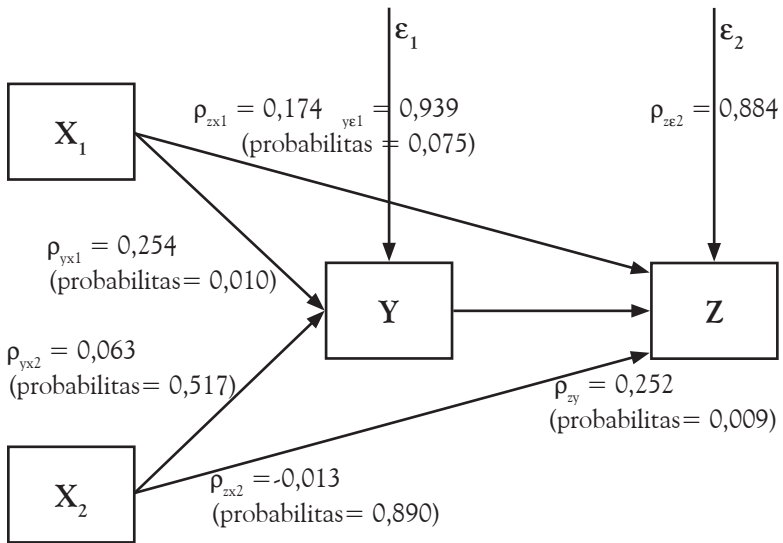
Uji signifikansi variabel ditunjukkan oleh tabel *Coefficients*, dimana nilai probabilitas adalah sebesar 0,009. Karena nilai probabilitas $< 0,1$ maka keputusannya adalah H_0 ditolak dan H_a diterima, berarti bahwa biaya keagenan berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

Jadi, struktur modal melalui biaya keagenan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan, berarti hasil penelitian ini mendukung H_{4a} bahwa struktur modal melalui biaya keagenan

berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Namun, kebijakan dividen melalui biaya keagenan tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan, berarti hasil penelitian ini tidak mendukung H_{4b} bahwa kebijakan dividen melalui biaya keagenan berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan.

Jawaban terhadap masalah penelitian di atas telah ringkas melalui proses perhitungan manual yang terdapat pada lampiran 7.

Langkah berikutnya dalam *path analysis* yaitu membuat diagram hubungan kausal empiris antarvariabel penelitian.



Keterangan: Pada diagram hubungan kausal empiris antarvariabel penelitian di atas yang diberi garis tebal menunjukkan adanya hubungan yang signifikan.

Gambar.11
Hubungan Kausal Empiris Antarvariabel Penelitian

Hasil perhitungan dibuat persamaan struktur sebagai berikut.

$$\begin{aligned} \text{Persamaan struktur 1} &: Y = \rho_{yx1} X_1 + \rho_{yx2} X_2 + \rho_{y\epsilon1} \epsilon1 \\ &Y = 0,254 X_1 + 0,063 X_2 + 0,939 ; \end{aligned}$$

$$R^2_{yx1x2} = 0,061$$

$$\begin{aligned} \text{Persamaan struktur 2} &: Z = \rho_{zx1} X_1 + \rho_{zx2} X_2 + \rho_{zy} Y + \rho_{z\epsilon2} \epsilon2 \\ &Z = 0,174 X_1 - 0,013 X_2 + 0,252 Y + 0,884 ; \end{aligned}$$

$$R^2_{zyx1x2} = 0,116$$

Selanjutnya berdasarkan hasil perhitungan secara keseluruhan, maka dapat dimaknai sehingga memberikan informasi secara objektif sebagai berikut.

1. Hipotesis pertama yang berbunyi “Struktur modal dan kebijakan dividen berpengaruh terhadap biaya keagenan“. Bahwa model sub struktur 1 (model I) diterima. Berdasarkan pengujian koefisien jalur sub struktur 1, hanya koefisien jalur X_1 terhadap Y (struktur modal terhadap biaya keagenan) yang signifikan, sedangkan koefisien jalur X_2 terhadap Y (kebijakan dividen terhadap biaya keagenan) adalah tidak signifikan.
2. Hipotesis kedua yang berbunyi ”Biaya keagenan berpengaruh terhadap nilai perusahaan“. Bahwa model sub struktur 2 (model II) diterima. Berdasarkan pengujian koefisien jalur sub struktur 2, koefisien jalur Y terhadap Z (biaya keagenan terhadap nilai perusahaan) signifikan.
3. Hipotesis ketiga yang berbunyi “Struktur modal dan kebijakan dividen berpengaruh terhadap nilai perusahaan“. Bahwa model sub struktur 2 (model II) diterima.

Berdasarkan pengujian koefisien jalur sub struktur 2, hanya koefisien jalur X_1 terhadap Z (struktur modal terhadap nilai perusahaan) yang signifikan, sedangkan koefisien jalur X_2 terhadap Z (kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan) adalah tidak signifikan.

4. Hipotesis keempat yang berbunyi “Struktur modal dan kebijakan dividen melalui biaya keagenan berpengaruh terhadap nilai perusahaan“. Bahwa model sub struktur 2 (model II) diterima. Berdasarkan pengujian koefisien jalur sub struktur 2, koefisien jalur X_1 melalui Y terhadap Z (struktur modal melalui biaya keagenan terhadap nilai perusahaan) signifikan, sedangkan koefisien jalur X_2 melalui Y terhadap Z (kebijakan dividen melalui biaya keagenan terhadap nilai perusahaan) adalah tidak signifikan.
5. Beberapa pengaruh langsung dan tidak langsung (melalui Y) dan pengaruh total tentang pengaruh struktur modal (X_1), kebijakan dividen (X_2) dan biaya keagenan (Y) terhadap nilai perusahaan (Z) diuraikan sebagai berikut.
 - a. Pengaruh langsung variabel X_1 terhadap $Y = 0,254$
= pengaruh total
 - b. Pengaruh langsung variabel X_1 terhadap $Z = 0,174$
 - c. Pengaruh tidak langsung variabel X_1 terhadap Z melalui $Y = 0,064$
 - d. Dan pengaruh total X_1 terhadap $Z = 0,238$
 - e. Pengaruh langsung X_2 terhadap $Y = 0,063$
 - f. Pengaruh X_2 terhadap $Z = -0,013$
 - g. Pengaruh tidak langsung X_2 terhadap Z melalui $Y = 0,016$
 - h. Dan pengaruh total X_2 terhadap $Z = 0,030$
 - i. Pengaruh langsung Y terhadap $Z = 0,252$

BAB X

PENGARUH STRUKTUR MODAL DAN KEBIJAKAN DIVIDEN TERHADAP BIAYA KEAGENAN

A. Pengaruh struktur modal terhadap biaya keagenan

Pengaruh struktur modal secara langsung terhadap biaya keagenan adalah signifikan positif. Hasil ini sesuai dengan prediksi hipotesis (H_{1a}) yang menyatakan bahwa struktur modal berpengaruh terhadap biaya keagenan.

Temuan ini menunjukkan bahwa semakin besar penggunaan utang dalam struktur modal, dapat meningkatkan biaya keagenan. Makna dari temuan ini adalah semakin besar penggunaan utang, konsekwensinya semakin besar pula beban bunga dan semakin besar probabilita bahwa terjadi penurunan penghasilan. Kondisi ini dapat menyebabkan ancaman kebangkrutan (*financial distress*). Selanjutnya, jika perusahaan mengalami kebangkrutan, maka akan timbul biaya kebangkrutan, yang disebabkan antara lain: adanya keterpaksaan menjual aktiva di bawah harga pasar, biaya likuiditas perusahaan, rusaknya aktiva tetap dimakan waktu sebelum terjual dan lain sebagainya. Selain itu, ancaman akan terjadinya kebangkrutan juga merupakan biaya. Hal ini disebabkan bahwa manajemen cenderung menghabiskan waktu untuk menghindari kebangkrutan daripada membuat keputusan yang baik. Selanjutnya, penggunaan utang dalam

struktur modal juga melibatkan hubungan pemilik perusahaan (pemegang saham) dengan kreditur. Pada hubungan ini, ada kemungkinan pemilik perusahaan melakukan tindakan yang merugikan kreditur, antara lain: 1) perusahaan mengambil proyek-proyek yang risikonya lebih besar daripada yang diperkirakan oleh kreditur, atau 2) perusahaan meningkatkan jumlah utang hingga mencapai tingkatan yang lebih tinggi daripada yang diperkirakan kreditur. Kondisi ini, menjadi pemicu masalah keagenan antara pemilik perusahaan dengan kreditur. Mengingat dalam kondisi apapun pihak kreditur akan kalah, maka kreditur yang bijak akan menyadari kondisi ini, sehingga pada umumnya mereka akan membuat rambu-rambu dalam bentuk kesepakatan saat pinjaman diberikan. Rambu-rambu ini diharapkan dapat mengurangi masalah keagenan antara kreditur dengan pemegang saham. Konsekwensi dari kesepakatan tersebut, rupanya membuat manajer perusahaan kurang leluasa dan cepat dalam membuat keputusan bisnis yang penting, di samping perusahaan harus selalu melakukan monitor untuk menjamin kepatuhan terhadap kesepakatan yang telah dibuat tersebut. Akhirnya, biaya untuk memonitornya (merupakan biaya keagenan) dibebankan pada perusahaan dalam bentuk bunga utang yang lebih tinggi. Biaya keagenan ini terdiri dari biaya kehilangan kebebasan atau efisiensi dan biaya untuk memonitor perusahaan.

Hasil penelitian ini, mendukung Brigham *et al.*, (1999), Sartono (2001) dan Atmaja (2008) yang menyatakan bahwa peningkatan penggunaan utang, dapat menimbulkan beban bunga dan angsuran yang tinggi, sehingga dapat mengganggu kelancaran *cash flow*. Bila perusahaan mempunyai permasalahan keuangan dapat menimbulkan ancaman

kebangkrutan. Namun temuan ini, tidak mendukung teori keagenan dari Jensen dan Meckling (1976) yang menyatakan bahwa semakin besar penggunaan utang dalam struktur modal dapat mengurangi biaya keagenan. Hal ini disebabkan keberadaan utang tersebut mengharuskan manajer bertindak sangat hati-hati, terutama dalam mengelola keuangan antara lain dengan mengurangi *free cash flow* dan dapat mendorong mereka untuk bekerja lebih efisien, mengingat kompensasi penggunaan utang adanya kewajiban perusahaan mengembalikan pokok dan bunga dari pinjaman tersebut. Selain itu, temuan ini, juga tidak mendukung Moh'd *et al.*, (1998) serta Crutchley dan Hensen (1989) yang menyatakan bahwa manajer akan menggunakan utang dalam struktur modalnya untuk menurunkan biaya keagenan.

B. Pengaruh kebijakan dividen terhadap biaya keagenan

Pengaruh kebijakan dividen secara langsung terhadap biaya keagenan adalah tidak signifikan, berarti bahwa kebijakan dividen secara langsung tidak berpengaruh terhadap biaya keagenan. Hasil ini tidak sesuai dengan prediksi hipotesis (H_{1b}) yang menyatakan bahwa kebijakan dividen berpengaruh negatif terhadap biaya keagenan.

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap biaya keagenan. Makna dari temuan ini adalah kebijakan dividen tidak dapat mengurangi biaya keagenan. Hal ini disebabkan kepentingan manajer sejajar dengan kepentingan pemegang saham, berarti bahwa tidak terjadi masalah keagenan antara manajer dengan pemegang saham. Masalah keagenan keagenan antara manajer dengan pemegang saham tidak terjadi, karena tidak

adanya pemisahan kepemilikan dari pengelolaan. Padahal asumsi pada teori keagenan adalah terjadinya pemisahan pemilikan dari pengelolaan. Dampak dari adanya pemisahan pemilikan dari pengelolaan akan muncul masalah keagenan. Upaya untuk mengurangi masalah keagenan dengan mengeluarkan biaya keagenan. Salah satu alternatif untuk mengurangi biaya keagenan dengan kebijakan dividen. Pada akhirnya kebijakan dividen tidak mampu menekan biaya keagenan bila kepentingan manajer sejajar dengan kepentingan pemegang saham, berarti bahwa manajemen perusahaan ada pada kendali anggota keluarga, atau bisa dikatakan manajemen perusahaan merupakan kepanjangan tangan dari pemegang saham.

Temuan ini mendukung Fadah (2007) dan Darman (2005) yang menyatakan bahwa variabel kebijakan dividen kas yang diproksi dengan *dividend payout ratio* dan *dividend yield* tidak berpengaruh terhadap biaya keagenan (*agency cost*). Namun hasil penelitian ini, tidak mendukung teori keagenan yaitu *agency theory* (Jensen dan Meckling, 1976) dan beberapa hasil penelitian di negara maju seperti Rozeff (1982), Cruthley dan Hansen (1989), Schooley dan Barney (1994), Easterbrook (1984), Manos (2002) dan Laporta *et al.*, (2000) bahwa kebijakan dividen akan membantu menurunkan biaya keagenan. Dasar pemikirannya adalah bahwa pemegang saham akan menuntut pembayaran dividen sebagai tanggung jawab manajer sebagai pengelola perusahaan. Kebijakan dividen dapat memacu manajer untuk lebih berhati-hati memperhatikan kepentingan pemegang saham, serta mengurangi kebijakan yang menguntungkan dirinya sendiri. Hasil penelitian ini berbeda dengan teori keagenan yaitu *theory of the firm* dari Jensen dan Meckling

(1976). Perbedaan hasil penelitian ini dengan *agency theory* (Jensen dan Meckling,1976) dan beberapa hasil penelitian di negara maju seperti Rozeff (1982), Cruthley dan Hansen (1989), Schooley dan Barney (1994), Easterbrook (1984), Manos (2002) dan Laporta *et al.*, (2000) disebabkan: (1) tidak adanya pemisahan yang jelas antara kepemilikan dari pengelolaan perusahaan yang terdaftar di BEI; (2) *agency theory* dibangun di negara yang kondisi pasar modalnya sudah maju dibandingkan dengan pasar modal Indonesia, dan secara historis mempunyai latar belakang masyarakat yang berbeda. Teori manajemen keuangan khususnya teori keagenan dari Jensen dan Meckling (1976) dikemukakan oleh ahli-ahli dari negara maju dan diturunkan berdasarkan situasi dan kondisi yang ada disekitarnya.

BAB XI

PENGARUH BIAYA KEAGENAN TERHADAP NILAI PERUSAHAAN

Pengaruh biaya keagenan terhadap nilai perusahaan adalah signifikan positif. Hasil ini sesuai dengan prediksi hipotesis (H_2) yang menyatakan bahwa biaya keagenan berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

Temuan ini menunjukkan bahwa peningkatan biaya keagenan akan meningkatkan nilai perusahaan. Makna dari temuan ini adalah biaya keagenan potensi muncul akibat adanya hubungan keagenan antara pemilik perusahaan dengan kreditur. Berarti bahwa semakin besar penggunaan utang, potensi biaya keagenan juga semakin meningkat. Namun, sesuai dengan *pecking order theory* dan *asymmetric information*, bahwa pemilihan penggunaan utang dalam struktur direspon positif oleh investor dan berdampak positif terhadap harga saham, pada akhirnya dapat meningkatkan nilai perusahaan.

Hasil penelitian ini mendukung temuan dari Smith (1996), Crutchley *et al.*, (1999) dan Fadah (2007) yang menyatakan bahwa biaya keagenan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Secara teoritis, mendukung *Asymmetric Information Theory* dan *Pecking Order Theory* dari Myers (1984) bahwa untuk menghindari persepsi negatif dari investor urutan penggunaan dana dalam keputusan pendanaan (struktur modal) adalah laba ditahan, utang

dan emisi saham. Pemilihan penggunaan utang dalam struktur akan direspon positif oleh investor dan berdampak positif terhadap harga saham, pada akhirnya akan terjadi peningkatan nilai perusahaan.

BAB XII

PENGARUH STRUKTUR MODAL DAN KEBIJAKAN DIVIDEN TERHADAP NILAI PERUSAHAAN

A. Pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan

Pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan adalah signifikan positif. Hasil ini sesuai dengan prediksi hipotesis (H_{3a}) yang menyatakan bahwa struktur modal berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Temuan ini menunjukkan bahwa peningkatan struktur modal akan meningkatkan nilai perusahaan. Makna dari temuan ini adalah bahwa penggunaan utang dalam struktur modal akan meningkatkan nilai perusahaan. Hal ini disebabkan penggunaan utang dalam struktur modal memberikan keuntungan berupa penghematan pajak dari pembayaran bunga dan berdampak positif terhadap harga saham, sehingga akan meningkatkan nilai perusahaan. Selain itu, sesuai dengan *pecking order theory* dan *asymmetric information*, bahwa untuk menghindari persepsi negatif dari investor urutan penggunaan dana dalam keputusan pendanaan (struktur modal) adalah laba ditahan, utang dan emisi saham. Pemilihan penggunaan utang dalam struktur akan direspon positif oleh investor dan berdampak positif terhadap harga saham, pada akhirnya akan terjadi peningkatan nilai perusahaan. Sebaliknya, penerbitan saham

baru untuk memenuhi kebutuhan dana merupakan informasi kurang baik bagi investor terutama pemegang saham lama. Hal ini disebabkan, penerbitan saham baru untuk memenuhi kebutuhan dana, dapat menyebabkan lembar saham perusahaan yang beredar ditambah dan dapat berdampak pada penurunan laba per lembar saham, sehingga kondisi ini direspon investor dengan penurunan harga saham.

Hasil penelitian ini mendukung Han *et al.*, (1999), Iturriaga dan Santz (2001); Indahwati (2003) serta Ismail (2007) yang menyatakan bahwa struktur modal berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Selain itu, temuan ini juga mendukung temuan Beiner, Drobetz, Schmid dan Zimmermann (2004) bahwa *total liabilities to total assets* berpengaruh positif terhadap *market to book ratio*. Secara teoritis hasil penelitian ini mendukung teori keputusan pendanaan dari Modigliani dan Miller (1963) yang menyatakan bahwa penambahan utang akan meningkatkan nilai perusahaan, karena bunga utang mengurangi penghasilan yang kena pajak. Selain itu juga mendukung kombinasi teori *trade-off* dan teori *asymmetric information* yang dapat disimpulkan bahwa perilaku perusahaan dalam membuat keputusan pendanaan yang berkaitan dengan penentuan struktur modal antara lain penggunaan utang tertentu memberikan keuntungan karena adanya pengurangan pembayaran pajak akibat bunga dari utang. Oleh karena itu sebagai sumber pendanaan, perusahaan sebaiknya menggunakan utang dalam struktur modal. Selanjutnya juga mendukung *Pecking Order Theory* dari Myers (1984) yang menyatakan bahwa sebaiknya untuk memenuhi kebutuhan pendanaan dipenuhi dengan urutan sebagai berikut: 1) laba ditahan; 2) utang; 3) saham. Namun hasil penelitian ini, tidak mendukung Sudarma (2004);

Muslimin (2005) dan Indahwati (2004) yang menyatakan bahwa struktur modal berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan (*corporate value*).

B. Pengaruh kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan

Pengaruh kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan adalah tidak signifikan, berarti bahwa kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Hasil ini tidak sesuai dengan prediksi hipotesis (H_{3b}) yang menyatakan bahwa kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Hasil penelitian ini menunjukkan kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Makna dari temuan ini adalah bahwa kebijakan dividen perusahaan tidak dapat meningkatkan nilai perusahaan. Pada dasarnya terdapat dua kelompok besar investor di pasar modal berdasarkan preferensinya, terhadap dividen atau *capital gain*. Kelompok investor pertama adalah investor yang lebih suka dividen yang tinggi dibandingkan dengan peningkatan pertumbuhan perusahaan. Kelompok kedua adalah investor yang lebih menyukai *capital gain* atau dividen yang rendah dan pertumbuhan perusahaan yang tinggi.

Sesuai dengan teori perbedaan pajak, bahwa investor lebih menyukai *capital gain* daripada dividen, karena pajak pada *capital gain* baru dibayar saat saham dijual dan keuntungan diakui/dinikmati, berarti bahwa investor lebih suka bila perusahaan menetapkan dividen yang rendah, menginvestasikan kembali keuntungan dan menaikkan nilai perusahaan. Selanjutnya, menurut teori dividen yang tidak relevan dari Modigliani dan Miller (1961) bahwa nilai

suatu perusahaan ditentukan dengan keputusan investasi perusahaan tersebut, bukan pada kebijakan dividennya. Keputusan investasi tentu diikuti dengan keputusan pendanaan. Apakah investasi tersebut didanai dari laba ditahan, utang atau saham. Menurut *Pecking Order Theory* dari Myers, sebaiknya perusahaan lebih memfokuskan dan mengoptimalkan pendanaan dari laba ditahan, berarti bahwa lebih baik laba yang dihasilkan perusahaan diinvestasikan agar pertumbuhan perusahaan semakin cepat. Pendanaan investasi dengan pendanaan dari laba ditahan akan menyebabkan penurunan pada kebijakan dividen. Penurunan kebijakan dividen merupakan sinyal buruk (*bad news*) bagi investor, karena penurunan kebijakan dividen dapat diartikan investor terhadap menurunnya kinerja perusahaan, sehingga kondisi ini dapat menurunkan nilai perusahaan.

Temuan ini mendukung Ratnawati (2001) dan Muslimin (2006) yang menyatakan bahwa kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Secara teoritis mendukung teori perbedaan pajak dari Litzenberger dan Ramaswamy, teori dividen yang tidak relevan (*irrelevance of dividend proposition*) dari Modigliani dan Miller (1961) dan *Pecking Order Theory* dari Myers (1984). Namun, hasil penelitian ini tidak mendukung temuan Fadah (2007) dan Sudarma (2004) yang menyatakan bahwa pembayaran dividen direspon positif oleh investor publik, akhirnya berpengaruh positif terhadap kenaikan harga saham. Secara teoritis temuan ini, tidak mendukung *theory the bird-in-the hand* dari Gordon dan Litner (1963) yang menyatakan bahwa investor lebih menyukai dividen yang diterima bagaikan burung di tangan, dimana risikonya lebih kecil dibandingkan dengan dividen yang tidak dibagikan. Selain itu, hasil penelitian

ini, juga tidak mendukung temuan Rozeff (1982) yang menyatakan bahwa dividen memiliki informasi atau sebagai syarat (*signaling*) akan prospek perusahaan di masa yang akan datang. Selanjutnya, juga tidak mendukung *signaling hypothesis* dari Donalson (1960) dan Moggue dan Mukherjee (1994) yang menyatakan bahwa manajer perusahaan menggunakan dividen sebagai isyarat atau sinyal akan kondisi perusahaan di masa yang akan datang. Kenaikan pembayaran dividen akan memberikan sinyal positif terhadap prospek perusahaan yang bersangkutan, sedangkan penurunan pembayaran dividen merupakan sinyal kondisi kurang menguntungkan bagi prospek perusahaan di masa yang akan datang.

BAB XIII

PENGARUH STRUKTUR MODAL DAN KEBIJAKAN DIVIDEN MELALUI BIAYA KEAGENAN TERHADAP NILAI PERUSAHAAN

A. Pengaruh struktur modal melalui biaya keagenan terhadap nilai perusahaan

Pengaruh struktur modal melalui biaya keagenan terhadap nilai perusahaan adalah signifikan positif. Hasil ini sesuai dengan prediksi hipotesis (H_{4a}) yang menyatakan bahwa struktur modal melalui biaya keagenan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Hasil penelitian ini adalah struktur modal melalui biaya keagenan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Makna dari temuan ini adalah bahwa pemilihan penggunaan utang dalam struktur modal, sesuai dengan *pecking order theory* dan *asymmetric information* direspon positif oleh investor dengan meningkatnya harga saham, berarti terjadi peningkatan nilai perusahaan. Namun, penggunaan utang dalam struktur modal, dapat menimbulkan biaya keagenan dan biaya kebangkrutan. Temuan ini mendukung temuan Indahwati (2003) dan Ismail (2007) bahwa struktur modal berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Selain itu, hasil penelitian ini juga mendukung Muslimin (2006) yang menyatakan bahwa kebijakan utang berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa

semakin besar penggunaan utang, semakin besar keuntungan dari penggunaan utang. Namun PV biaya *financial distress* dan PV *agency cost* juga meningkat, bahkan lebih besar lagi. Akibatnya penggunaan utang justru akan berdampak pada penurunan nilai perusahaan, karena kenaikan keuntungan dari penggunaan utang tidak sebanding dengan kenaikan biaya *financial distress* dan *agency problem*. Secara teoritis, temuan ini mendukung teori struktur modal yang melibatkan *trade-off* antara risiko dan tingkat pengembalian, yang dikenal dengan *trade-off theory* atau *balancing theory* dari Modigliani Miller (1963). Selain itu, hasil penelitian ini juga mendukung *asymmetric information theory* dan *pecking order theory* dari Myers (1984).

B. Pengaruh kebijakan dividen melalui biaya keagenan terhadap nilai perusahaan.

Pengaruh kebijakan dividen melalui biaya keagenan terhadap nilai perusahaan adalah tidak signifikan, berarti bahwa kebijakan dividen melalui biaya keagenan tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Hasil ini tidak sesuai dengan prediksi hipotesis (H_{4b}) yang menyatakan bahwa kebijakan dividen melalui biaya keagenan berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan.

Temuan ini menunjukkan bahwa kebijakan dividen melalui biaya keagenan tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Makna dari temuan ini adalah kebijakan dividen tidak dapat mengurangi biaya keagenan. Hal ini disebabkan kepentingan manajer sejajar dengan kepentingan pemegang saham, berarti bahwa tidak adanya pemisahan kepemilikan dari pengelolaan. Sesuai dengan asumsi pada teori keagenan,

bahwa terjadi pemisahan antara pemilikan dari pengelolaan. Pada akhirnya kebijakan dividen tidak mampu menekan biaya keagenan bila kepentingan manajer sejajar dengan kepentingan pemegang saham, sehingga kondisi ini tidak dapat berpengaruh pada peningkatan nilai perusahaan.

Hasil penelitian ini mendukung Sartono (1997), Muslimin (2006) dan Ratnawati bahwa kebijakan dividen berpengaruh negatif tetapi tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. Namun, hasil penelitian ini tidak mendukung Ismail (2007) bahwa alternatif yang dapat mengurangi biaya keagenan adalah meningkatkan *dividend payout ratio*. Peningkatan *dividend payout ratio* ini akan mengurangi *free cash flow* yang tersedia, sehingga dapat mengurangi tindakan manajer untuk kepentingan sendiri dibandingkan untuk kepentingan pemegang saham, sehingga biaya keagenan dapat diturunkan. Penurunan biaya keagenan dapat meningkatkan nilai perusahaan. Secara teoritis, temuan ini tidak mendukung teori keagenan dari Jensen dan Meckling (1976) yang menyatakan bahwa kebijakan dividen merupakan salah satu alternatif untuk dapat mengurangi biaya keagenan.

BAB VI PENUTUP

A. Kesimpulan

1. Struktur modal berpengaruh positif terhadap biaya keagenan, namun kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap biaya keagenan. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa semakin besar penggunaan utang, semakin besar pula beban bunga dan semakin besar kemungkinan terjadi penurunan penghasilan, akhirnya dapat menyebabkan ancaman kebangkrutan. Bila perusahaan mengalami kebangkrutan, maka akan timbul biaya kebangkrutan. Selain itu, penggunaan utang dalam struktur modal, melibatkan hubungan keagenan antara pemilik perusahaan (pemegang saham) dengan kreditur. Hal ini memungkinkan pemilik perusahaan melakukan tindakan yang merugikan kreditur. Kondisi ini, menjadi pemicu masalah keagenan antara pemilik perusahaan dengan kreditur. Selanjutnya kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap biaya keagenan. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa kebijakan dividen tidak dapat mengurangi biaya keagenan. Hal ini disebabkan kepentingan manajer sejajar dengan kepentingan pemegang saham, berarti bahwa tidak adanya pemisahan kepemilikan dari pengelolaan. Padahal asumsi yang berlaku pada teori keagenan adalah bahwa terjadinya

pemisahan pemilikan dari pengelolaan. Pada akhirnya kebijakan dividen tidak mampu menekan biaya keagenan bila kepentingan manajer sejajar dengan kepentingan pemegang saham.

2. Biaya keagenan berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa biaya keagenan potensi akan muncul bila pemilik perusahaan melakukan hubungan keagenan dengan kreditur. Padahal, sesuai dengan *pecking order theory* dan *asymmetric information*, bahwa pemilihan penggunaan utang dalam struktur direspon positif oleh investor dan berdampak positif terhadap harga saham, pada akhirnya dapat meningkatkan nilai perusahaan.
3. Struktur modal berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan, namun kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa penggunaan utang dalam struktur modal memberikan keuntungan berupa penghematan pajak dari pembayaran bunga dan berdampak positif terhadap harga saham, sehingga akan meningkatkan nilai perusahaan. Selain itu, sesuai dengan *pecking order theory* dan *asymmetric information*, bahwa untuk menghindari persepsi negatif dari investor, urutan penggunaan dana dalam keputusan pendanaan (struktur modal) adalah laba ditahan, utang dan emisi saham. Pemilihan penggunaan utang dalam struktur akan direspon positif oleh investor dan berdampak positif terhadap harga saham, pada akhirnya akan terjadi peningkatan nilai perusahaan. Selanjutnya, kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa sesuai dengan

teori perbedaan pajak, bahwa investor lebih menyukai *capital gain* daripada dividen, karena pajak pada *capital gain* baru dibayar saat saham dijual dan keuntungan diakui/dinikmati, berarti bahwa investor lebih suka bila perusahaan menetapkan dividen yang rendah, menginvestasikan kembali keuntungan dan menaikkan nilai perusahaan. Selain itu, menurut teori dividen yang tidak relevan dari Modigliani dan Miller (1961) bahwa nilai suatu perusahaan ditentukan dengan keputusan investasi perusahaan tersebut, bukan pada kebijakan dividennya.

4. Struktur modal melalui biaya keagenan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan, namun kebijakan dividen melalui biaya keagenan tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa penggunaan utang dalam struktur modal, sesuai dengan *pecking order theory* dan *asymmetric information* direspon positif oleh investor dengan meningkatnya harga saham, berarti terjadi peningkatan nilai perusahaan. Namun, penggunaan utang dalam struktur modal, dapat menimbulkan biaya keagenan dan ancaman kebangkrutan (*financial distress*). Selanjutnya, kebijakan dividen melalui biaya keagenan tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa kebijakan dividen tidak dapat mengurangi biaya keagenan. Hal ini disebabkan kepentingan manajer sejajar dengan kepentingan pemegang saham, berarti bahwa tidak adanya pemisahan kepemilikan dari pengelolaan, sehingga tidak adanya masalah keagenan. Hal ini tidak sesuai dengan asumsi pada teori keagenan, bahwa terjadi

pemisahan antara pemilikan dengan pengelolaan. Pada akhirnya kebijakan dividen tidak mampu menekan biaya keagenan bila kepentingan manajer sejajar dengan kepentingan pemegang saham, sehingga kondisi ini tidak dapat berpengaruh pada peningkatan nilai perusahaan.

B. Saran-saran

1. Kepada manajer perusahaan disarankan agar peningkatan penggunaan utang dalam struktur modal diimbangi dengan optimalisasi kekayaannya dengan menghasilkan investasi-investasi yang menghasilkan NPV positif dan melakukan pengawasan terhadap penggunaan utang, untuk menghindari *financial distress*.
2. Kepada manajer perusahaan disarankan agar dalam penentuan kebijakan dividen mempertimbangkan posisi likuiditas perusahaan dan peluang investasi.
3. Kepada investor dan calon investor, disarankan mempertimbangkan penggunaan utang dalam struktur modal perusahaan, mengingat adanya biaya keagenan dan *financial distress* dalam memprediksi harga saham, disamping memperhatikan pengaruh pasar dan perekonomian secara global dalam menganalisis investasi di pasar modal.
4. Pemerintah sebagai pemegang otoritas, disarankan memberikan motivasi kepada perusahaan agar mencari sumber pendanaan melalui penerbitan saham perusahaan di pasar modal. Antara lain dengan memberikan keringanan pajak bagi perusahaan publik, sehingga diharapkan dapat membuat kenyamanan perusahaan untuk *go publik*.

5. Peneliti selanjutnya, disarankan untuk menguji faktor-faktor yang mempengaruhi variabel biaya keagenan lainnya, antara lain variabel struktur kepemilikan dan variabel kepemilikan institusional serta pengaruhnya terhadap nilai perusahaan.

DAFTAR PUSTAKA

- Atmaja, L.S, 2008. *Teori dan Praktek Manajemen Keuangan*. Andi Offset, Yogyakarta.
- Brigham, E.F dan J.F. Houston, 2001. *Manajemen Keuangan*. Terjemahan Wibowo, Erlangga, Jakarta.
- Charitou, A. dan N. Vafeas, 1998. The Association Between Operating Cash Flows and Dividend Changes: An Empirical Investigation. *Journal of Business Finance & Accountin*. (January-Maret): 225-239.
- Chen, C.R dan T.L. Steiner, 1999. Managerial Ownership And Agency Conflicts: A Nonlinier Simultaneous Equation Analysis Of Managerial Ownership, Risk Taking, debt policy and Dividend policy. *The Financial Review*. 3-4, 119-136.
- Chynthia, A.U, 2002. Tiga Bentuk Masalah Keagenan (Agency Problem) dan Alternatif Pemecahannya. Bagian 1 dari 2 tulisan. *Usahawan*. No. 01 th XXXII, 14-20.
- Collins, M.C, 1996. The Role Of Insider dan Dividend policy: A Comparison of Regulated and Unregulated Firms. *Journal of Financial and Strategic Decision*. Vol 9, 1-9.
- Crutchley, C.E, dan R.S. Hansen, 1989. A Test of The Agency of Managerial Ownership, Corporate Leverage and Corporate Dividend, *Financial Economisc*. 50, 291-317.

- Darman, 2008. Agency Cost Dan Kebijakan Dividen Pada Emerging Market. *Jurnal Keuangan dan Perbankan*. 12, 198-203.
- Dempsey S.J, dan G.L. Rozeff, 1992. Dividend Policies in Practice: Is There an Industry Effect ?” *Journal of Business and Economics*. Autumn 1993, Volume 32, Number 4, Page 1-12.
- Easterbrook, F, 1984. “Two Agency Cost Explanations of Dividend. *American Economic Review*, 74: 650-659.
- Fadah, I, 2007. Analisis Faktor- Faktor Penentu Kebijakan Dividen Kas Dan Biaya Keagenan Serta Dampaknya Terhadap Nilai Perusahaan, *Disertasi*, Manajemen Keuangan, Universitas Brawijaya, Malang.
- Florackis, C, dan A. Ozkan, 2004. Agency Cost and Corporate Governance Mechanisms: Evidence for UK Firms. University of York, United Kingdom, *Working Paper*.
- Garvey, T.G, 1992. Leverage The Under Investment Problem: How High Debt and Managerial Shareholding Solve The Agency Costs of Free Cash Flow. *The Journal of Financial Research*, XV, 2, 149-165.
- Ghosh, A, dan F. Cai, 1999. Capital Structure: New Evidence of Optimality and Pecking Order Theory. *American Business Review*.
- Gitman, L.J., 2003. *Principle of Managerial Finance*. Tenth Edition, Addisen- Wesley.
- Gordon, M.J, 1963. Optimal Investment and Financing Policy. *Journal of Finance*. May, 264-272.

- Hermindito, K, 2002. Investment Decision and Divident Policy as Determinant of Finance Decision: Empirical Evidence Under High Uncertainty. *The Journal of Accounting, Management and Economics Research*, Vol 2 No.1 Pebruari 2002: 41-55.
- Homaifar, G., Zeitz J dan Benkato O, 1994. An Empirical Model of Capital Structure: Some New Evidence, *Journal of Business finance & Accounting*, 21, 1-14.
- Horn, V dan J.M. Wachowicz, 2006. *Financial Management*, Mc. Millan, USA.
- Husnan, S dan E. Pudjiastuti, 1998. *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*. UPP-AMP YKPN, Yogyakarta.
- Indahwati, 2003. Analisis Pengaruh Leverage Dan Kebijakan Struktur Modal Terhadap Kinerja Keuangan Dan Nilai Perusahaan- Perusahaan Go Publik Di Pasar Modal Indonesia Selama Masa Krisis 1998–2001. *Disertasi, Manajemen Keuangan, Universitas Brawijaya , Malang*.
- Ismail, Z, 2007. Pengaruh Struktur kepemilikan saham, Karakteristik Perusahaan, Pertumbuhan Perusahaan, Risiko Perusahaan, Terhadap Struktur Modal Dan Nilai Perusahaan (Studi Pada Perusahaan Manufaktur Yang Listing di Bursa Efek Jakarta). *Disertasi, Manajemen Keuangan, Universitas Brawijaya, Malang*.
- Jensen, G.R.S, dan T.S. Zorn., 1992. Simultaneous determination Of Insider Ownership, Debt, and Dividend Policies. *Journal Of Financial And Quantitative Analysis*, Vol 27 no. 2.

- Jensen, M.C, dan Meckling W.H, 1976. Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Cost and Capital Structure. *Journal of Finance Economics*, V.3, No. 4, pp. 305-360.
- Manos, R, 2002. Dividend Policy and Agency Theory: Evidence on Indian Firms, Finance and Developing Research Programe. *Working Paper Series*, No. 41, University of Manchester.
- Miller, M.H, dan F. Modigliani, 1961. Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares, *Journal of Business*. Oktober, hlm 411-433.
- Moh'd, M.A, 1998. The Impact Of Ownership Structure on Corporate Debt Policy: A Time–Series Cross–Sectional Analysis. *The Financial Review*, 33, 85 – 98.
- Mollah, A.K.K, dan S. Helen, 2000. The Influences of Agency Cost on Dividend Policy in an Emeging Market: Evidence from Dhaka Stock Exchange. *Working Paper*.
- Mougoue, M, dan T.K. Mukherjee, 1994. An Investigation Into The Causality Among Firm's Dividend, Investment, Financing Decisions. *The Journal of Financial Research*, winter, 17,4,517-530.
- Muslimin, 2006. Analisis, Struktur Kepemilikan, Pertumbuhan Perusahaan Dan Faktor Eksternal Terhadap Nilai Perusahaan (Studi Pada Industri Manufaktur Yang Go Publik Di Bursa Efek Jakarta). *Disertasi*, Manajemen Keuangan, Universitas Brawijaya, Malang.
- Myers, S.C, dan N.S. Majluf, 1984. Corporate Financing Decision When Firm have Investment Information That Investor do not. *Journal of Financial Economics* 13, 187-220.

- Noronha, G.M., D.K. Shome, dan G.E. Morgan, 1996. The monitoring Rational For dividend And The Interaction Of Capital Structure and dividend Decision, *Journal Of Banking Finance*. 20, 439-454.
- Pelepu, B, dan Healy, 1996. *Business Analysis & Valuation, Using Financial Statements*. South-Western Publishing Co., Cincinnati, Ohio.
- Pujiastuti, T, 2007. Agency Cost terhadap kebijakan dividen pada perusahaan Manufaktur dan Jasa yang Go Public di Indonesia. *Jurnal Keuangan dan Perbankan*, Vol 12, No. 2, Mei, 204-216, Malang
- Ratnawati, K, 2001. Analisa Perbedaan Struktur Modal dan Faktor Intern Perusahaan Industri PMA dan perusahaan Industri PMDN di Bursa Efek Jakarta, Serta Pengaruhnya terhadap Nilai Perusahaan. *Disertasi Pasca Sarjana Universitas Airlangga, Surabaya*.
- Riduwan dan Engkos, 2008. *Cara Menggunakan dan Memaknai Analisis Jalur: Path Analysis*, Penerbit Alfabeta Bandung.
- Rozeff, M.S, 1982. Growth, Beta and Agency Cost As Determinants of Dividend Payout Ratio. *Journal of Financial Research* 5. 249-259.
- Sartono, A, 2001. *Manajemen Keuangan Edisi 3*, BPFE, Yogyakarta.
- Singh, M dan W.N. Davidson III, 2003. Agency Cost, Ownership Structure and Corporate Governance Mechanism. *Journal of Banking & Finance*, 27, 793-816.
- Smith, C.W.J, 1990. *The Theory of Corporate Finance: A Historical Overview*.

- Sudarma, M, 2004. Pengaruh Struktur Kepemilikan Saham, Faktor Intern dan Faktor Ekstern Terhadap Struktur Modal dan Nilai Perusahaan Studi Pada Industri Yang Go Publik di Bursa Efek Jakarta. *Disertasi* Program Pasca Sarjana Universitas Brawijaya, Malang.
- Sutrisno, 2001. *Manajemen Keuangan*. Teori, Konsep dan Aplikasi, Penerbit Ekonisia, Yogyakarta.
- Utomo, D, 2006. Pengaruh Laba Akuntansi Dan Aliran Kas Operasional Terhadap Kebijakan Dividen Serta Implikasinya Pada Harga Saham (Studi Empiris Di Bursa Efek Jakarta), *Disertasi*, Universitas Medeka, Malang.
- Weston, J.F dan E.F. Brigham, 1993. *Essentials of Managerial Finance Tenth Edition*. The Dryden Press, new York.
- Weston, J.F dan T.E. Copeland, 1991. *Managerial Finance*. Eight Edition, The Dryden Press, A Division of Holt, Rinehart and Winston Inc.

LAMPIRAN 1: DAFTAR PERUSAHAAN SAMPEL

No Urut	EMITEN	INDUSTRI	SUB INDUSTRI
1.	PT. International Nickel Indonesia, Tbk	Pertambangan	Pertambangan: Logam
2.	PT. Timah, Tbk	Pertambangan	Pertambangan: Logam
3.	PT. Lion Metal Works, Tbk	Manufaktur	Manufaktur : Logam
4.	PT. Lionmesh Prima, Tbk	Manufaktur	Manufaktur : Logam
5.	PT. Goodyear Indonesia, Tbk	Manufaktur	Manufaktur: Otomotif
6.	PT. Mayora Indah, Tbk	Manufaktur	Manufaktur: Makanan dan Minuman
7.	PT. Multi Bintang Indonesia, Tbk	Manufaktur	Manufaktur: Makanan dan Minuman
8.	PT. Gudang Garam, Tbk	Manufaktur	Manufaktur: Rokok
9.	PT. Merck Indonesia, Tbk	Manufaktur	Manufaktur: Farmasi
10.	PT. Unilever Indonesia, Tbk	Manufaktur	Manufaktur: Kosmetik dan Barang Keperluan Rumah Tangga

No Urut	EMITEN	INDUSTRI	SUB INDUSTRI
11.	PT. Berlian Laju Tanker, Tbk	Infrastruktur	Infrastruktur, Utilities, dan Transportasi
12.	PT. Rig Tenders, Tbk	Infrastruktur	Infrastruktur, Utilities, dan Transportasi
13.	PT. Bank Central Asia, Tbk	Keuangan	Bank
14.	PT. Bank Danamon, Tbk	Keuangan	Bank
15.	PT. Bank Mandiri, Tbk	Keuangan	Bank
16.	PT. Asuransi Harta aman Pratama, Tbk	Keuangan	Asuransi
17.	PT. Asuransi Jasa Tania, Tbk	Keuangan	Asuransi
18.	PT. Asuransi Bintang, Tbk	Keuangan	Asuransi
19.	PT. Lutan Luas, Tbk	Perdagangan	Grosir
20.	PT. Tigaraksa Satria, Tbk	Perdagangan	Grosir
21.	PT. Matahari Putra Prima, Tbk	Perdagangan	Eceran
22.	PT. Astra Graphia, Tbk	Perdagangan	Komputer.

BIODATA PENULIS

Nama : Dr. NANING FATMAWATIE, S.E., M.M.
Nomor Peserta : 102103213326724
NIP/NIK : 19740528 200312 2 001
Tempat dan Tanggal Lahir : Kediri, 28 Mei 1974
Jenis Kelamin : Perempuan
Status Perkawinan : Janda
Agama : Islam
Golongan / Pangkat : III/d
Jabatan Fungsional Akademik : Lektor
Perguruan Tinggi : Sekolah Tinggi Agama Islam Negeri (STAIN) Kediri
Alamat : Jl. Sunan Ampel 07 Ngronggo Kediri
Telp./Faks. : (0354)689282/Faks. (0354) 686564
Alamat Rumah : Jl. Masjid Al-Huda No 140 Kediri
Telp./Faks. : (0354)684702/ 08123439167
E-mail : naningfat@gmail.com

Tahun Lulus	Program Pendidikan	Perguruan Tinggi	Jurusan/ Bidang Studi
1997	S1	STIE Malangkucewara Malang	Ekonomi/ Akuntansi
2002	S2	Universitas Islam Kadiri Kediri	Ekonomi/ Manajemen Keuangan
2010	S3	Universitas Merdeka Malang	Ekonomi/Ilmu Ekonomi

Pengalaman Penelitian

Tahun	Judul Penelitian	Ketua/ Anggota Tim	Sumber Dana
2005	Analisis Kinerja Keuangan Bank Perkreditan Rakyat Di wilayah Karisidenan Kediri	Anggota	DIPA STAIN Kediri Tahun 2005
2009	Pengaruh Laba Akuntansi Dan Aliran Kas Operasional Terhadap Nilai Perusahaan Yang Tercatat Di <i>Jakarta Islamic Indec.</i>	Mandiri	DIPA STAIN Kediri Tahun 2009

2011	Studi Komparasi Penghasilan Kena Pajak Sebelum dan Sesudah Pembayaran Zakat di STAIN Kediri	Mandiri	DIPA STAIN Kediri Tahun 2011
2013	Pengaruh Pajak Daerah dan Retribusi Terhadap Pendapatan Asli Daerah (PAD) dan Pendapatan Daerah	Mandiri	DIPA STAIN KEDIRI Tahun 2013
2014	Peranan CSR Sebagai Peretanggungjawaban Sosial Pada Lingkungannya (Studi Pada PT. Gudang Garam, Tbk)	Mandiri	DIPA STAIN Kediri 2014

Karya Tulis Ilmiah

A. Buku/Bab Buku/Jurnal

Tahun	Judul	Penerbit/Jurnal
2005	Nilai Pertanggungjawaban Berdasarkan Akuntansi Syariah	Jurnal Empirisma STAIN Kediri
2005	Sistem Bunga dan Bagi Hasil	Jurnal Cendikia UNISKA
2005	Konsep Dasar Asuransi Syariah	Jurnal Cendikia UNISKA

2007	Analisis Kinerja Keuangan Bank Perkreditan Rakyat Di Wilayah Karisidenan Kediri	Jurnal Realita STAIN Kediri
2007	Investasi Syariah Di Pasar Modal	Jurnal Universum STAIN Kediri
2007	Pasar Finansial dan Perannannya Dalam Perekonomian	Jurnal Cendikia UNISKA
2008	Pengaruh Perilaku Konsumen Terhadap Keputusan Pembelian Suatu Produk	Jurnal Universum STAIN Kediri
2008	Inflasi Dan Implikasinya Dalam Perekonomian	Jurnal Cendikia UNISKA
2008	Manajemen Strategik (Studi Kasus Pada PT. Indofood Sukses Makmur)	Jurnal Cendikia UNISKA
2008	Sejarah Pemikiran Ekonomi Islam: Ibnu Khaldum Sebagai Bapak Ilmu Ekonomi	Jurnal Cendikia UNISKA
2009	Pemberdayaan Masyarakat Miskin Indonesia	Jurnal Realita STAIN Kediri
2009	Hubungan Perilaku Konsumen Dengan Manajemen Hubungan Pelanggan	Jurnal Cendikia UNISKA

2010	Hubungan Profitabilitas dengan <i>Capital Adequacy Ratio</i> (CAR) Studi Pada Bank yang tercatat di BEI	Jurnal Cendikia UNISKA
2011	Reformasi Manajemen Keuangan Publik Di Era Reformasi	Jurnal Realita STAIN Kediri
2012	Studi Komparasi Penghasilan Kena Pajak Sebelum dan Sesudah Pembayaran Zakat Di STAIN Kediri	Jurnal Realita STAIN Kediri
2013	Peranan Pajak Hotel Dalam Peningkatan Pendaptan Asli Daerah (PAD)	Jurnal Universum STAIN Kediri
2014	Peranan Akuntansi Sosial Ekonomi Sebagai Pertanggungjawaban Sosial Pada Lingkungan	Jurnal Universum STAIN Kediri

Jabatan dalam Pengelolaan Institusi

Peran/Jabatan	Institusi (Sekolah Tinggi, Program Studi, Lembaga dll)	Tahun s.d
STAIN Kediri	Kepala Program Studi Ekonomi Islam Jurusan Syariah	2011-2013
Sekretaris Jurusan Syariah	STAIN Kediri	2015-sekarang