

*Jurnal*  
**Teknologi dan  
Manajemen Informatika**

TERAKREDITASI  
SK Dirjen DIKTI No. 55/DIKTI/Kep/2005

**FAKULTAS TEKNIK INFORMASI  
UNIVERSITAS MERDEKA MALANG**



**JURNAL**  
**TEKNOLOGI DAN MANAJEMEN INFORMATIKA**

**Diterbitkan**

Fakultas Teknologi Informasi  
Universitas Merdeka Malang

**Terakreditasi**

SK Dirjen DIKTI No: 55/DIKTI/Kep/2005  
Tanggal 17 Nopember 2005

**Pelindung**

Rektor Universitas Merdeka Malang

**Penanggung Jawab**

Ir. Heris Pamuntjar, M.T. (Dekan Fakultas Teknologi Informasi)

**Ketua Penyunting**

Fikri Amrulloh, M.Comp.

**Penyunting Pelaksana**

Ir. Made Yudha, M.T.

Abd. Rabbi, M.Kom.

Bambang Nurdewanto, M.Kom

**Penyunting Ahli**

Ir. Respati Wikantioso, PhD

Ir. Nur Subiyakto, M.Sc., PhD

Ir. Tutut Subodyo, M.Si.

**Mitra Bestari**

Drs. Supriyanto, M.M. (FE - Universitas Negeri Malang)

Prof. Supramono, MBA, PhD (Pasca Sarjana Univ. Satya Wacana Salatiga)

---

**Alamat Sekretariat Penyunting**

Fakultas Teknologi Informasi  
Universitas Merdeka Malang  
Jl. Terusan Dieng 62 - 64 Malang

---

Jurnal Teknologi dan Manajemen Informatika  
Terbit Tiga Kali Setahun ( April, Agustus, dan Desember)  
Berisi Tentang Gagasan Konseptual dan Hasil Penelitian  
Tentang Teknologi dan Manajemen Informatika.

---

## DAFTAR ISI

- Imran Rosman Hambali* Karakteristik Informasi Sistem Akuntansi Manajemen dalam Pengambilan Keputusan, 147
- Niswatin* Mengukur Nilai Bisnis Sistem Teknologi Informasi sebagai Kinerja Perusahaan, 155
- Alifiulahtin Utaminingsih* Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Keterlibatan Pengguna untuk Mendukung Implementasi Sistem Informasi Berbasis Komputer, 163
- Nurika Restuningdiah* Pengaruh Partisipasi terhadap Kepuasan Pemakai pada Perusahaan yang Mengembangkan Sistem Informasi Berbasis Komputer, 174
- Yan Watequlis S Cahya Rahmad* Sistem Pemantauan Komputer pada Jaringan Berbasis SNMP, 183
- Wasino Michael* Sistem Temu Kembali Informasi Dengan Model Vector, 193
- Mohamad Yasin* Aplikasi Jaringan Saraf Tiruan Metode Learning Vector Quantization dalam Pengenalan Huruf Alphabet, 199
- Sumarmi* Agropolitan Sebagai Alternatif Pembangunan Ekonomi Wilayah Kota dan Desa yang Seimbang, 204
- Zainur Rozikin* Analisis Pengaruh Perilaku Kepemimpinan Terhadap Kinerja Pegawai, 212
- Marthinus Saiya* Pengaruh Kondisi Kerja, Pengembangan Jenjang Karier dan Kompensasi terhadap Kepuasan Kerja Karyawan, 221
- Risna Wijayanti* Analisis tentang Penilaian Efisiensi Kinerja Perbankan Syariah Indonesia, 227
- Muhamad Farid Eko P*
- Anis Zubair* Analisis Tentang Penghitungan *Pagerank* dengan Metode Vektor Eigen, 235

- Mashudi* Analisis Persepsi dan Preferensi Konsumen terhadap Merek Rokok yang Beredar di Malang, 240
- Mokhamad Arwani Anang Kistyanto* Analisis Pengaruh Faktor Bauran Pemasaran dan Faktor Individu terhadap Keputusan Memilih Bank Syariah di Kota Malang, 249
- Philipus Sinay* Analisis Peranan Sektor Pertanian terhadap Perkembangan Produk Domestik Regional Bruto Kabupaten Sorong, 259
- Abd. Qohar* Program Pembuat Soal Latihan Matematika SD yang Otomatis Interaktif, 265
- Fikri Amrullah* Analisa Kriptografi *GOST* dan *BLOWFISH* pada Dokumen Word Berekstensi *DOC*, 274
- A. Razak* Analisis *Agency Conflict* dan Nilai Perusahaan, 280
- Akhmad Toha* Peran *Good Corporate Governance* dalam Meminimalisasi Konflik Kepentingan Agen dan Prinsipel, 296
- Dedi Takari Agus Suman* Analisis Sosial Ekonomi Masyarakat Nelayan Pesisir di Desa Batanjung Kecamatan Kapuas Kuala Kabupaten Kapuas, 307
- Bambang Suryantoro* Pengaruh Kepemimpinan, Internal Organisasi, Kondisi Perekonomian, Regulasi Pemerintah, Perpajakan, Perpajakan terhadap Profitabilitas pada Usaha Kecil Industri Sigaret Kretek Tangan (UKI SKT) di Jawa Timur, 321
- Dyah Sawitri* Paradigma Baru Dimensi Kualitas Pelayanan dalam Mempengaruhi Kepuasan Pelanggan, 330
- Nyoman Sri Widari* Pengaruh Pemakaian Asam Sulfat pada Proses Dekalsinasi dalam Larutan Tetes (Molasses), 339

## Analisis Agency Conflict dan Nilai Perusahaan

A. Razak

**Abstract:** *The theory of agency originates from the distinction of the company ownership with management resulting in the existence of conflict of interest between the agent and the principal. The larger free cash flow owned in certain company, the larger potency of agency problems will emerge and also the larger dividend will be required to control them. It means that, the larger portion of free cash flow must be distributed as dividend for shareholder in order to decrease the occurrence of agency problems emerged from such free cash flow. The conflict of interest will emerge between the shareholder and managers on the matter of dividend payment policy when certain organization gains substantive free cash flow. The problem is how to motivate the manager to be able to pay such cash flow rather than whether investing on the project with level below the cost of capital or causing inefficiency in the organization. These findings imply that the debt was used not only as a tool to limit the agency problems of free cash flow between manager(s) and the shareholder(s), but also between the manager and creditors. However, when managerial ownership got increased, the debt would be decreased since the large debt will increase the cost of bankruptcy. The correlation of free cash flow with maturity can be stated: If the investor does want the manager to increase the value of organization, the dividend should be paid if only the company doesn't have profitable investment project anymore (positive net present value). Both free cash flow and maturity already explained the signaling model by providing clarification, theoretically and empirically, about one of central issues that becomes the limitation of such signaling model.*

**Keywords:** *theory of agency, free cash-flow, agency problem, maturity, signaling model.*

Kepemilikan dalam perusahaan merupakan salah satu faktor internal yang mempengaruhi pencapaian tujuan perusahaan untuk memaksimalkan kekayaan pemegang saham. Manajemen sebagai pihak yang melaksanakan operasional perusahaan harus memenuhi kepentingan pemegang saham. Perbedaan kepentingan antara pihak yang mengendalikan perusahaan (manajemen sebagai *agent*) dengan pihak pemegang saham (*principal*) akan menyebabkan konflik kepentingan.

Sebagaimana yang dikemukakan oleh Jensen dan Meckling (1976) bahwa Konflik keagenan muncul akibat adanya kepentingan yang berbeda antara manajer sebagai agen dengan pemilik modal (prinsipal). Hal ini dipicu oleh adanya informasi asimetri mendukung terjadinya konflik kepentingan antara kedua belah pihak. Sehubungan dengan hal tersebut, maka akibat dari permasalahan pada hubungan agensi ini muncul karena adanya asumsi sifat dasar manusia yang terdiri dari *self interest*, *bounded rationality*, dan *risk aversion*, sehingga menjadi tekanan dalam teori agensi yang terletak pada organisasi merupakan sumber konflik tujuan antar anggota

disamping itu juga mengenai informasi yang merupakan komoditas yang dapat dibeli (Eisenhard, 1989).

Berdasarkan adanya sifat dasar manusia ini, maka prinsipal perlu perhatian khusus dalam mengendalikan pekerjaan agen agar tidak menyimpang dari kepercayaan dan wewenang yang dilimpahkannya. Hal yang berkaitan dengan pengendalian ini semuanya dapat dilakukan dengan pemantauan, pembagian risiko, atau keterkaitan antara keduanya. Sebagaimana diungkapkan oleh Traichal et al (1999) menyatakan bahwa usaha-usaha untuk meminimumkan atau mengontrol konflik agen-prinsipal dapat diklasifikasi kedalam tiga kategori pokok, yaitu (a) disiplin pasar, (b) struktur kompensasi, dan (3) mekanisme pemantauan.

Mengakibatkan Agen memiliki informasi yang lebih banyak tentang operasional perusahaan daripada prinsipal. Agen berkepentingan meningkatkan kekuasaannya melalui kenaikan sumber daya yang berada dibawah kekuasaannya, sedangkan pihak prinsipal berkepentingan terhadap peningkatan kesejahteraannya. Prinsipal yang

---

A. Razak, Politeknik Negeri Pontianak Jl. Ahmad Yani Pontianak Kalimantan Barat, saat ini menempuh Program Doktor (S-3) Universitas Brawijaya Malang

merasa memiliki informasi yang relatif sedikit dibandingkan agen, menuntut kontribusi yang semakin tinggi daripada sebelumnya. Jensen (1986: 324) dengan mendasarkan pada teori keagenan menyatakan bahwa badan usaha yang memiliki kelebihan dana kas memiliki kecenderungan untuk membelanjakannya pada investasi yang tidak menguntungkan. Hal ini disebabkan manajer pada badan usaha dengan kelebihan dana kas cenderung untuk mememanfaatkannya dalam rangka memperbesar ukuran badan usaha dan manfaat berupa tunjangan bagi manajer itu sendiri. Hal ini berdampak pada pemanfaatan aliran kas bebas tidak memberikan manfaat bagi pemegang saham. Hal ini didukung oleh Lang *et al.* (1991: 334) yang menyatakan bahwa badan usaha dengan kelebihan aliran kas cenderung untuk melakukan akuisisi yang buruk.

Sementara itu, Myers dan Majluf (1984: 221) menyatakan bahwa tidak semua badan usaha dengan kelebihan aliran kas akan bertindak untuk kepentingnya sendiri, namun beberapa badan usaha menggunakannya untuk membangun asset yang likuid/*financial slack*. Myers dan Majluf memprediksi bahwa badan usaha dengan kelebihan aliran kas yang dipergunakan untuk membangun *financial slack* akan berpengaruh positif pada harga saham. McCabe dan Yook (1997: 697) yang melakukan pengujian terhadap teori Jensen dan Myers-Majluf, dengan menggunakan data *Wallstreet* menemukan hasil yang mendukung teori Jensen dan menolak teori Myers-Majluf.

Hubungan antara Struktur Kepemilikan terhadap harga saham dapat berdampak positif maupun negative. Dampak positif dari struktur kepemilikan terhadap harga saham terjadi karena dengan kepemilikan institusi yang tinggi maka akan memiliki kemampuan dalam mengawasi manajer agar bertindak sesuai dengan kepentingan pemegang saham sehingga berdampak pada peningkatan harga saham. Argumen ini oleh Jensen dan Meckling (1976) disebut sebagai argument konvergensi, dimana kepemilikan institusi yang tinggi akan membuat manajer bertindak sesuai dengan kepentingan pemegang saham. Namun, demikian kepemilikan institusi yang tinggi juga berdampak negative terhadap harga saham. Hal

ini dikarenakan dengan kepemilikan institusi yang tinggi dapat mempengaruhi pihak manajer untuk bertindak bagi kepentingannya dengan merugikan pihak investor yang memiliki kepemilikan minoritas sehingga berdampak pada penurunan kekayaan dari pemegang saham minoritas. Argumen ini dikemukakan oleh Morck, Shleifer dan Vishny (1984) dan dikenal sebagai argument *entrenchment*.

Penelitian yang menghubungkan antara pengaruh Karakteristik badan usaha ditinjau dari tahapan daur hidup badan usaha terhadap harga saham sangat terbatas. Anthony dan Ramesh (1992: 218) melakukan penelitian hubungan antara karakteristik badan usaha bila dilihat dari tahapan daur hidup dengan harga saham. Hasilnya menunjukkan terdapatnya hubungan signifikan antara tahapan daur hidup dengan harga saham kecuali pada tahapan stagnan. Pada penelitian ini akan diuji pengaruh tersebut, dengan pertimbangan bahwa badan usaha yang berada pada tahapan pertumbuhan (*growth*) akan memiliki prospek ke depan yang lebih baik sehingga diharapkan akan berpengaruh terhadap pergerakan harga saham. Sementara itu, badan usaha yang berada pada tahapan dewasa (*mature*) cenderung memiliki kesempatan berkembang yang terbatas sehingga pergerakan sahamnya menjadi relatif stabil.

Teori keagenan (*agency theory*) mengimplikasikan adanya asimetri informasi antara manajer sebagai agen dan pemilik (dalam hal ini adalah pemegang saham) sebagai prinsipal. Asimetri informasi muncul ketika manajer lebih mengetahui informasi internal dan prospek perusahaan di masa yang akan datang dibandingkan pemegang saham dan stakeholder lainnya. Dikaitkan dengan peningkatan nilai perusahaan, ketika terdapat asimetri informasi, manajer dapat memberikan sinyal mengenai kondisi perusahaan kepada investor guna memaksimalkan nilai saham perusahaan. Permasalahan yang ditimbulkan dari hubungan keagenan ini adalah perbedaan tujuan antara manajemen dan pemilik, sehingga diperlukan biaya besar untuk mengawasi tindakan manajemen. Perbedaan tersebut terlihat pada tujuan pemilik yang akan meningkatkan kekayaan atau nilai perusahaan, dipihak lain manajemen ingin tugasnya dapat dijalankan dengan relatif mudah

namun tujuan untuk meningkatkan kekayaan atau nilai perusahaan juga tercapai, bila perlu dengan menggunakan cara-cara yang tidak benar. Karena alasan tersebut pemilik harus mengawasi segala tindakan manajemen dalam menjalankan tugasnya.

Banyak bukti yang menunjukkan adanya perilaku manajer yang tidak sesuai dengan kepentingan investor terutama pemegang saham. Sebagian besar bukti muncul dari pasar modal dalam penelitian *event studies*, sehubungan dengan permasalahan yang muncul adalah bagaimana hubungan antara *free cash flow*, struktur kepemilikan dan nilai perusahaan dengan menggunakan teori keagenan?

## BERBAGAI KONSEP DASAR

### Teori Keagenan

Konsep korporasi bermula dari kehidupan bisnis, yang dibangun melalui sekumpulan orang yang memiliki modal untuk membangun sebuah organisasi berdasarkan bisnis tertentu dengan maksud mencari keuntungan. Sebuah organisasi bisnis dapat melaksanakan fungsinya tersebut, maka diperlu seorang manajer untuk menjalankan roda usaha yang telah terbentuk. Penunjukkan manajer untuk melaksanakan usahanya ini diperlukan suatu model hubungan keagenan. Model hubungan keagenan ini telah banyak digunakan para ahli ekonomi dalam memecahkan masalah-masalah yang berkaitan dengan hubungan kontraktual yang muncul antara dua atau lebih individu, kelompok atau organisasi dalam menjalankan perusahaan yang dalam bisnis. Selain itu juga, teori keagenan merupakan versi *game theory* yang memodelkan proses kontrak antara dua orang atau lebih dan masing-masing pihak yang terlibat dalam kontrak mencoba mendapatkan yang terbaik bagi dirinya (Scott, 2000). Akibat hubungan kontraktual inilah, maka muncullah teori keagenan ini yang berawal dari adanya pemisahan antara kepemilikan dan pengendalian perusahaan yang berdampak pada munculnya konflik kepentingan antara agen dan prinsipal.

Teori keagenan mengatakan bahwa apabila kedua belah pihak (principal dan agen) mempunyai kepentingan yang berbeda, sehingga memunculkan konflik ini yang disebut konflik ke-

agenan (*agency conflict*). Penjelasan yang dapat diberikan berdasarkan pada *theory agency*, sangat mungkin terjadi *conflict of interest* antara manajemen perusahaan dengan *stockholder*. *Stockholder* menghendaki pola pengelolaan perusahaan untuk dapat memberi kontribusi yang besar bagi dana yang diinvestasikannya ke dalam perusahaan. Keuntungan yang diperoleh perusahaan diarahkan pada investasi yang menghasilkan *present value* yang positif. Sedangkan disisi lain manajemen berusaha untuk mengelola perusahaan sebaik mungkin untuk memperoleh bonus yang besar. Pengaruh dan kebijakan yang ditetapkan oleh pemegang saham mayoritas menjadi tidak berarti bagi manajemen yang berusaha untuk menampilkan kinerja yang akan menghasilkan bonus yang besar untuk kepentingannya sendiri. Sehingga seringkali kebijakan dari pemegang saham mayoritas tidak dihiraukan dalam proses pengelolaan kinerja perusahaan.

Hal ini didukung oleh *agency theory* yang dapat didefinisi sebagai hubungan antara satu orang atau lebih (prinsipal) dengan orang lain (agen) untuk melakukan tindakan atas nama prinsipal yang melibatkan pendelegasian kewenangan pengambilan keputusan kepada agen (Jensen dan Meckling, 1976; Ross, 1977) serta didukung pula oleh Fama and Jensen (1983) yang menyatakan bahwa jika masing-masing *stakeholder* perusahaan bertindak untuk kepentingan pribadi maka akan timbul *agency conflict*. Pemisahan fungsi antara pemilik dan manajemen ini memiliki dampak negatif yaitu keleluasaan manajemen (pengelola) perusahaan untuk memaksimalkan laba. Hal ini akan mengarah pada proses memaksimalkan kepentingan manajemen sendiri dengan biaya yang harus ditanggung oleh pemilik perusahaan. Kondisi ini terjadi karena *asymmetry information* antara manajemen dan pihak lain yang tidak memiliki sumber dan akses yang memadai untuk memperoleh informasi yang digunakan untuk memonitor tindakan manajemen (Richardson, 1998). Inti teori keagenan adalah adanya konflik kepentingan antara agen dan prinsipal. Biaya keagenan yang timbul akibat adanya konflik kepentingan ini akan menurunkan nilai perusahaan. Biaya keagenan ekuitas meliputi biaya pengawasan (*monitoring costs*), biaya penjaminan

(*bonding costs*) dan rugi residual (*residual loss*) (Jensen dan Meckling, 1976). Untuk mengurangi biaya keagenan dapat ditempuh beberapa mekanisme antara lain melalui pemilikan saham perusahaan bagi manajer, penggabungan sumber pendanaan dari pinjaman & ekuitas, dan pembagian dividen (Crutchley & Hansen, 1989).

Hubungan keagenan diawali dengan adanya kesepakatan antara prinsipal (pemilik modal) yang memberikan modalnya kepada agen (manajer) untuk dikelola yang akan meningkatkan kekayaan prinsipal. Prinsipal akan berusaha untuk mempengaruhi agen agar melakukan usaha yang menguntungkannya. Oleh karena itu kesepakatan antara prinsipal dengan agen tercantum dalam kontrak optimal, yang menyatakan bahwa prinsipal akan membayar agen dengan gaji yang tetap jika agen melakukan tindakan yang benar dan menjatuhkan penalti jika agen lalai (Watts & Zimmerman, 1986).

Teori keagenan menganalisis adanya konflik yang terjadi antara agen dan prinsipal. Latar belakang konflik adalah adanya informasi asimetri antara prinsipal dengan agen. Agen yang memiliki informasi lebih banyak melakukan tindakan oportunistik yang menguntungkan dirinya sendiri. Di lain pihak, prinsipal yang merasa memiliki informasi yang relatif lebih sedikit dibandingkan dengan pihak agen menuntut adanya kontribusi yang tinggi. Konflik utama muncul apabila prinsipal menerima pembayaran kas dengan jumlah yang relatif kecil.

Salah satu alternatif untuk mengurangi konflik yang terjadi adalah pembayaran dividen. Efek pembayaran dividen kepada prinsipal akan mengurangi dana yang dikontrol oleh manajer. Dengan berkurangnya dana tersebut akan membatasi pilihan agen untuk berinvestasi. Agen memiliki insentif yang menyebabkan perusahaan tumbuh pada ukuran yang optimal. Pertumbuhan meningkatkan kekuasaan agen melalui kenaikan sumber daya yang berada dibawah kekuasaannya. Hal ini berkaitan dengan kenaikan kompensasi agen karena perubahan dalam kompensasi berhubungan dengan pertumbuhan penjualan (Murphy, 1985).

*Free cash flow* adalah aliran kas yang tersisa dari pendanaan seluruh proyek yang memili-

ki *net present value* pada tingkat *discounted* biaya modal yang relevan. Konflik kepentingan akan muncul antara pemegang saham dengan manajer pada kebijakan pembayaran dividen ketika organisasi memiliki *free cash flow* yang substantif. Masalah yang timbul adalah bagaimana memotivasi manajer untuk mencurahkan kas daripada berinvestasi pada proyek yang memiliki tingkat dibawah *cost of capital* atau menyebabkan ketidakefisienan organisasi.

### *Free Cash Flow*

Jensen (1986) mendefinisikan *Free Cash Flow* adalah sebagai kelebihan dana kas setelah dipakai untuk mendanai seluruh proyek yang memberikan nilai sekarang neto positif yang didiskonto pada tingkat biaya modal yang relevan. Semakin besar *Free Cash Flow* yang ada di suatu perusahaan semakin besar fleksibilitas yang dimiliki pihak manajemen sehingga kemungkinan terjadinya konflik kepentingan atas pemanfaatan *Free Cash Flow* tersebut juga semakin serius. Selanjutnya, Richardson (2002, 2005) menemukan, *free cash flow* adalah aliran kas yang penting untuk mengelola aktiva yang dimiliki (termasuk menangani utang yang ada) dan membiayai investasi baru yang diharapkan. Ada tiga komponen untuk mengukur aliran kas, yaitu: (1) mengukur aliran kas yang dihasilkan dari aktiva operasi yang dimiliki oleh perusahaan, (2) mengukur beban investasi yang penting untuk mengelola aktiva operasi, yaitu kos penyusutan dan kos amortisasi, dan (3) mengukur tingkat optimal diharapkan dari investasi baru (Richardson, 2002, 2005).

Selain itu juga, Brown (1996) yang mendefinisikan aliran kas bebas sebagai aliran kas yang dihasilkan dari operasi bisnis yang sedang berjalan dan tersedia untuk didistribusi kembali kepada pemegang saham tanpa mempengaruhi tingkat pertumbuhan perusahaan saat ini. Begitu pula Francis *et al.* (2000), dan Brigham *et al.* (1999) memberikan pengertian aliran kas bebas sebagai kas yang tersedia untuk didistribusi bagi investor sesudah terpenuhinya kebutuhan seluruh investasi yang diperlukan untuk mempertahankan operasi. Maka kalau manajer menginginkan perusahaan lebih bernilai, mereka harus meningkatkan ni-



lai aliran kas bebas perusahaan. Dengan demikian, untuk mengukur *free cash flow* yang dihasilkan dari aktiva operasi yang dimiliki dapat dilakukan dengan menghitung aliran kas operasi dikurangi dengan beban depresiasi & amortisasi ditambah beban penelitian dan pengembangan dan dikurangi investasi baru.

*Free cash flow hypothesis* dari Jehnsen (1986) menyatakan antara lain keberadaan *free cash flow* di dalam perusahaan akan mendorong manajer untuk memanfaatkannya ke dalam proyek-proyek yang tidak efisien sehingga memperbesar kemungkinan terjadinya *agency problems* karena tindakan demikian bertentangan dengan kepentingan pemegang saham. Sementara eksplanasi dari *agency cost model* (Easterbrook, 1984) menyatakan bahwa dividen merupakan salah satu sarana untuk memperkecil *agency problems/cost* di mana semakin besar kemungkinan *agency problems* semakin besar pula dividen yang diperlukan untuk mengendalikannya.

Berdasarkan kedua proposisi di atas dapat disimpulkan bahwa semakin besar *free cash flow* yang ada dalam perusahaan semakin besar *potensi agency problems* yang ditimbulkan dan semakin besar pula dividen yang diperlukan untuk mengendalikannya, dalam arti semakin besar porsi *free cash flow* yang harus didistribusikan sebagai dividen kepada pemegang saham guna memperkecil terjadinya *agency problems* yang timbul dari *free cash flow*. Dalam kaitannya dengan kebijakan inisiasi dividen bisa diargumentasikan bahwa semakin tinggi *payout* dari dividen pertama (*initial dividend payout*) yang ditetapkan perusahaan mengindikasikan semakin tinggi persediaan *free cash flow* dalam perusahaan yang harus didistribusikan kepada pemegang saham guna memperkecil *agency cost* yang ditimbulkan akibat *free cash flow* tersebut. Sebaliknya semakin kecil *payout* dividen pertama mengindikasikan semakin kecil persediaan *free cash flow* yang harus didistribusikan kepada pemegang saham. Penelitian dari Lang & Litzenberger (1989), Lie (2000), dan Fuller & Thakor (2002), telah menghasilkan temuan yang konsisten dengan *free cash flow hypothesis* tersebut.

### Nilai Perusahaan

Perusahaan didirikan dengan tujuan meningkatkan nilai perusahaan melalui peningkatan kemakmuran pemilik atau para pemegang saham. Namun dilain pihak manager sebagai pengelola perusahaan mempunyai tujuan yang berbeda terutama dalam hal peningkatan prestasi individu dan kompensasi yang akan diterima. Jika manager perusahaan melakukan tindakan-tindakan yang mementingkan diri sendiri dengan mengabaikan kepentingan investor, maka akan menyebabkan jatuhnya harapan para investor tentang pengembalian (*return*) atas investasi yang telah mereka tanamkan. Oleh karenanya dibutuhkan adanya suatu perlindungan terhadap berbagai pihak yang berkepentingan dengan perusahaan tersebut. Dalam perspektif teori keagenan, agen yang *risk adverse* dan yang cenderung mementingkan dirinya sendiri akan mengalokasikan *resources* (berinvestasi) yang tidak meningkatkan nilai perusahaan. Permasalahan agensi ini akan mengindikasikan bahwa nilai perusahaan akan naik apabila pemilik perusahaan biasa mengendalikan perilaku manajemen agar tidak menghamburkan *resources* perusahaan, baik dalam bentuk investasi yang tidak layak, maupun dalam bentuk *shirking*. Pada prinsipnya, salah satu tugas mendasar dari manager perusahaan adalah meningkatkan atau memaksimalkan nilai perusahaan (*value of the firm*) (Brigham & Ghapenski, 1993). Dalam rangka kepentingan inilah, setiap keputusan strategis yang diambil perusahaan terutama terkait dengan aspek finansial, senantiasa diarahkan untuk memenuhi tujuan tersebut. Dengan kata lain, nilai perusahaan lazim digunakan oleh para manager sebagai kriteria (*yardstick*) dari keputusan-keputusan finansial yang diambilnya.

Keputusan finansial pada dasarnya mencakup tiga bidang, yaitu keputusan investasi, keputusan pembiayaan, dan keputusan dividen (Mouque & Mukherjee, 1994). Keputusan investasi (*investment policy*) mencakup keputusan-keputusan yang terkait dengan pemilihan dan pelaksanaan proyek-proyek baru yang menguntungkan. Sedangkan keputusan pembiayaan (*financing policy*) mencakup keputusan-keputusan yang terkait dengan struktur pembiayaan atau struktur modal perusahaan. Di sisi lain, keputusan dividen

atau biasa disebut sebagai kebijakan dividen (*dividend policy*) adalah mempersoalkan berapa bagian dari keuntungan perusahaan yang dicapai dalam suatu periode yang sebaiknya didistribusikan kepada para pemegang saham dan berapa yang sebaiknya ditahan di dalam perusahaan serta bagaimana pola pendistribusiannya. Kajian teoritis tentang kebijakan dividen ini diwadahi dalam sebuah teori yang disebut dengan teori dividen, yaitu teori yang membahas tentang hubungan antara kebijakan dividen dengan nilai perusahaan.

Pemahaman atas ketiga aktivitas ini sangat mendasari pemahaman penciptaan nilai dalam berbisnis (Penman, 2001). Tetapi adanya asimetri informasi mengakibatkan investor pada umumnya tidak dapat melihat dengan jelas apa yang terjadi di dalam perusahaan kecuali kalau mereka juga bertindak sebagai manajer. Mereka sangat bergantung pada pelaporan keuangan untuk mengungkap penciptaan nilai perusahaan (meskipun disadari bahwa laporan keuangan juga masih memiliki keterbatasan). Dari tiga aktivitas tersebut, aktivitas investasi dan operasi yang akan menambah nilai perusahaan. Aktivitas pendanaan secara umum dikatakan tidak akan menciptakan nilai kecuali untuk beberapa kasus seperti pengumuman penerbitan saham baru dapat merupakan signal positif bahwa perusahaan memiliki prospek investasi yang bagus sehingga berdampak pada harga saham. Sebaliknya penerbitan saham juga bisa merupakan signal negatif kalau investor menangkap informasi ini sebagai tanda harga saham terlalu tinggi (*overvalue*). Penciptaan nilai dalam berbisnis dipengaruhi oleh banyak faktor seperti ide, pengetahuan, teknologi, manajemen yang bagus, merek, strategi pemasaran dan sebagainya. Faktor-faktor ini tidak mudah dilihat tanpa dikonkritkan dalam bentuk aktivitas investasi dan operasi. Nilai akan tercipta dengan melakukan investasi dalam aset dan mengoperasikannya untuk mendapatkan pengembalian di masa depan. Tambahan nilai dalam operasi akan tercipta ketika nilai yang diterima dari konsumen karena penjualan barang atau jasa melebihi nilai yang dikorbankan untuk menghasilkannya.

Dalam jangka panjang, tujuan perusahaan adalah mengoptimalkan nilai perusahaan. Sema-

kin tinggi nilai perusahaan menggambarkan semakin sejahtera pula pemiliknya. Nilai perusahaan akan tercermin dari harga pasar sahamnya (Fama, 1978). Jensen (2001) menjelaskan bahwa untuk memaksimalkan nilai perusahaan tidak hanya nilai ekuitas saja yang harus diperhatikan, tetapi juga semua klaim keuangan seperti hutang, warran, maupun saham preferen. Penyatuan kepentingan pemegang saham, *debt holders*, dan manajemen yang notabene merupakan pihak-pihak yang mempunyai kepentingan terhadap tujuan perusahaan seringkali menimbulkan masalah-masalah (*agency problem*). *Agency problem* dapat dipengaruhi oleh struktur kepemilikan (kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional). Struktur kepemilikan oleh beberapa peneliti dipercaya mampu mempengaruhi jalannya perusahaan yang pada akhirnya berpengaruh pada kinerja perusahaan dalam mencapai tujuan perusahaan yaitu maksimalisasi nilai perusahaan. Hal ini disebabkan oleh karena adanya kontrol yang mereka miliki.

Optimalisasi nilai perusahaan yang merupakan tujuan perusahaan dapat dicapai melalui pelaksanaan fungsi manajemen keuangan, dimana satu keputusan keuangan yang diambil akan mempengaruhi keputusan keuangan lainnya dan berdampak pada nilai perusahaan (Fama dan French, 1998). Kebijakan dividen secara langsung mempengaruhi nilai perusahaan dan secara tidak langsung keputusan investasi mempengaruhi nilai perusahaan melalui kebijakan dividen dan keputusan pendanaan. Agrawal (1994) meneliti kebijakan dividen terhadap semua ekuitas perusahaan dan temuannya adalah bahwa dividen dapat dipandang sebagai substitusi dari hutang dalam mengurangi *agency cost*. Jadi, keputusan investasi berpengaruh terhadap keputusan pendanaan, keputusan pendanaan berpengaruh terhadap kebijakan dividen, dan keputusan investasi berpengaruh terhadap kebijakan dividen.

### Struktur Kepemilikan

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

nyebabkan manajer menggunakan utang pada tingkat rendah untuk mengantisipasi kemungkinan terjadinya *financial distress* dan risiko kebangkrutan (Crutley, 1999). Kim dan Sorenson (1986) mengemukakan *demand* dan *supply hypothesis*. *Demand hypothesis* menjelaskan bahwa perusahaan yang dikuasai oleh *insider* menggunakan hutang dalam jumlah besar untuk mendanai perusahaan. Dengan kepemilikan besar, pihak *insider* ingin mempertahankan efektivitas kontrol terhadap perusahaan. *Supply hypothesis* menjelaskan bahwa perusahaan yang dikontrol oleh *insider* memiliki *debt agency cost* kecil sehingga meningkatkan penggunaan utang.

Menurut Jensen dan Meckling (1976), penggunaan utang mengurangi kebutuhan ekuitas eksternal dan meningkatkan proporsi kepemilikan manajerial. Penggunaan utang yang berlebihan akan meningkatkan *bankruptcy cost* sehingga mengurangi minat manajer untuk menambah kepemilikan (Friend dan Lang, 1988) *Bird in the hand theory* memandang bahwa dividen tinggi adalah yang terbaik, karena investor lebih suka kepastian tentang *return* investasinya serta mengantisipasi risiko ketidakpastian tentang kebangkrutan perusahaan (Gordon dalam Brigham dan Gapenski, 1996: 438). Roseff (1982) menyatakan bahwa kepemilikan manajerial yang tinggi menyebabkan dividen yang dibayarkan pada pemegang saham rendah. Penetapan dividen rendah disebabkan manajer memiliki harapan investasi dimasa yang akan datang yang dibiayai dari sumber internal.

Sebaliknya jika pemegang saham lebih menyukai dividen yang tinggi, maka menimbulkan perbedaan kepentingan, sehingga diperlukan peningkatan dividen. Crutchly (1999) menyatakan bahwa pengaruh kepemilikan institusional terhadap dividen adalah negatif. Semakin tinggi kepemilikan institusional maka semakin kuat kontrol eksternal terhadap perusahaan dan mengurangi biaya keagenan, sehingga perusahaan akan cenderung untuk menggunakan dividen yang rendah.

## BERBAGAI HUBUNGAN ANTAR KOMPONEN

### Struktur Kepemilikan dan Nilai Perusahaan

Kepemilikan manajerial merupakan kekuatan pemantauan internal yang penting dan akan meningkatkan nilai perusahaan, meskipun akhirnya nilai perusahaan akan menurun ketika kepemilikan manajerial melampaui 28.8%. Chen dan Steiner (2000) juga menyatakan bahwa peningkatan nilai perusahaan juga akan meningkatkan kepemilikan manajerial.

Jensen dan Mecling (1976) membuat argumen yang meyakinkan bahwa kepemilikan manajer mempunyai hubungan yang positive dengan nilai perusahaan, sehingga membantu meluruskan hubungan antara manajer dan pemegang saham (pemilik perusahaan). Sementara Stulz (1984) menyatakan adanya hubungan negative antara kepemilikan manajer dengan nilai perusahaan pada tingkat kepemilikan manajer yang cukup tinggi. Fuerst dan Kang (2000) menemukan hubungan yang positif antara *insiderownership* dengan nilai pasar setelah mengendalikan kinerja perusahaan. Nilai perusahaan dapat meningkat jika institusi mampu menjadi alat monitoring yang efektif (Slovin dan Sushka, 1993). Hubungan antara *analysts coverage* yang merupakan *external monitoring function* dan Tobins'Q sebagai proksi nilai perusahaan adalah positif dan signifikan (Chen dan Steiner, 2000).

Bitner & Dolan (1996) menemukan adanya hubungan negatif antara kebijakan utang perusahaan dengan nilai perusahaan, sebaliknya Ross (1997) menemukan hubungan yang positive antara kebijakan utang dengan nilai perusahaan. Demikian juga Ross menyatakan bahwa nilai perusahaan juga mempunyai hubungan yang positif dengan kebijakan utang perusahaan. Lebih lanjut Ross menyatakan bahwa model tersebut menggambarkan struktur modal optimal untuk memaksimalkan nilai perusahaan.

Nilai perusahaan yang dibentuk melalui indikator nilai pasar saham, sangat dipengaruhi oleh peluang-peluang investasi. Pengeluaran investasi memberikan sinyal positif tentang pertumbuhan perusahaan di masa yang akan datang, sehingga meningkatkan harga saham sebagai indikator nilai perusahaan (*signaling theory*). Pe-

ningkatan hutang diartikan oleh pihak luar tentang kemampuan perusahaan untuk membayar kewajiban di masa yang akan datang atau adanya risiko bisnis yang rendah, hal tersebut akan respon secara positif oleh pasar (Brigham, 1999).

Peningkatan dividen dilakukan untuk memperkuat posisi perusahaan dalam mencari tambahan dana dari pasar modal dan perbankan. Dividen mengandung informasi atau sebagai isyarat (*signal*) akan prospek perusahaan (Roseff, 1982). Pendapat Roseff didukung hasil penelitian yang dilakukan oleh Asquith dan Mullins (1983), bahwa pengumuman meningkatnya dividen telah meningkatkan *return* saham, dan dapat digunakan untuk menangkal isu-isu yang tidak diharapkan perusahaan di masa mendatang. Masulis (1980) melakukan penelitian dalam kaitannya dengan relevansi keputusan pendanaan, menemukan bahwa sehari sebelum dan sesudah pengumuman peningkatan proporsi hutang terdapat kenaikan *abnormal return*, sebaliknya pada saat perusahaan mengumumkan penurunan proporsi hutang berpengaruh kepada penurunan *abnormal return*.

### Teori Keagenan dan *Free Cash Flow*

Agen memiliki insentif yang menyebabkan perusahaan tumbuh pada ukuran yang optimal. Pertumbuhan meningkatkan kekuasaan agen melalui kenaikan sumber daya yang berada dibawah kekuasaannya. Hal ini berkaitan dengan kenaikan kompensasi agen karena perubahan dalam kompensasi berhubungan dengan pertumbuhan penjualan (Murphy, 1985). Sebagaimana permasalahan di atas, Jensen (1986) menyebutkan beberapa alasan manajer memiliki kecenderungan untuk melakukan tindakan semacam ini yaitu pertama, dengan menahan kas manajer memiliki kewenangan untuk memanfaatkannya dengan lebih leluasa dibandingkan kalau harus menambah dana dari sumber eksternal. Kedua, meningkatnya ukuran perusahaan akan meningkatkan prestise dan gaji manajer. Ketiga, adanya kecenderungan perusahaan untuk memberi kompensasi manajer level menengah dalam bentuk promosi dan bukan bonus sehingga berdampak pada kecenderungan manajer untuk meningkatkan pertumbuhan.

Mengapa manajer dengan aliran kas bebas yang substansial sering tidak tertarik melakukan kebijakan meningkatkan pembayaran dividen atau membeli kembali saham perusahaan? Kebijakan seperti ini tidak mudah dilaksanakan karena peningkatan pembayaran dividen yang permanen sering sulit untuk dijalankan, pada hal pembayaran dividen yang fluktuatif juga tidak menguntungkan bagi perusahaan karena pengurangan dividen akan direaksi negatif oleh pasar sehingga dapat berdampak pada penurunan harga saham. Manajer dapat mengambil kebijakan menciptakan utang untuk investasi maupun pembayaran dividen. Utang semacam ini akan mengurangi biaya keagenan aliran kas bebas melalui pengurangan aliran kas yang tersedia sehingga membatasi jumlah aliran kas yang dapat dibelanjakan dengan leluasa berdasar atas kebijakan manajer. Kegagalan pelunasan utang akan berdampak buruk terhadap kinerja perusahaan sehingga memotivasi manajer untuk menjalankan organisasi dengan lebih efisien. Pengeluaran utang tidak selalu berdampak positif atas kontrol terhadap manajer karena fungsi kontrol ini hanya efektif untuk organisasi yang memiliki aliran kas besar tetapi pertumbuhannya masih rendah dimana pemborosan aliran kas untuk mendanai proyek yang tidak ekonomis menjadi serius sedangkan untuk perusahaan yang memiliki pertumbuhan tinggi fungsi kontrol utang menjadi kurang efektif.

### *Free Cash Flow* dan Nilai Pemegang Saham

Jensen (1986: 324) berargumen bahwa manajer pada badan usaha publik memiliki insentif untuk melakukan ekspansi badan usaha melebihi ukuran optimal, meskipun ekspansi tersebut dilakukan pada proyek yang memiliki *net present value* –selanjutnya disebut NPV- negatif. Kondisi *overinvestment* ini dilakukan dengan menggunakan dana internal yang dihasilkan oleh badan usaha dalam bentuk *free cash flow* atau aliran kas bebas. Masalah aliran kas bebas merujuk pada aktivitas manajer yang lebih melakukan investasi (meskipun NPV negative) dari pada membaginya dalam bentuk dividen. Jensen (1989) menyatakan bahwa hal ini terjadi menyebar dalam berbagai industri seperti baja, kimia, *brewing*, rokok, saluran radio dan televise, pesawat terbang, auto-

mobile dan *food processing*; pendek kata, hal ini terjadi pada hampir semua industri yang didominasi oleh badan usaha publik.

Jensen menyatakan bahwa kecenderungan tindakan manajer untuk menggunakan aliran kas bebas dalam aktivitas *overinvestment* didasarkan pada pemikiran sebagai berikut (Kallapur, 1993: 360): (1) *cash retention* memberikan manajer suatu kewenangan bahwa manajer akan rugi bila badan usaha sering kali melakukan penerbitan saham kepada pasar dalam rangka membiayai investasinya; (2) meningkatnya ukuran badan usaha akan mendorong *prestige* dan gaji bagi manajer; dan (3) kecenderungan badan usaha untuk memberikan *reward* kepada manajer level menengah dalam bentuk promosi jabatan daripada bonus uang, sehingga akan terjadi bias pada pertumbuhan badan usaha. Secara alami, semakin banyak aliran kas bebas yang dimiliki dan sementara itu kesempatan bertumbuhnya relatif kecil, hal ini akan mendorong peningkatan masalah aliran kas bebas (Michaely dan Robert, 2006: 8).

Myers dan Majluf (1984: 220) mengembangkan kerangka pemikiran untuk mengetahui hubungan antara pembiayaan dan investasi dalam kondisi badan usaha memiliki informasi yang lebih baik daripada investor. Berdasarkan pada pemikiran bahwa penerbitan saham baru merupakan opsi dengan biaya termahal, maka badan usaha dengan aliran kas bebas yang ada padanya dapat membangun *financial slack* dengan membatasi dividen yang dibayarkan untuk memanfaatkan kesempatan investasi yang ada. Kas tersebut dapat disimpan dalam bentuk *marketable securities*. *Financial slack* tersebut dapat dipergunakan untuk mengambil kesempatan investasi pada proyek yang memberikan NPV positif. Hal ini akan berdampak juga pada peningkatan harga saham.

Banyak faktor yang menentukan nilai saham perusahaan. Lima faktor pemicu utama meliputi pertumbuhan penjualan yang menguntungkan, margin laba operasi, tingkat pajak efektif, efisiensi modal kerja, dan efisiensi modal tetap (Johnson *et al.*, 1998). Pasar menilai positif atas operasi perusahaan yang efisien serta pengelolaan aset yang efektif sehingga harga pasar saham perusahaan meningkat ketika terjadi perbaikan *free cash flow*. Pertumbuhan penjualan dan pengu-

rangan biaya merupakan determinan penting atas harga saham dan nilai pasar perusahaan, tetapi seberapa besar nilai yang bersumber dari efisiensi modal belum begitu luas dipahami. Pertumbuhan harus menguntungkan untuk bisa menciptakan nilai, harus cukup menghasilkan *free cash flow* yang sehat. Efisiensi dalam modal kerja dan aset memiliki dampak yang besar terhadap aliran kas bebas. Semakin rendah pengeluaran modal atau operasi untuk setiap rupiah penjualan, semakin tinggi *free cash flow* dan semakin tinggi pula kapitalisasi pasar untuk perusahaan tersebut.

*Free cash flow hypothesis* dari Jensen (1986) sebagaimana telah dijelaskan pada bagian sebelumnya, juga merupakan bagian dari *monitoring rationale of dividend* yang merupakan bagian dari eksplanasi *agency cost model*. Hipotesis ini mengimplikasikan adanya hubungan positif antara *dividend payout* dengan harga saham, karena semakin tinggi *dividend payout* semakin berkurang *excess/free cash flow* yang ada di perusahaan yang jika tidak didistribusikan bisa dimanfaatkan oleh manajer pada hal-hal yang tidak profitable.

#### Hubungan *Free Cash Flow* dan *Maturity*

Terdapatnya kontroversi yang cukup tajam dari bukti-bukti empiris yang dihasilkan dari penelitian-penelitian *signaling model* khususnya yang menggunakan pendekatan kedua (menguji hubungan antara kebijakan dividen dengan trend kinerja/ profitabilitas perusahaan), di mana boleh dikatakan ada kecenderungan dari penelitian-penelitian tersebut yang justru menghasilkan temuan yang bertentangan dengan model, telah menimbulkan pertanyaan tentang validitas dari model tersebut. Jika *signaling model* sebagaimana dikembangkan oleh Bhattacharya (1979), John & Williams (1985), dan Miller & Rock (1985) mengimplikasikan bahwa kenaikan dividen mengindikasikan prospek yang baik dan karenanya akan direaksi positif oleh harga saham sedangkan penurunan dividen mengindikasikan prospek yang buruk tentang kinerja atau *cash flow* perusahaan dan karenanya akan direaksi negatif oleh harga saham, maka sebagaimana telah disebutkan di atas, setiap kenaikan dividen harus diikuti oleh adanya peningkatan kinerja (profita-

bilitas) dan sebaliknya, penurunan dividen diikuti oleh penurunan kinerja (profitabilitas) perusahaan.

Sementara bukti-bukti empiris yang ada secara meyakinkan telah membuktikan bahwa kenaikan (penurunan) dividen senantiasa diikuti oleh kenaikan (penurunan) harga saham bahkan bukti-bukti ini umumnya telah digunakan sebagai alat untuk menjustifikasi *signaling model*, namun berdasarkan bukti-bukti empiris yang ada pula mengapa kenaikan dividen tidak dengan sendirinya diikuti pula oleh peningkatan kinerja (profitabilitas), bahkan sebaliknya. Kontroversi ini mengarah kepada timbulnya dugaan bahwa ada alasan lain dari investor selain sinyal tentang prospek kinerja perusahaan dalam merespon kenaikan/penurunan dividen.

### Free Cash Flow dan Maturity

*Free cash flow* biasanya timbul ketika perusahaan tidak lagi memiliki peluang pertumbuhan yang memadai dan terbatasnya peluang-peluang investasi yang menguntungkan, dengan kata lain perusahaan memasuki fase dewasa (*maturity*). *Free cash flow hypothesis* yang pertama kali dikembangkan oleh Jehnsen (1986) menyatakan bahwa jika perusahaan memiliki kelebihan kas (*excess cash flow*) di atas yang dibutuhkan untuk membiayai proyek-proyek investasi dengan NPV positif, maka lebih baik manajer mendistribusikan kelebihan kas tersebut kepada pemegang saham sebagai dividen dalam rangka memaksimalkan kekayaan para pemegang saham. Jehsen (1986) berargumen bahwa jika hal tersebut tidak dilakukan maka keberadaan kelebihan kas tersebut akan mendorong manajemen untuk melakukan proyek-proyek investasi yang tidak optimal bahkan untuk melakukan hal-hal yang bertentangan dengan kepentingan pemegang saham seperti untuk pengeluaran-pengeluaran yang sifatnya hanya untuk kemakmuran manajemen saja.

Fuller & Thakor (2002) menyatakan bahwa *free cash flow hypothesis* juga mengindikasikan bahwa karena manajer tidak bisa secara kredibel memberikan komitmen kepada para pemegang saham untuk tidak menginvestasikan *excess cash* ke dalam proyek-proyek investasi dengan NPV

negatif, maka perubahan dividen mungkin bisa memberikan informasi tentang bagaimana manajer memanfaatkan *cash flow* perusahaan di masa yang akan datang. Selain itu, sebagaimana juga dikemukakan oleh Jehnsen (1986) bahwa potensi bagi manajemen untuk bertindak *over-invest* sangat tinggi. Sebagai contoh, walaupun sudah dihadapkan pada menurunnya peluang investasi, manajer mungkin akan terus melakukan investasi walupun pada proyek-proyek yang kurang menguntungkan dengan tujuan bisa terus meningkatkan sumber daya yang ada di bawa kendalanya. Karena itu, kenaikan dividen tidak hanya memberikan informasi tentang adanya perubahan pada aspek-aspek fundamental perusahaan melainkan juga bisa mengindikasikan komitmen manajemen untuk tidak melakukan tindakan *over-invest*.

Kenaikan dividen bisa mengindikasikan tentang berkurangnya *free/excess cash flow* yang ada di perusahaan sehingga memperkecil kemungkinan dimanfaatkan oleh manajer untuk proyek-proyek atau pengeluaran-pengeluaran lainnya yang tidak efisien. Lie (2000) dikutip oleh Fuller & Thakor (2002) menemukan bahwa perusahaan yang menaikkan dividennya terbukti memiliki lebih banyak *excess cash* dibanding perusahaan lainnya dalam industri yang sama. Selanjutnya, Fuller & Thakor (2002) menyimpulkan bahwa implikasi empiris dari hipotesis tersebut adalah suatu kenaikan (penurunan) dividen akan direaksi positif (negatif) oleh harga saham.

Lang & Litzenberger (1989) telah membuktikan bahwa pengumuman kenaikan dividennya dari perusahaan-perusahaan dengan *Tobin's Q* yang lebih rendah memperoleh reaksi positif yang lebih kuat dari harga saham dibanding mereka dengan *Tobin's Q* yang lebih tinggi. Dalam eksplanasinya mereka menyatakan bahwa perusahaan dengan *Tobin's Q* yang rendah yang pada dasarnya mengalami *overinvestment* pada akhirnya akan mengalami penurunan *excess cash flow* setelah kebijakan kenaikan dividen ditempuhnya (Mollah *et al.*, 2000). Berdasarkan *free cash flow hypothesis* kenaikan dividen akan direaksi positif oleh pasar bukan karena kenaikan dividen memberikan sinyal tentang prospek kinerja perusahaan sebagaimana dalam *signaling model*, melainkan mengindikasikan tentang upaya perusahaan

untuk memperkecil *free cash flow* sehingga menghindarkan perusahaan dari tindakan-tindakan manajer yang tidak efisien, seperti investasi ke dalam proyek-proyek yang tidak profitable yang pada gilirannya akan berdampak negatif terhadap kekayaan pemegang saham (nilai perusahaan). Dalam hal ini dividen berfungsi sebagai alat monitoring terhadap tindakan manajemen atau sebagai alat untuk menurunkan *agency cost* yang timbul dari adanya *potential conflict of interests* antara manajer dengan pemegang saham (*agency problems*).

Di sisi lain, *maturity* atau *overinvestment hypothesis* menyatakan bahwa kenaikan dividen mengindikasikan tentang adanya penurunan dari risiko khususnya risiko sistematis (*systematic risk*) oleh karena itu pengumuman kenaikan dividen akan direaksi positif oleh pasar. Hipotesis ini mengisyaratkan bahwa satu-satunya yang menyebabkan harga saham naik sebagai respon terhadap kenaikan dividen adalah aspek risiko. Grullon *et al.* (2002) berargumen bahwa walaupun model *free cash flow hypothesis* bisa menjelaskan mengapa perusahaan yang memasuki fase *maturity* menaikkan dividennya tetapi tidak bisa menjelaskan terdapatnya perubahan karakteristik risiko terkait dengan adanya perubahan kebijakan dividen.

Nilai (pasar) perusahaan terdiri dari dua unsur, yaitu nilai dari asset yang ada/dimiliki perusahaan dan nilai dari peluang pertumbuhan di masa yang akan datang (*future growth opportunities*). Unsur yang kedua tersebut merepresentasikan nilai dari investasi di masa yang akan datang yang diharapkan memberikan return di atas *cost of capital*-nya. Namun ketika perusahaan menjadi dewasa proporsi nilai perusahaan dari unsur nilai pertumbuhan menjadi turun. Dengan kata lain jumlah dari proyek-proyek investasi yang menguntungkan yang tersedia bagi perusahaan menurun, sehingga tingkat pertumbuhan *cash flow* atau profitabilitas perusahaan juga menurun.

Risiko sistematis sebagaimana di-*proxy* menggunakan beta dari model CAPM sebenarnya merupakan gabungan atau rata-rata tertimbang dari beta asset yang ada pada perusahaan dan beta dari *growth opportunities* yang dimiliki per-

usahaan. Ketika perusahaan menjadi mature maka jumlah *growth opportunities* menjadi berkurang sehingga bobot yang diberikan kepada *growth opportunities* sebagai bagian dari nilai perusahaan juga akan menurun. Hal ini menyebabkan menurunnya beta secara keseluruhan. Jika beta (risiko) dari asset yang ada pada perusahaan juga menurun maka beta perusahaan secara keseluruhan akan semakin bertambah besar penurunannya. Hal ini bisa terjadi jika asset yang mendukung *growth opportunities* perusahaan secara progresif menjadi kurang berisiko karena perusahaan memasuki fase *maturity*. Secara keseluruhan bisa dikatakan bahwa ketika perusahaan memasuki fase *maturity* mereka cenderung menghadapi peluang investasi yang kurang berisiko dan kurang *profitable*.

Ketika peluang investasi menurun, kebutuhan akan sumber daya untuk investasi baru juga menurun dan berarti pengeluaran modal (*capital expenditure*) menurun pula. Berdasarkan uraian di atas, kenaikan dalam dividen bisa mengindikasikan kepada pasar tentang adanya perubahan dalam peluang investasi, risiko, dan profitabilitas. Secara keseluruhan *maturity hypothesis* memberikan prediksi sehubungan dengan adanya kenaikan dividen sebagai berikut.

- Perusahaan yang menaikkan dividen akan mengalami penurunan *systematic risk*
- Perusahaan yang menaikkan dividen akan mengalami penurunan profitabilitas
- Perusahaan yang menaikkan dividen membutuhkan kas yang lebih kecil untuk membiayai investasi dan karenanya pengeluaran modal menjadi menurun.
- Payout ratio dari perusahaan yang menaikkan dividen akan meningkat karena kenaikan dividen cenderung tidak diikuti oleh kenaikan yang proporsional dengan *future earning*.

Berdasarkan *maturity hypothesis* ini, reaksi positif dari pasar terhadap kenaikan dividen bisa dijelaskan sebagai berikut. Kenaikan dividen paling tidak, menurut hipotesis ini, berisi dua jenis informasi atau berita yaitu berita baik (*good news*) dan berita tidak baik (*bad news*). Berita baik adalah berasal dari menurunnya risiko sedangkan berita tidak baik berasal dari menurunnya profitabilitas. Namun berita menurunnya ri-

siko lebih mendominasi berita tentang menurunnya profitabilitas sehingga kenaikan dividen pada akhirnya memperoleh reaksi positif dari pasar.

Kemungkinan lain adalah investor memperlakukan kenaikan dividen sebagai *good news*, walaupun mengindikasikan adanya penurunan profitabilitas, karena selain mengindikasikan adanya penurunan risiko, kenaikan dividen juga bisa diinterpretasikan sebagai pembawa *good news* lain yaitu berita tentang komitmen dari manajer untuk menghindari tindakan-tindakan yang mengarah kepada *over-invest* sebagaimana disyaratkan dalam *free cash flow hypothesis*. Alasan yang terakhir ini menjadikan *maturity hypothesis* sejalan dengan *free cash flow hypothesis*.

Terkait dengan *maturity hypothesis* ini Grullon *et al.* (2002) dalam penelitiannya menghasilkan temuan bahwa perusahaan-perusahaan yang mengumumkan kenaikan dividen mengalami penurunan pada *systematic risk*, *return on assets* (profitabilitas), dan *capital expenditure*. Penurunan pada *systematic risk* ini juga dibuktikan oleh meningkatnya debt rating dari perusahaan tersebut. mereka menyimpulkan bahwa reaksi positif yang signifikan dari pasar terhadap kenaikan dividen, walaupun terdapatnya penurunan dalam *earning* dan *investment* menyusul pengumuman kenaikan dividen, adalah terkait dengan informasi tentang menurunnya *systematic risk* perusahaan.

Di sisi lain, penurunan dividen, berdasarkan logika dari *maturity hypothesis*, akan mengindikasikan adanya peningkatan risiko dan sekaligus profitabilitas perusahaan. Perusahaan menurunkan dividennya karena membutuhkan dana guna membiayai peluang investasi menguntungkan yang tersedia bagi perusahaan. Proyek investasi baru ini biasanya melibatkan unsur-unsur seperti penggunaan teknologi baru, pengenalan produk baru, dan pasar baru. Hal ini akan mengubah komposisi asset perusahaan yang lebih berorientasi kepada pertumbuhan yang pada gilirannya akan meningkatkan risiko dan sekaligus profitabilitas.

Namun pertanyaannya, dalam konteks *maturity hypothesis*, benarkah penurunan dividen akan direaksi negatif oleh pasar dengan alasan berita tentang meningkatnya risiko perusahaan

mendominasi berita yang mengindikasikan adanya peningkatan profitabilitas di masa yang akan datang. Pada kasus penurunan dividen peristiwa yang melatarbelakangi tidak sama persis sebagai kebalikan dari peristiwa yang melatarbelakangi kenaikan dividen. Jika alasan penurunan dividen dimaksudkan untuk menambah kebutuhan dana untuk membiayai proyek-proyek investasi dengan NPV positif maka penurunan dividen tidak berarti mengakibatkan kenaikan *free cash flow* dalam perusahaan yang bisa menyebabkan manajer melakukan tindakan yang bertentangan dengan kepentingan pemegang saham. Jika *bad news* tentang meningkatnya risiko mendominasi *good news* tentang prospek meningkatnya profitabilitas di masa yang akan datang maka penurunan dividen akan direaksi negatif oleh pasar. Terkait dengan ini, Benartzi *et al.* (1997) berhasil membuktikan bahwa tingkat pertumbuhan *earning* dari perusahaan-perusahaan yang mengumumkan kenaikan dividen tidak meningkat pada periode-periode setelah pengumuman. Sebaliknya perusahaan yang mengumumkan penurunan dividen mengalami kenaikan yang signifikan atas tingkat pertumbuhan *earning*.

Namun demikian, bukti empiris yang menunjukkan bahwa penurunan dividen seharusnya diikuti oleh kenaikan harga saham sebagaimana diindikasikan oleh *maturity hypothesis* boleh dikatakan masih belum kuat. Paling tidak Wooldrige & Ghosh (1992) yang meneliti tentang dampak pengumuman penurunan dividen terhadap reaksi pasar menemukan bahwa hanya pengumuman penurunan dividen yang disertai dengan pengumuman adanya kebutuhan dana untuk merealisasi peluang investasi, yang direpson secara positif oleh pasar. Itupun terjadi satu triwulan pasca pengumuman dan terus meningkat dalam satu tahun setelahnya. Dalam jangka pendek terbukti penurunan dividen direaksi negatif oleh pasar.

## KESIMPULAN

Teori keagenan menganalisis adanya konflik yang terjadi antara agen dan prinsipal. Latar belakang konflik adalah adanya informasi asimetri antara prinsipal dengan agen. Agen yang memiliki informasi lebih banyak melakukan tindak-



an opportunistik yang menguntungkan dirinya sendiri. Di lain pihak, prinsipal yang merasa memiliki informasi yang relatif lebih sedikit dibandingkan dengan pihak agen menuntut adanya kontribusi yang tinggi. Konflik utama muncul apabila prinsipal menerima pembayaran kas dengan jumlah yang relatif kecil. Agen memiliki insentif yang menyebabkan perusahaan tumbuh pada ukuran yang optimal. Pertumbuhan meningkatkan kekuasaan agen melalui kenaikan sumber daya yang berada dibawah kekuasaannya. Hal ini berkaitan dengan kenaikan kompensasi agen karena perubahan dalam kompensasi berhubungan dengan pertumbuhan penjualan (Murphy, 1985).

*Free cash flow* adalah aliran kas yang tersisa dari pendanaan seluruh proyek yang memiliki *net present value* pada tingkat *discounted* biaya modal yang relevan. Konflik kepentingan akan muncul antara pemegang saham dengan manajer pada kebijakan pembayaran dividen ketika organisasi memiliki *free cash flow* yang substantif. Masalah yang timbul adalah bagaimana memotivasi manajer untuk mencurahkan kas daripada berinvestasi pada proyek yang memiliki tingkat dibawah *cost of capital* atau menyebabkan ketidakefisienan organisasi.

Pentingnya menarik suatu hubungan yang eksplisit antara *free cash flow hypothesis* dan *maturity hypothesis*. Hubungan keduanya bisa dinyatakan berikut. Jika investor benar menginginkan manajer memaksimalkan nilai perusahaan, maka dividen harus dibayarkan hanya jika perusahaan tidak lagi memiliki proyek investasi yang profitable (*positive net present value*). Dengan kata lain, perusahaan harus membayar dividen hanya jika ia memiliki dana yang tidak lagi diperlukan untuk investasi (*free cash flow*). Jika ini benar, sebagaimana juga diargumentasikan oleh Bryman & Cramer (2002), maka harga saham perusahaan diharapkan naik ketika perusahaan menurunkan dividennya karena diinvestasikan ke dalam investasi dengan NPV positif, sebaliknya harga saham akan turun ketika menaikkan dividennya karena sudah tidak ada lagi proyek investasi yang profitable.

Selanjutnya, baik *free cash flow hypothesis* maupun *maturity hypothesis* telah memberikan penjelasan alternatif terhadap *signaling model*

dengan memberikan klarifikasi baik secara teoretis maupun empiris terhadap salah satu isu sentral yang menjadi keterbatasan dari *signaling model*. *Signaling model* dianggap masih belum berhasil memberikan bukti-bukti empiris yang lebih konklusif terhadap proposisinya yang menyatakan bahwa perubahan kebijakan dividen memiliki muatan informasi tentang prospek kinerja/profitabilitas perusahaan di masa yang akan datang, karena sebagian dari temuan-temuan utama membuktikan bahwa kenaikan dividen tidak serta merta diikuti oleh meningkatnya profitabilitas, bahkan sebagian lagi temuan justru menunjukkan sebaliknya, kenaikan dividen justru diikuti oleh menurunnya kinerja atau profitabilitas perusahaan.

#### DAFTAR RUJUKAN

- Agrawal and N. Jayaraman. 1994. *The Dividend Policies of All-Equity Firm: A Direct Test of The Free Cash Flow Theory*, *Managerial and Decision Economics*; 15, pp. 139-148
- Anthony, J. H., dan K. Ramesh. 1992. Association between Accounting Performance Measure and Stock Prices: a Test of the Life Cycle Hypothesis, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 15: 203-227.
- Asquith, Paul dan David W. Mullins. 1983. The Impact of Initiating Dividend Payments on Shareholder's Wealth, *Journal of Business*, 56, (1): 77-96.
- Benartzi, Shlomo; Roi Michaely; dan Richard Thaler. 1997. Do Changes in Dividends Signal the Future or the Past? *Journal of Finance* 52, July, (3): 1007-1034.
- Bhattacharya, Sudipto. 1979. Imperfect Information, Dividend Policy, and the "Bird in the Hand" Fallacy. *Bell Journal of economics*, 10: 259-270.
- Bitner, Larry N and RC. Dolan. 1996. Assessing the Relationship Between Income Smoothing and Value of the Firm, *Quarterly Journal Business and economics*, Vol 35., No 1, pp 16-35
- Black, B. S., H. Jang, dan W. Kim. 2003. Does Corporate governance Affect Firms'

- Market Values? Evidence from Korea. *Working Paper* (April).
- Brigham, E.F. dan L.C. Gapenski. 1993. *Intermediate Financial Management*. Forth Edition. Harcourt Brace Jovanovic College Publisher. Forth Worth.
- Brigham, Eugene E., Louis C. Gapenski, dan Philip R. Daves. 1999. *Intermediate Financial Management*. 6<sup>th</sup> ed. Orlando: The Dryden Press.
- Brigham, Eugene F. and Joel F Houston. 1999. *Manajemen Keuangan*. Edisi Bahasa Indonesia. Jakarta: Erlangga
- Brown, Gordon T. 1996. "Free Cash Flow Appraisal .... A Better Way ?" *The Appraisal Journal* April: 171-182.
- Bryman, A. dan D. Cramer. 2002. Capital Structure and Dividend Policy, *Journal of Business Finance and Accounting* 32: 1-13.
- Chen, Carl R. and Thomas L. Steiner. 2000. "Tobin's Q, Managerial Ownership, Analyst Coverage, a nonlinear Simultaneous Equations Model," *The Journal of Economics and Business* 2000; 52: 365 - 382
- Crutchley, Claire E., dan Robert S. Hansen. 1989." A test of Agency Theory Of Managerial Ownership, Corporate Leverage, and Corporate Dividends." *Financial Management* Winter : 36 - 46.
- Crutchley, C.E., Jensen, M.R.H. Jahera, J.S. dan Raymond, J.E. 1999. Agency problems and simultaneity of financial decision making: The role of institutional ownership. *International Review of Financial Analysis* 8: 177-197
- Easterbrook, F. 1984. Two Agency Cost Explanations of Dividend, *American Economic Review*, 74: 650-659.
- Eisenhardt, K.M. 1989. Agency Theory: An Assessment and Review, *Academy of Management Review*, Vol. 14, [1]: 57-74.
- Fama, E.F. and M.C. Jensen 1983. "Separation of Ownership and Control." *Journal Of Law and Economics*, Vol.26. p.301-325.
- Fama, Eugene F. 1978. *The Effect of a Firm Investment and Financing Decision on The Welfare of Its Security Holders*, *American Economic Review*; Vol. 68 pp. 272-280
- Fama, Eugene F and French, Kenneth R. 1998. *Taxes, Financing Decision, and Firm Value*, *The Journal of Finance*; Vol. LIII No. 3, June, pp. 819-843
- Francis, Jennifer, Per Olsson, dan Dennis R. Oswald. 2000. "Comparing the Accuracy and Explainability of Dividend, Free Cash Flow, and Abnormal Earnings Equity Value Estimates." *Journal of Accounting Research* 38 (1) Spring: 45-70.
- Friend, I and L.H.P. Lang. 1988. An Empirical Test of The Impact of Managerial Self-Interest on Corporate Capital Structure, *The Journal of Finance*; 43, pp. 271-282
- Fuerst, Oren and Hyon Kang-Sok. 2000. *Corporate Governance Expected Operating Performance, and Pricing*, Working Papers; Yale School of Management, pp. 1-138
- Fuller, Kathleen dan Anjan Thakor. 2002. Signaling, Free Cash Flow, and Nonmonotonic Dividends, *Journal of Financial Economics* 60: 1-34.
- Grullon, Gustavo; Rony Michaely; dan Bhaskaran Swaminathan. 2002. Dividend Change as a Sign of Firm Maturity, *Journal of Business* 73: 387-424.
- Jehsen, Michael C. 1986. Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers, *AEA Papers and Proceedings* 2, May (76): 323-335.
- Jehsen, Michael C. dan William H. Meckling. 1976. Theory of the Firm: Managerial behavior, Agency Cost and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*, 3: 305-360.
- Jensen, M and Michael. 2001. *Value Maximization, Stakeholders Theory, and The Corporate Objective Function*, Working Paper; No. 01-09, Harvard Business School, pp. 1-21
- John, Kose dan Joseph Williams. 1985. Dividend Dilution, and Taxes: A Signaling Equilibrium. *The Journal of Finance*, 40: 1053-1070.

- Kim, W.S., dan Sorenson, E.H. 1986. Evidence on the impact of the agency costs of debt on the corporate debt policy. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 21: 131-144
- Lang, Larry, Eli Ofek, dan Rene M. Stulz. 1996. "Leverage, Investment, and Firm Growth." *Journal Of Financial Economics* 40 : 3-29.
- Lang, L.H.P., dan Litzenberger, RH. 1989. Dividend Announcements: Cash Flow Signaling Vs. Free Cash Flow Hypothesis ?, *Journal Of Financial Economics* 24, 181-192.
- Lang, L. H. P., dan R.M. Stulz, dan R.A. Walkling. 1991. A Test of Free Cash Flow Hypothesis: The Case of Bidder Return, *Journal of Financial Economics*, Vol. 29: 315-335.
- Lang, L. and Stulz, R. 1994. Tobin's Q, Corporate Diversification, and Firm Performance, *Journal of Political Economy*, 102(6), pp. 1248-1280
- Masulis, Ronald W. 1980. *The Effect of Capital Structure Change on Security Prices: A Study of Exchange Offers*, *Journal of Financial Economics*; Vol. 8, No. 2 June, pp. 139-178
- McCabe, G.M., dan K.C.Yook. 1997. Jensen, Myers-Majluf, Free Cash Flow and The Return to Bidder, *The Quarterly Review of Economics and Finance*, Vol. 37, [3,fall]: 697-707.
- Miller, Merton H. dan Franco Modigliani. 1961. Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares, *Journal of Business* 34, October: 392-414.
- Miller, Merton H. dan Myron Scholes. 1981. Dividend and Taxes: Some Empirical Evidence, *Journal of Political Economy*, 90: 22-45.
- Miller, Merton H. dan Kevin Rock. 1985. Dividend Policy under Asymmetric Information. *The Journal of Finance*, 40: 1031-1051.
- Morck, R., A. Shleifer dan R.W. Vishny. 1984. Valuation: an Empirical Analysis, *Journal of Financial Economics*, Vol. 20: 293-315.
- Mollah, A. Sabur; Kevin Keasey; dan Helen Short. 2000. The Influence of Agency Cost on Dividend Policy in Emerging Market: Evidence from the Dhaka Stock Exchange, *The Financial Review*, November: 523-547.
- Mouquoue, M. dan Tarun K.Mukherjee. 1994. An Investigation Into the Causality among Firms' Dividend, Investment, and Financing Decisions, *The Journal of Financial Research*. Vol. XVII, Winter (4): 517-30.
- Murphy, Kevin J. 1985. Corporate Performance and Manajerial Remuneration: An Empirical Analysis. *Journal of Accounting and Economics*, April, 7,11-42.
- Myers, S.C., dan N.S. Majluf. 1984. Corporate Financing and Investment Decision when Firms have Information that Investor Do Not Have, *Journal of Financial Economics*, Vol. 13: 187-221.
- Penman, Stephen H. 2001. *Financial Statement Analysis & Security Valuation*. Mc Graw Hill.
- Richardson, Scott. 2002. Corporate governance and the over-investment of surplus cash. *Working Paper*, University of Michigan Business School, 1-61.
- Richardson, F.M., G.D. Kane dan P. Lobingier. 1998. The Impact of Recession on the Prediction of Corporate Failure. *Journal of Business Finance and Accounting*. Vol. 25. January-March. 86-167
- Richardson, Scott. 2005. Over-investment of Free Cash Flow. *Working Paper*, University of Pennsylvania Wharton School, 1-46
- Ross, Stephen A., Randolph W. Westerfield, and Jeffrey F Jaffe. 2002. *Corporate Finance*. Six edition, Mc Graw Hill.
- Ross, S. 1997. The Determinations of Financial Structure: The incentive Signalling Approach, *Bell Journal of Economics*, No 8 Spring, pp 23-40
- Ross, S. 1977. "The Determinant Of Financial Structure: The Incentive Signaling

- Approach" *Bell Journal Of Economics* Spring : 23-40
- Rozeff, Michael. 1992. *How Companies Set Their Dividend Payout Ratio*. Di Dalam Stern, J.M. dan Chew, D.H. *The Revolution in Corporate Finance*. Blackwell Publishers. Oxford.
- Rozeff, M.S. 1982. Growth, beta and agency costs as determinants of dividend payout ratios. *Journal of Financial Research* 5: 249-259
- Scott, William R. 2000. *Financial Accounting Theory*. Second ed. Prentice Hall Canada Inc
- Shrieves, R. E, John M. Wachowicz Jr. 2000. Free Cash Flow (FCF), Economic Value Added (EVA ), and Net Present Value(NPV): A Reconciliation of Variations of Discounted-Cash-Flow (DCF) Valuation. *Working paper*, College of Business Administration, The University of Tennessee, 1-17.
- Slovin, Myron B. and Merie E. Sushka. 1993. *Ownership Concentration, Corporate Control Activity, and Firm Value: Evidence from The Death of Inside Block holder*, *Journal of Finance*; Vol. XLVII, No. 4
- Traichal, P.A., G. W. Gallinger, dan S.A. Johnson. 1999. The Relationship Between Pay-For-Performance Contracting and External Monitoring. *Managerial Finance* Vol. 25 No. 9: 68-88
- Watts, Ross L., Jerold L. Zimmerman. 1986. *Positive Accounting Theory*. Prentice/Hall International, Inc.
- Wild, John J., K.R. Subramanyam, and Robert F Halsey. 2003. *Financial Statement Analysis*. Eight edition, McGraw Hill, 399.
- Woolridge, J.R. dan Ghosh Chinmoi. 1992. *Dividend Cut: Do They always Signal Bad News?*, Di dalam J.M Stern and D.H. Chew Jr: *The Revolution In Corporate Finance*. Blackwell Publishers. Cambridge.