

FREE CASH FLOW, BIAYA KEAGENAN DAN KEBIJAKAN DIVIDEN

Gusti Ayu Mahanavami¹, I Wayan Tantra², I Made Bayu Wisnawa³, I Made Astrama⁴

^{1,2}STIMI Handayani Denpasar

³Universitas Triatma Mulya

⁴Universitas Hindu Indonesia

Email: gustiayumahanavami@gmail.com

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh aliran kas bebas terhadap biaya keagenan dan kebijakan dividen pada industri manufaktur Indonesia. Jumlah sampel data cross section penelitian ini adalah 106 perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) tahun 2020 dengan observasi 1.590 firm-year. Analisis regresi linier berganda dengan metode kuadrat terkecil biasa dan regresi logistik digunakan untuk menguji pengaruh arus kas bebas terhadap biaya keagenan dan kebijakan dividen. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa variabel arus kas bebas berpengaruh signifikan terhadap biaya keagenan dan kebijakan dividen. Prediksi kemungkinan perusahaan manufaktur di Indonesia membagikan arus kas bebas sebagai dividen mencapai 99,99%. Hasil penelitian ini mendukung hipotesis biaya keagenan arus kas bebas dan teori kandungan informasi.

Kata kunci: *Free Cash Flow, Agency Cost, Dividen*

ABSTRACT

This study aims to examine the effect of free cash flow on agency costs and dividend policy in Indonesia's manufacturing industry. The number of cross section data samples of this study were 106 companies listed on the Indonesia Stock Exchange (IDX) in 2020 with 1,590 firm-year observations. Multiple linear regression analysis with ordinary least square method and logistic regression is used to test the effect of free cash flow on agency costs and dividend policy. The results of this study indicate that the free cash flow variable has a significant effect on the agency costs and dividend policy. The prediction of the possibility for manufacturing companies in Indonesia to distribute free cash flow as dividends reaches 99.99%. The results of this study support the agency costs of free cash flow hypothesis and information content theory.

Keywords: *Free Cash Flow, Agency Cost, Dividend*

PENDAHULUAN

Sejak publikasi penelitian ilmiah tentang kebijakan dividen oleh Modigliani and Miller (1961), berbagai studi empirik baik yang mendukung, mengembangkan dan yang menolak pemikiran *dividend irrelevance theory* terus berkembang sampai saat ini. Menurut perspektif teori *dividend irrelevance*, dalam kondisi pasar yang sempurna dimana tidak terdapat pajak, biaya transaksi, biaya emisi dan biaya untuk mendapatkan informasi, dividen tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Faktor dominan yang menentukan nilai perusahaan adalah risiko bisnis dan *basic earning power* (Brigham and Ehrhardt, 2017:572). Menurut Modigliani and Miller (1961) nilai perusahaan sepenuhnya bergantung dari hasil investasinya, bukan pada bagaimana penghasilan dibagi antara dividen dan laba yang ditahan. Perspektif *dividend irrelevance theory* ini telah mendapatkan dukungan empirik dan teoritik dari beberapa penelitian (Black and Scholes, 1974; Miller and Scholes, 1982; Miller, 1984; DeAngelo and DeAngelo, 2007). Namun demikian, tidak sedikit para ahli ekonomi keuangan yang mengkritik argumentasi teoritik ini dengan berbagai perspektif teoritik dan bukti empirik bahwa kebijakan dividen berpengaruh terhadap nilai perusahaan. (Lintner, 1956; Baker, et al., 1985; Pruitt and Gitman, 1991; Baker and Powell, 1999). Lintner (1956) menyatakan bahwa risiko investasi saham menurun ketika perusahaan membayar dividen.

Pengembalian dalam bentuk dividen lebih pasti, tetapi *return* dalam bentuk *capital gain* lebih berisiko. Para pemegang saham lebih menyukai dividen dan mau menerima tingkat pengembalian ekuitas yang dibutuhkan lebih rendah untuk menghindari risiko yang lebih tinggi. Studi empirik Fama and Babiak (1968) dengan merevaluasi model dividen Lintner, hasilnya mendukung pandangan teoritik *a bird in the hand*, bahwa manajer perusahaan lebih suka membayar dividen stabil dan enggan untuk meningkatkan dividen pada tingkat yang tidak bisa dipenuhi perusahaan. Studi Benartzi et al. (1997) juga menyimpulkan bahwa model dividen Lintner masih merupakan penjelasan yang terbaik tentang proses menentukan kebijakan dividen yang tersedia dalam literature keuangan korporasi.

Dalam dunia nyata, menentukan kebijakan dividen yang tepat sering melibatkan pilihan yang sulit, karena membutuhkan keseimbangan dari berbagai kekuatan potensial yang bertentangan. Kebijakan dividen dapat memainkan peranan penting dalam mengurangi persoalan arus kas bebas dan biaya keagenan yang timbul akibat konflik kepentingan diantara para pemangku kepentingan (Mancinelli and Ozkan, 2006). Adanya persoalan asimetri informasi antara manajer dengan para pemegang saham, maka kebijakan dividen dapat menjadi instrumen untuk mengurangi biaya keagenan dengan membatasi sumber daya finansial dalam kewenangan manajer. Dengan demikian kebijakan

dividen dapat berfungsi sebagai alat monitoring dan pendisiplinan terhadap perilaku oportunistis manajer.

Jensen (1986) berpendapat bahwa perusahaan dengan kelebihan arus kas bebas dapat meningkatkan pembayaran dividen atau melakukan pembelian kembali saham perusahaan. Kebijakan ini akan memaksa manajer untuk mengeluarkan uang tunai saat ini dan mengurangi kendali sumberdaya di bawah kekuasaan manajer. Perspektif teori hipotesis arus kas bebas (*free cash flow hypothesis*) yang dikemukakan Jensen (1988) menyatakan bahwa manajer dengan arus kas bebas yang berlebihan akan menginvestasikannya pada proyek-proyek dengan *net present value* (NPV) negatif, daripada membagikannya kepada para pemegang saham. Studi Lang *et al.* (1991) mendukung penjelasan teoritik ini dengan menunjukkan model formal hipotesis arus kas bebas dan berkesimpulan bahwa arus kas bebas meningkatkan biaya keagenan perusahaan dengan peluang investasi yang lebih buruk.

Pengamatan empiric terhadap 106 perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesi (BEI) pada tahun 2020 menunjukkan bahwa 63,21% perusahaan yang menghasilkan arus kas bebas hanya 49,06% perusahaan yang membayarkannya sebagai dividen. Hasil pengamatan ini mengindikasikan adanya konflik kepentingan tersembunyi antara manajer dengan para pemegang saham, mendorong perilaku manajerial perusahaan

manufaktur di Indonesia menggunakan sebagian arus kas bebas perusahaan untuk membuat keputusan investasi yang lebih memberikan keuntungan pribadi seperti: mengejar kompensasi (Murphy, 1985), membangun perlindungan untuk mempertahankan diri (Shleifer *and* Vishny, 1989). Kondisi persoalan keagenan arus kas bebas ini, memiliki konsekuensi meningkatkan biaya keagenan yang harus ditanggung oleh para pemegang saham agar tercipta *convergence of interest*, untuk menjamin bahwa manajer akan membuat keputusan yang terbaik bagi kepentingan para pemegang saham. Bukti empirik ini juga menunjukkan bahwa kebijakan dividen di Indonesia kontradiksi dengan hasil survey dividen yang dilakukan oleh Brav *et al.* (2005). Evaluasi terhadap hasil survey menunjukkan bahwa 93,8% perusahaan publik dan swasta di Amerika menghindari untuk mengurangi pembayaran dividen per lembar saham. Hasil survey juga menunjukkan 88,1% para eksekutif keuangan perusahaan menyatakan ada konsekuensi negatif yang harus ditanggung perusahaan terhadap harga saham sebagai alasan utama untuk membayar dividen. Hanya sebesar 33,1% perusahaan yang menunda pembayaran dividen karena alasan peluang investasi.

Fabozzi *and* Drake (2009:298) dalam studi teoritiknya tentang biaya keagenan menyatakan bahwa untuk menjamin tujuan dan kebijakan manajer sejalan dengan kepentingan para pemegang saham dan untuk

meminimalisasi konflik kepentingan antara para pemegang saham dengan manajer akan memiliki konsekuensi terhadap biaya keagenan yang harus dikeluarkan perusahaan dan menjadi beban yang harus ditanggung oleh para pemegang saham. Biaya keagenan tersebut meliputi: (1) *monitoring cost* untuk mengawasi perilaku manajer dalam menjalankan perusahaan. (2) *bonding cost* untuk menjamin bahwa manejer akan membuat keputusan terbaik bagi prinsipalnya. (3) *residual loss* adalah biaya yang secara implisit timbul karena keentingan yang tidak sejalan antara manajer-pemegang saham.

Penelitian ini mengembangkan studi empirik yang dilakukan oleh Guizani (2017) dalam konteks *emerging market*. Pada penelitian sebelumnya, Guizani menguji bagaimana perusahaan-perusahaan yang mengikuti pemenuhan syariah dan yang tidak mengikuti pemenuhan syariah yang terdaftar di Bursa Efek Dewan Kerjasama Teluk (GCC *Stock Exchange*), dapat menurunkan biaya keagenan arus kas bebas dengan menggunakan instrumen kebijakan dividen. Penelitiannya menggunakan regresi data panel terhadap 207 perusahaan selama periode tahun 2009-2014. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa perusahaan-perusahaan yang melakukan pemenuhan ketentuan syariah tidak saja memiliki rasio pembayaran dividen yang lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan yang tidak mengikuti pemenuhan syariah, perusahaan pemenuhan syariah juga

memiliki kemungkinan yang lebih tinggi untuk membayar dividen. Hasil penelitiannya konsisten dengan prinsip penghindaran persoalan arus kas bebas dan mendukung teori *convergence of interest* arus kas bebas yang menurunkan persoalan biaya keagenan perusahaan.

Penelitian ini mengembangkan penelitian sebelumnya dengan meletakkan perbedaan pada perusahaan publik di *emerging market*. Obyek penelitiannya adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) dengan tidak membedakan prinsip pemenuhan ketentuan syariah. Karakteristik pasar modal di kedua negara baik Bursa Efek Dewan Kerjasama Teluk dengan Bursa Efek Indonesia (BEI) secara fundamental juga sangat berbeda. Pasar modal di negara *emerging market* seperti di Indonesia memiliki karakteristik tingkat asimetri informasi yang relatif tinggi, berpotensi mempengaruhi tingkat risiko investasi di pasar modal. Kepemilikan manajemen yang relatif kecil dapat menciptakan *divergence of interest* antara *principle* dan *agent* yang dapat menciptakan persoalan keagenan arus kas bebas yang lebih besar dan konsekuensi terhadap biaya keagenan yang lebih tinggi. Investasi pada kapasitas produktif yang lebih besar serta potensi pertumbuhan perusahaan yang lebih tinggi dapat mendorong manajer untuk menggunakan arus kas bebas untuk melakukan investasi pada proyek dengan NPV negatif. Menurut Direktur pelaksana IMF Christine

Lagarde, *emerging market* menjanjikan potensi *return* dan *capital gain* yang lebih tinggi bagi investor, namun demikian, pasar ini memiliki tingkat volatilitas yang lebih tinggi, tekanan eksternal yang lebih besar dapat menciptakan koreksi pasar yang lebih tajam. Penelitian ini menggunakan dua model teknik analisis data yaitu: (1) teknik analisis regresi data *cross section* dan (2) logistik regresi (logit model) untuk menguji pengaruh arus kas bebas terhadap biaya keagenan dan kebijakan dividen perusahaan pada 106 perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI tahun 2020 dengan beberapa variable kontrol.

Penelitian ini mengendalikan pengaruh dari variable seperti: ukuran perusahaan (Ang *et al.*, 2000; Sing and Davidson III, 2003), profitabilitas (Grullon *et al.*, 2005; Fama and French, 2001), *leverage* (Titman and Wessels, 1988; Malony, McCormick and Mitchell, 1993) dan pertumbuhan perusahaan (Chung *et al.*, 1998; Garner *et al.*, 2002) yang dapat mempengaruhi persoalan keagenan arus kas bebas dan biaya keagenan serta memiliki implikasi terhadap kebijakan dividen.

LANDASAN TEORI DAN HIPOTESIS

Free Cash Flow dan Biaya Keagenan

Jensen (1986) mendefinisikan arus kas bebas (*free cash flow*) sebagai arus kas melebihi jumlah yang dibutuhkan untuk mendanai semua proyek dengan *net present value* (NPV) positif. Teori keagenan menyatakan ketika kepentingan manajer tidak sejalan dengan kepentingan para pemegang saham dan mekanisme pengendalian perusahaan tidak berjalan secara efektif, maka manajer akan berusaha untuk mencapai tujuan yang lebih menguntungkan kepentingan pribadi yang tidak sejalan dengan keinginan para pemegang saham (Griffin *et al.*, 2010). Menurut Jensen (1986) manajer memiliki insentif untuk mengembangkan perusahaan di luar ukuran optimal perusahaan, karena ukuran yang lebih besar memerlukan kendali sumber daya yang lebih banyak di tangan manajer dan konsekuensinya terhadap kompensasi yang lebih tinggi (Murphy, 1985).

Motif keuntungan pribadi mendorong manajer untuk melakukan investasi pada proyek-proyek dengan NPV negatif yang berdampak menurunkan nilai perusahaan. Keengganan manajer dalam mencari sumber dana eksternal untuk membiayai proyek dengan NPV negatif bertujuan untuk menghindari pengawasan pasar, dengan demikian, manajer akan bergantung pada sumber dana internal yang dihasilkan oleh perusahaan. Kehadiran arus kas bebas yang sangat besar memungkinkan manajer untuk melakukan

overinvestment (Stulz, 1990; Brealey *et al.*, 2008).

Hipotesis arus kas bebas (Jensen, 1986) menyatakan bahwa arus kas bebas yang berlebihan meningkatkan biaya keagenan perusahaan dengan peluang investasi yang lebih buruk. Beberapa studi (Lang *et al.*, 1991; Blanchard *et al.*, 1994; Doukas, 1995; Hubbard, 1998; Harford, 1999; Richardson, 2006) telah memberikan dukungan empirik dan teoritik terhadap hipotesis arus kas bebas dengan berbagai model ekonometrik yang bervariasi serta implikasinya terhadap peningkatan aktivitas *overinvestment* serta konsekuensinya terhadap peningkatan biaya keagenan. Lang *et al.* (1991) menyatakan bahwa pada proses akuisisi, perusahaan penawar dengan arus kas bebas berlebihan melakukan investasi dengan mengakuisisi perusahaan yang memiliki tingkat pengembalian *abnormal* negatif. Perusahaan-perusahaan dengan rasio Tobin's q yang rendah atau nilai q kurang dari satu, namun memiliki arus kas bebas yang tinggi membuangnya dengan membayar perusahaan target akuisisi lebih tinggi, daripada membayarkan arus kas bebas perusahaan sebagai dividen kepada para pemegang saham. Blanchard *et al.* (1994) melakukan studi dengan menggunakan sebelas perusahaan yang memperoleh rejeki nomplok akibat memenangkan gugatan hukum untuk memberikan bukti empirik yang mendukung model keagenan dari perilaku manajerial terhadap perusahaan-perusahaan yang memiliki kelebihan arus kas bebas.

Hasil studi ini menunjukkan manajer berusaha memastikan kelangsungan hidup jangka panjang dan kemandirian perusahaan dengan diri mereka sendiri di puncak pimpinan. Studi ini membuktikan bahwa ketika pasar modal tidak sempurna dimana terdapat persoalan keagenan, maka arus kas di dalam dan di luar perusahaan tidak lagi sama, maka peningkatan pengawasan terhadap perilaku manajer akan menimbulkan biaya keagenan yang lebih besar.

Doukas (1995) memberi bukti bahwa manajer dengan kelebihan arus kas bebas menghambur-hamburkan arus kas dengan melakukan akuisisi perusahaan asing. Tingkat pengembalian tidak normal dari perusahaan dengan rasio Tobin's q yang rendah atau kurang dari satu dengan kelebihan arus kas yang terlibat dalam akuisisi perusahaan asing lebih rendah dari perusahaan dengan rasio Tobin's q yang lebih besar dari satu. Studi ini menunjukkan bahwa perilaku manajerial yang lebih mementingkan kepentingan pribadi ketika mekanisme pengawasan tidak berjalan efektif dapat dilakukan dengan berbagai macam strategi investasi untuk melindungi diri atas beban dari para pemegang saham yang berdampak terhadap biaya keagenan perusahaan.

Hubbard (1998) mendokumentasikan hubungan positif antara pengeluaran investasi dengan arus kas bebas. Studi Hubbard memiliki dua interpretasi terhadap hubungan positif ini. Pertama, hubungan positif adalah manifestasi dari persoalan keagenan,

dimana manajer pada perusahaan dengan arus kas bebas yang berlebihan terlibat dalam pengeluaran yang sia-sia. Ketika tujuan manajer berbeda dari tujuan para pemegang saham, kehadiran arus kas bebas yang dihasilkan secara internal, maka besar kecendrungan arus kas tersebut akan dihambur-hamburkan manajer dengan melakukan investasi pada proyek dengan NPV negatif. Kedua, hubungan positif ini menunjukkan ketidaksempurnaan pasar modal, ketika sumber pembiayaan eksternal sangat mahal menciptakan potensi bagi arus kas yang dihasilkan internal perusahaan dipergunakan untuk mengembangkan sekumpulan peluang investasi yang menguntungkan.

Harford (1999) dalam studi empiriknya mendukung penjelasan biaya keagenan arus kas bebas terhadap keputusan investasi akuisisi yang dilakukan oleh perusahaan-perusahaan yang memiliki kelebihan arus kas bebas. Perusahaan-perusahaan yang kaya arus kas lebih mungkin menghambur-hamburkan arus kas bebas dengan melakukan akuisisi dibandingkan dengan perusahaan yang tidak memiliki arus kas bebas berlebihan. Tingkat pengembalian saham pada perusahaan yang kaya arus kas bebas menunjukkan bukti bahwa akuisisi yang dilakukan oleh perusahaan yang kaya dengan arus kas bebas menghasilkan *abnormal return* negatif.

Richardson (2006) menunjukkan bukti yang konsisten dengan penjelasan biaya keagenan. Studi empirik ini memberi bukti besarnya tingkat

overinvestment perusahaan terhadap arus kas bebas menggunakan pendekatan berbasis akuntansi sebagai instrumen untuk mengukur *overinvestment* dan arus kas bebas. Sampel pada penelitian ini sebanyak 58.053 tahun perusahaan selama periode tahun 1988-2002. Hasil studi ini menunjukkan bahwa perusahaan dengan kelebihan arus kas bebas melakukan 20% *overinvestment* dari arus kas bebasnya. Penelitian ini mendokumentasikan bahwa mayoritas arus kas bebas perusahaan diinvestasikan sebesar 41% pada aktiva finansialnya. Temuan hasil penelitian ini menunjukkan bahwa perusahaan-perusahaan yang melakukan aktivitas *overinvestment* terhadap kelebihan arus kas bebas memiliki kinerja masa depan yang buruk dengan biaya keagenan yang lebih besar untuk mengawasi perilaku manajer.

Biaya keagenan adalah biaya internal yang melekat pada agen yang terjadi karena ketidakharmonisan hubungan antara pemegang saham dengan manajer (Panda and Leepsa, 2017). Biaya keagenan bisa dilihat sebagai kerugian bagi para pemegang saham yang muncul karena *divergence of interest* antara para pemegang saham dengan manajer korporasi (McColgan, 2001). Manajer memikul semua biaya kegagalan dalam mengejar tujuan perusahaan untuk memaksimalkan nilai perusahaan, sedangkan manajer hanya memperoleh sebagian kecil manfaat yang diterima dari keberhasilan perusahaan kemudian mendorong manajer untuk mengejar kepentingan

pribadi yang lebih menguntungkan sebagai prioritas utama dalam menjalankan operasi perusahaan dan membuat keputusan manajemen.

Studi empirik yang dilakukan oleh para ahli manajemen keuangan telah berupaya untuk menjelaskan pengaruh dari keberadaan arus kas bebas terhadap peningkatan biaya keagenan perusahaan. Studi (Ang *et al.*, 2000; Singh and Davidson III, 2003; Florackis and Ozkan, 2009; Mcknight and Weir, 2009; Henry, 2010; Wang, 2010; Rashid, 2015) telah menguatkan temuan bahwa perusahaan-perusahaan yang kaya arus kas bebas memiliki konsekuensi terhadap meningkatnya biaya keagenan perusahaan.

Ang *et al.* (2000) menggunakan data Survey Nasional Pembiayaan Perusahaan Kecil yang dipublikasikan oleh Dewan Gubernur Bank Sentral Amerika di tahun 1997 dengan sampel sebanyak 1.708 perusahaan kecil. Studi ini menggunakan dua alternatif ukuran terhadap biaya keagenan perusahaan. Pertama, biaya keagenan diukur dengan menggunakan pengeluaran secara berlebihan terhadap konsumsi tunjangan untuk manajer. Kedua, menggunakan proksi hilangnya pendapatan yang disebabkan oleh pemanfaatan asset (*asset utilization*) yang tidak efisien yang berasal dari keputusan investasi yang buruk. Hasil studi empiriknya menunjukkan beberapa temuan: (1) Biaya keagenan meningkat secara signifikan ketika manajer berasal dari luar perusahaan dari pada berasal dari dalam

perusahaan. (2) Biaya keagenan menurun ketika manajer memiliki kepemilikan saham di perusahaan dan terdapat hubungan terbalik antara biaya keagenan dengan kepemilikan manajerial. (3) Biaya keagenan meningkat sejalan dengan jumlah para pemegang saham yang bukan manajer. (4) Pada tingkat yang lebih rendah, biaya keagenan menjadi lebih kecil ketika terjadi pengawasan yang lebih besar oleh Bank.

Singh and Davidson III (2003) memberikan bukti yang melengkapi studi yang dilakukan oleh Ang *et al.* (2000) dengan desain analisis yang berbeda dari penelitian sebelumnya dan menggunakan sampel perusahaan besar. Studi empirik ini menggunakan pendekatan biaya kebijakan manajemen untuk mengukur biaya keagenan perusahaan yang berhubungan dengan pengeluaran terhadap biaya penjualan, biaya umum dan administrasi dari pada biaya operasional sebagai mana yang dilakukan pada penelitian sebelumnya. Biaya penjualan, umum dan administrasi memiliki berhubungan erat dengan fungsi manajemen dan terhadap penjualan produk. Hasil studi ini melengkapi bukti-bukti temuan pada penelitian sebelumnya dengan obyek penelitian pada perusahaan besar yang diperdagangkan di bursa. Kepemilikan manajemen berhubungan positif terhadap pemanfaatan asset, tetapi tidak berfungsi secara signifikan untuk mencegah biaya kebijakan secara berlebihan. Kepemilikan saham blok oleh pemegang saham luar hanya

memiliki pengaruh yang terbatas dalam mengurangi biaya keagenan.

Wang (2010) menguji pengaruh arus kas bebas terhadap biaya keagenan pada perusahaan public yang terdaftar di *Taiwan Stock Exchange* dengan menggunakan enam proksi biaya keagenan. Hasil studi empiriknya menunjukkan bahwa arus kas bebas memiliki dampak yang signifikan pada biaya keagenan dengan dua pengaruh yang berlawanan. Arus kas bebas dapat menimbulkan biaya keagenan karena konsumsi tunjangan yang berlebihan dan perilaku malas dari manajer yang berdampak meningkatkan biaya keagenan

Berdasarkan analisis dan evaluasi terhadap beberapa studi teoritik dan empirik yang telah dikemukakan sebelumnya, maka hipotesis penelitian tentang pengaruh arus kas bebas terhadap biaya keagenan dapat dirumuskan sebagai berikut.

H₁: Arus kas bebas perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap biaya keagenan

Model regresi untuk menganalisis dan menguji hiptesis H₁ sebagaimana yang digunakan oleh (Ang *et al.*, 2000; Singh and Davidson III, 2003; Henry, 2010; Wang, 2010) diformulasikan sebagai berikut.

$$AssetsT_{it} = \alpha_0 + \beta_1 FCF_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 ROA_{it} + \beta_4 LEVERAGE_{it} + \beta_5 GROWTH_{it} + \varepsilon_{it} \dots (1)$$

$$OperEx_{it} = \alpha_0 + \beta_1 FCF_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 ROA_{it} + \beta_4 LEVERAGE_{it} + \beta_5 GROWTH_{it} + \varepsilon_{it} \dots (2)$$

$$NOIVol_{it} = \alpha_0 + \beta_1 FCF_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 ROA_{it} + \beta_4 LEVERAGE_{it} + \beta_5 GROWTH_{it} + \varepsilon_{it} \dots (3)$$

$$NIVol_{it} = \alpha_0 + \beta_1 FCF_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 ROA_{it} + \beta_4 LEVERAGE_{it} + \beta_5 GROWTH_{it} + \varepsilon_{it} \dots (4)$$

$$FCFGrw_{it} = \alpha_0 + \beta_1 FCF_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 ROA_{it} + \beta_4 LEVERAGE_{it} + \beta_5 GROWTH_{it} + \varepsilon_{it} \dots (5)$$

dimana: $i=1,2,\dots,6$. $t=1$. α =Intersep. $\beta_1, \beta_2, \dots, \beta_5$ = Koefisien variable regresi. $AssetsT$ =*Assets Turnover*. $OperEx$ =*Operating Expenses* (Biaya Administrasi, Biaya Pemasaran dan Total Biaya Operasional). $NOIVol$ =*Net Operating Income Volatility*. $NIVol$ =*Net Income*

Volatility. $FCFGrw$ = Interaksi dari *Free Cash Flow* dengan Pertumbuhan Laba. FCF = Arus Kas Bebas. $SIZE$ =Ukuran Perusahaan. ROA =*Return on Assets*. $LEVERAGE$ =Struktur Modal Perusahaan. $GROWTH$ =Pertumbuhan penjualan. ε =*Error*.

Free Cash Flow dan Kebijakan Dividen

Mengapa perusahaan membayar dividen? Berbagai teori telah berkembang untuk menjelaskan teka teki tentang dividen. Menurut Baker *et al.* (2002) paling sedikit ada tiga pendekatan teoritik yang melibatkan ketidaksempurnaan pasar atau friksi yang menjadi acuan teoritik dalam menjelaskan kebijakan dividen yaitu: (1) pajak (2) sinyal dan (3) persoalan keagenan. Interaksi kompleks bisa terjadi antara ketiga pendekatan teoritik ini dan friksi atau ketidaksempurnaan pasar bisa menjadi teori yang relevan dalam menjelaskan kebijakan dividen.

Model teoritik untuk menjelaskan hubungan antara arus kas bebas dengan kebijakan dividen bersumber dari teori keagenan (Jensen and Meckling 1976). Karakteristik perusahaan-perusahaan besar public adalah divergensi kepentingan antara manajer dengan para pemegang saham. Pendekatan teori arus kas bebas versi yang lebih modern mengasumsikan bahwa perusahaan membayar dividen untuk mengatasi persoalan keagenan yang berasal dari pemisahan antara kepemilikan dengan kontrol pada perusahaan besar dengan kepemilikan yang menyebar. Pada perusahaan-perusahaan seperti ini para pemegang saham tidak memiliki kemampuan untuk mengawasi dan mengendalikan semua aktivitas yang dilakukan oleh manajer. Tidak adanya kontrak sempurna dan tata kelola perusahaan yang baik, manajer memiliki dorongan untuk terlibat dalam aktivitas yang

lebih menguntungkan kepentingan pribadi. Solusi yang paling mungkin dari persoalan ini adalah mengurangi uang tunai diskresioner yang tersedia bagi manajer. Jansen (1986) menyatakan pembayaran dividen adalah solusi terbaik untuk mengatasi persoalan keagenan.

Studi teoritik dan empirik (Rozeff, 1982; Facio *et al.*, 2001; Sawicki, 2003; DeAngelo *et al.*, 2004; Brav *et al.*, 2005; Baker and Powell, 2012) telah mendukung penjelasan bahwa dividen memainkan peranan penting dalam mengurangi persoalan keagenan arus kas bebas dan penjarahan arus kas oleh manajer. Studi teoritik dan empirik ini juga memberikan bukti bahwa pasar bereaksi positif terhadap pengumuman kenaikan dividend dan bereaksi negatif terhadap penurunan dividen. Kebijakan dividen telah menjadi instrumen penting dalam mengatasi persoalan asimetri informasi yang berimplikasi terhadap peningkatan kekayaan para pemegang saham dan nilai perusahaan.

Rozeff (1982) mengembangkan model dividen optimal untuk menjelaskan implikasi kebijakan dividen terhadap biaya keagenan dan biaya transaksi pembiayaan eksternal. Studi Rozeff menggunakan 1000 sample dari 64 jenis industri yang berbeda dari data yang dipublikasikan di *Value Line Investment Survey* di tahun 1981. Analisis data pada studi ini menggunakan regresi *cross section*, hasil studi ini menunjukkan bahwa kenaikan dividen berpengaruh menurunkan biaya keagenan tetapi berdampak terhadap kenaikan biaya

transaksi pembiayaan eksternal. Hasil studi ini juga menunjukkan bukti yang konsisten dengan tiga proposisi: (1) kebijakan investasi mempengaruhi penurunan pembayaran dividen karena pembiayaan eksternal untuk investasi yang sangat mahal. (2) perusahaan dengan biaya tetap yang tinggi akan membayar dividen yang lebih rendah untuk menghindari biaya akibat dari pembiayaan eksternal. (3) pembayaran dividen adalah instrument *monitoring* dan *bonding* perusahaan yang berfungsi untuk mengurangi biaya keagenan dan penjarahan arus kas bebas oleh manajer.

Sawicki (2003) melakukan studi empirik tentang kebijakan dividen di delapan negara Asia Timur termasuk Indonesia. Studi ini menguji pengaruh kebijakan dividen pada tingkat perusahaan dan temuan studi ini menunjukkan bahwa pertumbuhan pendapatan di masa lalu, pertumbuhan pendapatan yang diharapkan, kecukupan arus kas, dan asset yang dapat dijaminkan, serta risiko sistematis adalah factor dominan yang menentukan kebijakan dividen di Indonesia. Hasil studi ini juga menunjukkan bahwa perbedaan antar negara dan industry yang berhubungan dengan persoalan legislasi, pajak, struktur kepemilikan, social budaya dan pengaruh politik berpengaruh terhadap kebijakan dividen perusahaan di negara Asia Timur termasuk Indonesia.

DeAngelo *et al.* (2004) mempertanyakan mengapa perusahaan membayar dividen. Studi empirik ini memberikan penjelasan, jika

perusahaan tidak membayar dividen, asset dan struktur modalnya tidak dapat dipertahankan, karena arus kas perusahaan sukses melebihi peluang investasi yang ada. Pembayaran dividen secara signifikan mencegah persoalan keagenan, karena menahan arus kas bebas akan memberikan manajer kewenangan untuk menguasai arus kas yang sangat besar tanpa akses terhadap peluang investasi yang lebih baik, dan tanpa adanya pengawasan tambahan. Studi empirik ini menyarankan perusahaan yang kaya arus kas secara khusus lebih mungkin untuk membayar dividen. Hasil studi ini konsisten dengan teori keagenan bahwa perusahaan membayar dividen untuk menurunkan persoalan keagenan.

Brav *et al.* (2005) melakukan survey terhadap 384 eksekutif keuangan perusahaan di Amerika, baik perusahaan publik dan privat, dengan melakukan wawancara secara mendalam untuk menganalisis dan mengevaluasi factor-faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen perusahaan. Hasil survey terhadap 166 perusahaan yang membayar dividen menunjukkan bahwa 88,1% perusahaan menyatakan ada konsekuensi negatif terhadap penurunan dividen. 93,8% menyatakan perusahaan berusaha untuk menghindari penurunan dividen per lembar saham. 84,1% menyatakan perusahaan mempertahankan kebijakan dividen historisnya. Hasil studi ini menunjukkan bahwa mempertahankan tingkat dividen setara dengan keputusan investasi, sedangkan

pembelian kembali saham dilakukan dari arus kas yang tersisa setelah keputusan investasi. Studi ini menunjukkan stabilitas laba dan arus kas di masa depan adalah factor dominan yang menentukan kebijakan dividen perusahaan.

Baker *and* Powell (2012) melakukan studi empirik kebijakan dividen di Indonesia terhadap perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). Studi ini bertujuan untuk mengeksplorasi persepsi manajer Indonesia tentang kebijakan dividen. Studi ini menginvestigasi factor-faktor yang paling berpengaruh bagi manajer Indonesia terhadap kebijakan dividen perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). Hasil studi ini menunjukkan bahwa factor utama yang paling menentukan kebijakan dividen di Indonesia adalah pola kebijakan dividen di masa lalu, tingkat laba saat ini dan di masa depan yang diharapkan, serta stabilitas laba atau arus kas bebas perusahaan. Hasil studi ini menunjukkan manajer perusahaan di Indonesia melihat kebijakan dividen berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Manajer di Indonesia sepakat terhadap berbagai teori dividen termasuk teori: pajak, sinyal dan keagenan membantu menjelaskan mengapa perusahaan-perusahaan public yang terdaftar di bursa Efek Indonesia (BEI) membayar dividen.

Guizani (2017) melakukan studi empirik tentang pengaruh kebijakan dividen terhadap persoalan keagenan arus kas bebas pada perusahaan yang menerapkan kepatuhan Syariah dengan perusahaan yang tidak menerapkan

kepatuhan Syariah yang terdaftar di *Gulf Co-operation Council (GCC) Country Stock Exchange*. Studi ini dilakukan periode 2009-2014 terhadap 207 perusahaan, hasil penelitian ini menunjukkan bahwa perusahaan yang menganut prinsip Syariah tidak saja membayarkan dividen yang lebih tinggi, namun juga memiliki kemungkinan yang lebih tinggi untuk membayarkan dividen terhadap arus kas bebasnya, dibandingkan dengan yang tidak Syariah. Studi ini konsisten dengan pendekatan teoritis *avoidance of the free cash flow agency problem*

Baker *et al.* (2018) melakukan studi empirik tentang faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen perusahaan Sri Lanka yang terdaftar di *Colombo Stock Exchange (CSE)* periode tahun 2010-2016. Studi ini dilakukan terhadap 190 perusahaan selama 2010-2016, hasil penelitian menunjukkan bahwa kebijakan dividen perusahaan dipengaruhi oleh beberapa factor seperti: ukuran perusahaan, pengaruh industri, laba perusahaan, dividen di masa lalu, profitabilitas, peluang investasi, modal kerja bersih, struktur kepemilikan dan arus kas bebas perusahaan. Studi ini menunjukkan perusahaan yang memiliki kelebihan arus kas bebas yang cukup besar memiliki kemungkinan yang lebih besar untuk membayarkan dividen kepada para pemegang saham.

Berdasarkan analisis dan eksplorasi terhadap beberapa studi teoritik dan empirik

yang telah dikemukakan sebelumnya, maka hipotesis penelitian tentang

pengaruh arus kas bebas terhadap kebijakan dividen dapat dirumuskan sebagai berikut.

H_{2a}: Arus kas bebas berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen perusahaan.

H_{2b}: Perusahaan yang memiliki kelebihan arus kas bebas memiliki kemungkinan yang lebih besar untuk membayar dividen kepada para pemegang saham.

Model regresi untuk menguji dan menganalisis hipotesis H_{2a} menggunakan metode regresi *ordinary least square*, sedangkan untuk menguji hipotesis H_{2b} digunakan metode *logistic regression* yang dirumuskan sebagai berikut.

$$DPS_{it} = \alpha_0 + \beta_1 FCF_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 ROA_{it} + \beta_4 LEVERAGE_{it} + \beta_5 GROWTH_{it} + \varepsilon_{it} \dots \dots \dots (6)$$

$$DPR_{it} = \alpha_0 + \beta_1 FCF_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 ROA_{it} + \beta_4 LEVERAGE_{it} + \beta_5 GROWTH_{it} + \varepsilon_{it} \dots \dots \dots (7)$$

$$PAY_{it} = \ln\left(\frac{p}{1-p}\right) = \alpha_0 + \beta_1 FCF_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 ROA_{it} + \beta_4 LEVERAGE_{it} + \beta_5 GROWTH_{it} + \varepsilon_{it} \dots \dots (8)$$

Nilai kemungkinan bagi perusahaan untuk membayar dividen diformulasikan sebagai berikut.

$$p = \frac{1}{1 + e^{-(\alpha_0 + \beta_1 FCF_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 ROA_{it} + \beta_4 LEVERAGE_{it} + \beta_5 GROWTH_{it})}}$$

dimana: $i=1,2,\dots,6$. $t=1$. α =Intersep.
 $\beta_1, \beta_2, \dots, \beta_5$ = Koefisien variable regresi. DPS =Dividend per Share.
 DPR =Dividend Payout Ratio.
 PAY =Dummy perusahaan yang membayar dividen. p = probabilitas.
 FCF = Arus Kas Bebas. $SIZE$ =Ukuran Perusahaan. ROA = Return on Asset.
 $LEVERAGE$ =Struktur Modal Perusahaan. $GROWTH$ =Pertumbuhan penjualan. ε =Error.

METODE PENELITIAN

Populasi dan Sampel Penelitian

Populasi penelitian ini adalah perusahaan industri manufaktur yang telah *go public* dan terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada periode tahun 2020 yang berjumlah sebanyak 144 perusahaan. Berdasarkan data yang tercatat pada periode tersebut jumlah Industri Dasar dan Kimia sebanyak 66 atau 46%. Aneka Industri sebanyak 41 atau 28% dan Industri Barang Konsumsi sebanyak 37 atau 26% (sumber: *IDX Fact Book* 2020).

Sampel pada penelitian ini meliputi: sektor industri dasar dan kimia, aneka

industri, dan industri barang konsumsi. Berdasarkan hasil perhitungan teknik pengambilan sampel dengan menggunakan metode Slovin, maka jumlah sampel perusahaan yang diteliti setelah dilakukan perhitungan berjumlah sebesar 106 perusahaan. Teknik sampling yang dilakukan dalam penelitian ini, menggunakan metode *purposive stratified random sampling*, dengan kriteria yang ditetapkan. Diantaranya perusahaan sudah tercatat sebagai perusahaan publik pada tahun 2020 sebagai tahun observasi. Perusahaan harus memiliki laporan keuangan lengkap.

Definisi Operasional Variabel

Tabel 1. Definisi Operasional Variabel dan Pengukurannya

No	Jenis Variabel	Nama Variabel	Singkatan	Pengukuran
1	Variabel Dependen	Biaya Keagenan		
		Assets Turnover Biaya	<i>AssetsT</i>	<i>Sales/Assets</i>
		Operasional	<i>OperEx</i>	<i>Operating Expenses/Sales</i>
		Volatilitas NOI	<i>NOIVol</i>	Standar Deviasi (<i>NOI/Sales</i>)
		Volatilitas NI	<i>NIVol</i>	Standar Deviasi (<i>NI/Sales</i>)
		Interaksi FCF	<i>FCFGrw</i>	<i>Free Cash Flow x Sales Growth</i>
		Dividen		
		Div.Per Lembar Saham	<i>DPS</i>	Jumlah Dividen/Jumlah Saham
		<i>Div.Payout Ratio</i>	<i>DPR</i>	Dividen/Laba Bersih
		<i>Dummy Dividend</i>	<i>PAY</i>	Perusahaan yang bayar dividen=1, sebaliknya=0
2	Variabel Independen	Arus Kas Bebas	<i>FCF</i>	(Laba Operasi sebelum Pajak-Pajak- Bunga - Dividen)/Tot. Aktiva
		Ukuran Perusahaan	<i>SIZE</i>	(ln Total Aktiva)
3	Variabel Kontrol	Profitabilitas	<i>ROA</i>	(Laba Bersih/Total Aktiva)
		Struktur Modal	<i>LEVERAGE</i>	(Total Hutang/Total Aktiva)
		Pertumbuhan Penjualan	<i>GROWTH</i>	$(Sale_t - Sale_{t-1} / Sale_{t-1})$

HASIL DAN PEMBAHASAN

Statistik Deskriptif dan Korelasi

Tabel 2 menyajikan hasil analisis statistic deskriptif dan korelasi variable arus kas bebas dengan biaya keagenan (*agency cost*). *Free cash flow* memiliki nilai rata-rata sebesar 5,34% dan besar volatilitasnya diukur dengan standard deviasi mencapai 16,16%, mengindikasikan fluktuasi arus kas bebas perusahaan manufaktur cukup besar. *Free cash flow* memiliki korelasi positif dan signifikan dengan biaya keagenan pada tingkat 5% dan 1% ketika diukur dengan variable total biaya operasi dan volatilitas laba bersih

operasi. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan dengan arus kas bebas meningkatkan biaya keagenan dengan peluang investasi yang lebih buruk (Jensen, 1986). *Free cash flow* sebagai sumber konflik kepentingan yang semakin meningkat dalam hubungan keagenan mendorong meningkatnya biaya keagenan (Jensen and Meckling, 1976; Bathala, Moon and Rao, 1994; Zang, Cau, Dickinson and Kutan, 2016). Keberadaan persoalan keagenan arus kas bebas meningkatkan perilaku oportunistis manajemen (Ramalingegowda and Yu, 2012; Gao, 2013).

Tabel 2. Descriptive Statistics and Correlation

	ASSETTO	ADMEXP	MAREXP	OPETEXP	NOIVOL	NIVOL	FCF
<i>Mean</i>	0.947609	0.097846	0.090082	0.170161	0.212715	0.176848	0.053428
<i>Median</i>	0.808965	0.057289	0.050198	0.118327	0.227850	0.156247	0.014040
<i>Maximum</i>	6.332663	1.338706	0.631490	1.789342	0.680801	1.363013	1.286562
<i>Minimum</i>	0.043487	0.000000	0.000172	0.000482	0.000000	0.000000	0.000000
<i>Std. Dev.</i>	0.768258	0.158238	0.117818	0.209097	0.164605	0.193456	0.161619
<i>Asset Turnover</i>	1						
<i>Administ. Exp.</i>	-0.257955*	1					
<i>Marketing Exp.</i>	-0.113107	0.475521**	1				
<i>Operational Exp.</i>	-0.244928*	0.857624**	0.612684**	1			
<i>NOI Volatility</i>	0.046240	-0.198026*	0.133018	-0.130212	1		
<i>NI Volatility</i>	-0.018181	-0.115029	0.106643	-0.076021	0.665251**	1	
<i>Free Cash Flow</i>	-0.142093	-0.043908	0.142434	0.045199*	0.249201**		
0.454067	1						

*, ** Significance at 5%, and 10%

Tabel 3. menyajikan lanjutan statistic deskriptif dan korelasi variable *free cash flow* dengan dividen. Kebijakan dividen ketika diukur dengan variable *dividend payout ratio* menunjukkan nilai rata-rata sebesar 23,83% dengan volatilitas sebesar 36,21%, mengindikasikan bahwa industry manufaktur mengimplementasikan kebijakan *payout* relative kecil kepada para pemegang saham dan menahan sebagian arus kas yang dihasilkan perusahaan untuk tujuan investasi yang berdampak terhadap kenaikan *capital gain* untuk meningkatkan nilai perusahaan. Hal ini sejalan dengan penelitian Pinkowitz, Stulz and Williamson (2001), perusahaan dengan kelebihan arus kas

memiliki pengeluaran modal yang lebih tinggi, bahkan dengan peluang investasi NPV negatif. Pembayaran dividen yang relative kecil menunjukkan bahwa perusahaan menahan arus kas yang lebih besar untuk melakukan strategi diversifikasi perusahaan (Berger and Han, 2003). Perusahaan yang menimbun arus kas bebas memiliki kecenderungan untuk melakukan *over-investment* (Richardson, 2006; Malmendier and Tate, 2005). Studi empiris Stulz (1990) menyatakan perusahaan yang kaya arus kas dengan pengawasan yang rendah berpotensi untuk melakukan investasi yang menguntungkan kepentingan manajemen

Tabel 3. Descriptive Statistics and Correlation

	DPR	DPS	SIZE	ROA	LEVERAG	SALEGRO	FCF x SGR
<i>Mean</i>	0.238306	98.96820	22.69882	0.057380	0.573366	0.108053	0.003828
<i>Median</i>	0.000000	1.833544	24.89715	0.027871	0.479422	0.053236	2.86E-05
<i>Maximum</i>	2.263518	2634.551	31.07704	0.716026	5.073297	0.678338	0.060148
<i>Minimum</i>	0.000000	0.000000	12.49918	0.000000	0.083064	0.000000	0.000000
<i>Std. Dev.</i>	0.362176	369.8050	5.596785	0.109630	0.574758	0.144386	0.008555
<i>DPR</i>	1						
<i>DPS</i>	0.312891*	1					
<i>Size</i>	-0.038225	-0.139727	1				
<i>ROA</i>	0.257015*	0.115714	-0.247035*	1			
<i>Leverage</i>	-0.220262*	-0.080018	-0.073084	-0.18834	1		
<i>Sale Growth</i>	-0.155730	-0.082915	0.073279	-0.086044	-0.078950	1	
<i>FCF x SGR</i>	0.001691	-0.030975	0.094730	0.091247	-0.171096		1
0.450624**	1						

*, ** Significance at 5%, and 10%

Hasil Empiris Pengaruh Arus Kas Bebas Terhadap Biaya Keagenan

Tabel 4 menunjukkan arus kas bebas (*free cash flow*) berpengaruh positif dan signifikan terhadap biaya keagenan ketika diukur dengan *variable asset turnover*. Koefisien estimasi *asset turnover* bertanda positif dan signifikan pada tingkat kesalahan 5% (5.5908, $t = 2.4031$, $p\text{-value}=0,0181<0,05$). Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian (McKnight and Weir, 2009; Florackis and Ozkan, 2015), arus kas bebas berpengaruh signifikan terhadap biaya keagenan ketika diukur dengan *asset turnover*, namun arah pengaruh dari arus kas bebas terhadap biaya keagenan berlawanan dengan hasil penelitian ini. Studi ini memberikan dukungan yang

kuat terhadap hasil penelitian (Ang *et al.*, 2000; Singh and Davidson III, 2003) bahwa biaya keagenan terjadi pada semua perusahaan baik yang berskala kecil maupun besar, meskipun struktur kepemilikannya berbeda, baik bagi pemegang saham mayoritas sebagai pengendali kepentingan ataupun pemegang saham minoritas. Hasil studi ini juga mendukung studi Hubbard (1998), bahwa perusahaan dengan kelebihan arus kas bebas terlibat dalam pengeluaran yang sia-sia. Penelitian ini juga memberikan dukungan empiris terhadap penelitian Harford (1999), bahwa keputusan investasi akuisisi yang dilakukan oleh perusahaan yang memiliki kelebihan arus kas bebas disebabkan oleh factor biaya keagenan dari arus kas bebas.

Table 4. Hasil Regresi Free Cash Flow Terhadap Biaya Keagenan

Variable	Model			
	AssetTurn	Adm. Exp	Mark. Exp	Opr. Exp
<i>Intercept</i>	1.7423 (1.6799)	0.0336 (0.1 444)	-0.0968 (-0.5557)	0.5803 (3.0084)
<i>Free Cash Flow</i>	5.5908 (2.4031)*	-0.6894 (-1.3189)	0.2605 (0.6663)	0.2045 (0.4727)
<i>Size</i>	-0.2113 (-0.7848)	0.0387 (0.6405)	0.0402 (0.8897)	0.0210 (0.4209)
<i>Return on Asset</i>	0.8525 (1.3314)	-0.0669 (-0.4652)	0.0422 (0.3929)	0.0056 (0.0473)
<i>Leverage</i>	0.3300 (0.9116)	0.0248 (0.3057)	0.0152 (0.2506)	0.1268 (1.8841)
<i>Sale Growth</i>	-1.6502 (-3.8034)	-0.0202 (-0.2076)	0.0147 (0.2029)	0.0127 (0.1575)
Sample	106	106	106	106
R ²	0.1807	0.0251	0.0164	0.0357
F-statistic	4.4125	0.5164	0.3336	0.7410

*, ** Significance at 5% and 10%

Tabel 5. Hasil Regresi Free Cash Flow Terhadap Biaya Keagenan

Variable	Model		
	NOIVol	NIVol	FCF x EGrow
<i>Intercept</i>	0.4511 (3.2302)*	0.3866 (2.9426)*	-0.0033 (-0.2148)
<i>Free Cash Flow</i>	0.6625 (2.1147)*	1.9098 (6.4792)**	0.1686 (4.7554)**
<i>Size</i>	-0.0074 (-0.2061)	0.0040 (0.1182)	0.0034 (0.8474)
<i>Return on Asset</i>	0.6714 (7.7864)**	0.5071 (6.2512)**	-0.0130 (-1.3383)
<i>Leverage</i>	-0.1164 (-2.3887)*	-0.0255 (-0.5570)	-0.0006 (-0.1134)
<i>Sale Growth</i>	0.0164 (0.2808)	0.0217 (0.3963)	0.0043 (0.6603)
Sample	106	106	106
R ²	0.4362	0.4743	0.2063
F-statistic	15.475	18.050	52.015

*, ** Significance at 5% and 10%

Tabel 5 menyajikan kelanjutan dari analisis regresi *ordinary least square* dari pengaruh arus kas bebas terhadap biaya keagenan yang diukur dengan 3 (tiga) variable berbeda yaitu: volatilitas laba operasi (NOIVol), volatilitas laba bersih (NIVol) dan interaksi antara arus kas bebas dengan pertumbuhan laba operasi (FCF x EGrow). Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa arus kas bebas juga berpengaruh positif dan signifikan terhadap biaya keagenan ketika diukur dengan ketiga variable tersebut. Koefisien estimasi *net operating income volatility* signifikan pada tingkat 5%. (0,6625, $t=2,1147$, $p\text{-value}=0,0369$). Koefisien estimasi *net operating volatility* dan interaksi antara arus kas bebas dengan pertumbuhan laba operasi masing-masing signifikan pada tingkat 1% (1,9098, $t=6,4792$, $p\text{-value}=0,0000$; 0,1686, $t=4,7554$, $p\text{-value}=0,000$). Hasil penelitian ini sejalan dengan studi teoritis Panda and Leepsa (2017) tentang biaya keagenan dari arus kas bebas. Studi ini mendukung penelitian Florackis and Ozkan (2009), bahwa arus kas bebas mendorong manajemen memperkuat *entranchment effect* yang berdampak terhadap peningkatan biaya keagenan, menggunakan eksekusi arus kas bebas untuk tujuan investasi guna meningkatkan pertumbuhan perusahaan. Penelitian ini memperkuat hasil penelitian Stulz (1990) dengan memberikan dukungan empiris bahwa perusahaan dengan kelebihan arus kas bebas cenderung menghamburkan kas untuk membangun *empire building* atas beban dari para

pemegang saham. Hasil penelitian ini sejalan dengan studi teoritis *free cash flow hypothesis* (Jensen, 1986) dan menolak kesimpulan empiris dari penelitian Wang (2010). Manajer dengan arus kas bebas yang berlebihan akan menginvestasikannya pada proyek-proyek dengan *net present value* (NPV) negatif, daripada mendistribusikannya sebagai dividen kepada para pemegang saham.

Hasil Empiris Pengaruh Arus Kas Bebas Terhadap Dividen

Tabel 6 menunjukkan hasil analisis regresi *ordinary least square* untuk menguji pengaruh arus kas bebas (*free cash flow*) terhadap kebijakan dividen dan *logistic regression* untuk menguji kemungkinan bagi perusahaan yang memiliki kelebihan arus kas untuk membayar dividen yang lebih besar. Hasil penelitian menunjukkan bahwa arus kas bebas (*free cash flow*) berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen baik diukur dengan *dividend payout ratio* (DPR) dan *dividend per share* (DPS). Koefisien estimasi *dividend payout ratio* dan *dividend per share* masing-masing signifikan pada tingkat 5% (1,5482, $t=2,5358$, $p\text{-value}=0,0128<0,05$; 56,221, $t=3,4299$, $p\text{-value}=0,0009<0,05$). Hasil penelitian ini sejalan dengan teori *dividend information content hypothesis* yang menunjukkan bahwa dividen memberikan sinyal ke pasar tentang prospek perusahaan (Ross, 1977). Studi ini juga sejalan dengan studi teoritis Lintner (1956), risiko investasi saham menurun ketika

perusahaan membayar dividen karena dividen lebih pasti dibandingkan dengan *capital gain*. Investor bereaksi terhadap pembayaran dividen oleh perusahaan yang memiliki kelebihan arus kas bebas yang tercermin pada perubahan harga sahamnya di pasar. Penelitian ini mendukung hasil penelitian (Sawicki, 2003; Baker and

Powell, 2012), perusahaan membayar dividen untuk mengatasi persoalan keagenan yang bersumber dari pemisahan kepemilikan dan control pada perusahaan moderen. Studi ini juga sejalan dengan studi empiris DeAngelo *et al.* (2004), pembayaran dividen

Tabel 6. Hasil Regresi Free Cash Flow Terhadap Dividen

Variable	Model		
	DPR	DPS	PAY
Intercept	0.8140 (2.9909)*	12. 293 (1.6823)	-2.1751 (-0.6211)
Free Cash Flow	1.5482 (2.5358)*	56.221 (3.4298)*	25.454 (3.0734)*
Size	-0.0615 (-0.8703)	-2.9829 (-1.5724)	-0.5513 (-0.6549)
Return on Asset	0.1962 (1.1675)	1.4053 (0.3115)	4.2540 (1.7275)
Leverage	-0.0284 (-0.2995)	-3.2446 (-1.2720)	-0.8055 (-0.7532)
Sale Growth	0.0487 (0.4283)	2.3807 (0.7787)	1.4967 (1.1159)
Sample	106	106	106
R-square	0.0833	0.1518	
F-statistic	1.8178	3.5799	
R ² _{McFadden}			0.1255
LR Statistic			18.434

*, ** Significance at 5% and 10%

Hasil analisis *logistic regression* pada Tabel 6 menunjukkan bahwa perusahaan yang memiliki kelebihan arus kas bebas memiliki kemungkinan yang lebih besar untuk membayar dividen. Koefisien variable dividen signifikan pada tingkat 5% ($z=3,0735$, $p\text{-value}=0,0021<0,05$). Besarnya koefisien *pseudo* R^2 diukur dari ($R^2_{\text{McFadden}} = 0,1255$), menunjukkan bahwa besarnya variable bebas mempengaruhi kebijakan dividen sebesar 12,55% sisanya dijelaskan oleh variable lain. Hasil uji statistik *likelihood ratio* ($LR\text{-test} = 18,343$, $p\text{-value}=0,00245<0,05$) menunjukkan bahwa semua variable dalam model mampu menjelaskan sebanyak 18,34% kebijakan dividen perusahaan manufaktur di Indonesia. *Goodness of fit* dari model diukur dari nilai *Akaike Information Criteria* ($AIC=1,3241$), menunjukkan bahwa kualitas relative model memberikan dukungan yang sangat kuat terhadap kebijakan dividen (Burnham and Anderson, 2003).

Prediksi nilai kemungkinan bagi perusahaan yang memiliki kelebihan arus kas bebas untuk membayar dividen dengan asumsi variable lainnya tetap sebesar 99,99%. Indikator ini menunjukkan bahwa perusahaan yang memiliki kelebihan arus kas bebas menggunakan hampir semua uangnya untuk membayar dividen. Hasil penelitian ini menolak kesimpulan empiris penelitian Guizani (2017), bahwa perusahaan yang menganut kepatuhan Syariah membayar dividen yang lebih tinggi dibandingkan yang tidak menganut kepatuhan. Hasil penelitian ini

memberikan dukungan empiris terhadap teori *free cash flow hypothesis* (Jensen, 1986), ketika tidak terdapat peluang investasi yang menguntungkan, maka perusahaan yang memiliki kelebihan arus kas bebas, lebih baik mendistribusikan uangnya kepada para pemegang saham yang berdampak langsung terhadap nilai perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa, kebijakan dividen memiliki kandungan informasi yang memberi sinyal penting, karena berhubungan langsung dengan reaksi investor terhadap nilai perusahaan.

SIMPULAN DAN SARAN

Penelitian ini memberikan dukungan empiris terhadap teori biaya keagenan arus kas bebas. Ketika kepentingan manajer tidak sejalan dengan kepentingan para pemegang saham dan mekanisme pengendalian perusahaan tidak berjalan secara efektif, maka manajer akan berusaha untuk mencapai tujuan yang lebih menguntungkan kepentingan pribadinya dengan menjarah arus kas bebas perusahaan. Manajer perusahaan yang memiliki arus kas bebas (*free cash flow*) tinggi dan peluang pertumbuhan rendah, cenderung berinvestasi dalam proyek NPV negatif dan menggunakan pengeluaran biaya diskresioner dalam meningkatkan pendapatan untuk menyamarkan efek investasi yang tidak memaksimalkan nilai perusahaan.

Hasil penelitian ini mendukung teori kandungan informasi dividen, ketika struktur pasar modal yang dipengaruhi oleh asimetri informasi,

dimana investor tidak memiliki kualitas informasi yang baik untuk membuat keputusan dibandingkan dengan manajer, maka dividen dapat menjadi sinyal yang handal untuk menyampaikan informasi tentang prospek kualitas perusahaan. Distribusi arus kas bebas sebagai dividen memungkinkan bagi manajer untuk memberi sinyal kepada pasar tentang kualitas sebenarnya dari perusahaan mereka yang berdampak terhadap nilai perusahaan, karena dividen lebih memberikan kepastian dibandingkan dengan *capital gain*.

Kemungkinan bagi perusahaan manufaktur di Indonesia yang memiliki kelebihan arus kas bebas untuk membayar dividen sangat besar. Pasar lebih menyukai komitmen perusahaan yang membayar dividen untuk mengurangi persoalan keagenan arus kas bebas yang disebabkan oleh konflik kepentingan antara pemegang saham dengan manajer. Pasar dapat berfungsi sebagai mekanisme pengawas yang baik terhadap keputusan perusahaan, karena dapat memberikan hukuman bagi perusahaan yang menghambur-hamburkan uang kas dengan tidak membayar dividen yang terrefleksikan secara langsung pada harga saham perusahaan.

Perusahaan manufaktur di Indonesia perlu merumuskan dengan tepat strategi kebijakan dividen perusahaan untuk mencegah manajer menggunakan kelebihan arus kas bebas untuk mengembangkan perusahaan di luar ukuran optimalnya, karena ukuran perusahaan yang lebih besar menciptakan control sumberdaya

yang lebih besar ditangan manajer dan menciptakan tuntutan kompensasi yang lebih besar. Pembayaran dividen dapat mencegah penjarahan arus kas bebas perusahaan untuk kepentingan pribadi manajer yang memiliki dorongan kuat untuk melakukan investasi kelebihan arus kas bebas perusahaan pada aktivitas yang menurunkan nilai perusahaan.

Pembayaran dividen menyampaikan informasi ke pasar dan memberi signal kepada investor tentang kondisi kesehatan finansial perusahaan serta kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban finansial kepada para kreditur dan pemegang saham bahwa perusahaan memiliki arus kas yang memadai untuk mendukung kebijakan dividen tanpa meningkatkan kemungkinan terhadap kesulitan finansial perusahaan dan kebangkrutan. Beberapa studi empirik telah membuktikan bahwa pasar bereaksi terhadap pengumuman dividen perusahaan. Investor bereaksi positif terhadap pengumuman dividen perusahaan dan pembayaran dividen terbukti meningkatkan harga pasar saham perusahaan dan mencegah penyalahgunaan kelebihan arus kas bebas untuk kepentingan pribadi manajer.

Dividen dapat menjadi instrument kebijakan strategis perusahaan ketika terdapat persoalan keagenan arus kas bebas pada perusahaan. Hipotesis *overinvestment* memberikan penjelasan yang lebih baik tentang pentingnya perusahaan manufaktur di Indonesia untuk membayar dividen ketika terdapat persoalan keagenan

arus kas bebas dalam perusahaan. Pasar memberi ganjaran pada perusahaan yang memilih untuk membayar dividen untuk membatasi kecenderungan manajer untuk melakukan investasi yang berlebihan pada proyek yang memiliki *net present value* (NPV) negatif terhadap arus kas bebas yang berlebihan dalam perusahaan.

DAFTAR PUSTAKA

- Ang, J.S., Cole, R.A., and Lin, J.W. (2000). Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Finance*. Vol. LV No.1
- Baker, H.K., and Powell, G.E. (1999). How Corporate Managers View Dividend Policy. *Quarterly Journal of Business and Economics*. Vol. 38, No.2, 17-35.
- Baker, H.K., Gail E.F., and Edelman, R.B. (1985). A Survey of Management Views on Dividend Policy. *Financial Management* Vol. 14 No.3, 78-8.
- Benartzi, S., Michaely, R., and Thaler, R. (1997). Do Changes in Dividends Signal the Future or the Past? *Journal of Finance*. Vol. 52, Issue 3, 1007-1034.
- Black, F. (1976). Dividend Puzzle. *Journal of Portfolio Management*. Vol. 2, 5-8.
- Brav, A., Graham, J.R., Harvey, C.R. and Michaely, R. (2005). Payout policy in the 21st century. *Journal of Financial Economics*. Vol. 77, issue 3, 483-527.
- Brigham, E.F., and Ehrhardt, M.C. (2017). *Financial Management Theory and Practice 15th edition*. Cengage Learning, USA.
- Chung, K.H., Wright, P., and Charoenwong, C. (1998). Investment opportunities and market reaction to capital expenditure decisions. *Journal of Banking and Finance*. Vol. 22, Issue 1, 40-60.
- DeAngelo, H., and DeAngelo, L. (2007). Payout Policy Pedagogy: What Matters and Why. *European Financial Management*. Vol. 13, Issue 1, 11-27.
- Fabozzi, F.J., and Drake, P.P. (2009). *Finance, Capital Market and Investment Management*. John Wiley & Son, New Jersey, USA.
- Fama, E.F., and Blasiak, H. (1968). Dividend Policy: An Empirical Analysis. *Journal of American Statistical Association*. Vol. 16, Issue 324, 1132-1161.
- Fama, E.F., and French, K.R. (2001). Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay? *Journal of Financial Economics*. Vol. 60, Issue 1, 3-43.
- Garner, J.L., Nam, J., and Otto, R.E. (2002). Determinants of corporate growth opportunities of emerging firms. *Journal of Economics and Business*. Vol. 54, Issue 1, 73-93.
- Griffin, J.M., Kelly, P.J., and Nardari, F. (2010). Do Market Efficiency Measures Yield Correct Inferences? A Comparison of Developed and Emerging Markets. *The Review of Financial Studies*. Vol. 23, Issue 8, 3225-3277.
- Grullon, G., Michaely, R., Benartzi, S. and Thaler, R.H. (2005). Dividend Changes Do Not Signal Changes in

- Future Profitability. *Journal of Business*. Vol. 78. No.5
- Guizani, M. (2017). Free cash flow, agency cost and dividend policy of sharia-compliant and non-sharia-compliant firms. *International Journal of Economics and Management*. Vol. 11 issue 2, 355-370
- Jensen, M.C. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *The American Economic Review*. Vol. 76, No. 2, 323-329.
- Jensen, M.C. (1988). Takeovers: Their Causes and Consequences. *Journal of Economics Perspective*. Vol.2 No. 1, 21-48.
- Lang, L.H.P., Walkling, R.A., and Stulz, R.M. (1991). A Test of the Free Cash Flow Hypothesis: The Case of Bidder Returns. *Journal of Financial Economics*. Vol. 29, 315-335.
- Lintner, J. (1956) Distribution of Incomes of Corporations among Dividends, Retained Earnings, and Taxes. *The American Economic Review*, 2, 97-113.
- Maloney, M., McCormick, R., and Mitchell, M. (1993). Managerial Decision Making and Capital Structure. *Journal of Business*. Vol. 66, Issue 2, 189-217.
- Mancinelli, L., and Ozkan, A. (2006). Ownership structure and dividend policy: Evidence from Italian firms. *European Journal of Finance*. Vol. 12, Issue 3, 265-282.
- Miller, M.H. and Scholes, M.S. (1982). Dividends and Taxes: Some Empirical Evidence. *Journal of Political Economy*, 90, 1118-1141.
- Miller, M.H., and Modigliani, F. (1961). Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares. *The Journal of Business*, Vol. 34, No. 4. 411-433
- Murphy, K. (1985). Corporate performance and managerial remuneration: An empirical analysis. *Journal of Accounting and Economics*. Vol. 7, issue 1-3, 11-42.
- Pruitt, S.W., and Gitman, L.J. (1991). The Interactions between the Investment, Financing, and Dividend Decisions of Major U.S. Firms. *The Financial Review*. Vol. 26, Issue 3, 409-430
- Shleifer, A., and Vishny, R.W. (1989). Management entrenchment: The case of manager-specific investments. *Journal of Financial Economics*. Vol. 25, issue 1, 123-139.
- Singh, M and Davidson III, W.N. (2003). Agency costs, ownership structure and corporate governance mechanisms.