

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

A. Landasan Teori

1. Agency theory.

Dalam suatu perusahaan sering terjadi konflik yang disebabkan oleh hubungan keagenan atau *agency relationship*. Pada *agency theory* yang disebut *principal* adalah manajemen yang mengelola perusahaan. Dalam manajemen keuangan, tujuan utama perusahaan adalah memaksimalkan kemakmuran pemegang saham. Berdasarkan hal tersebut maka manajer yang diangkat oleh pemegang saham harus bertindak untuk kepentingan pemegang saham, tetapi ternyata sering ada konflik antara manajemen dan pemegang saham.

Pemisahan antara pemilik dengan yang mengelola perusahaan dalam perusahaan moderen mempunyai potensi pada permasalahan (konflik) keagenan antara pemilik (*owner/outsider*) dengan pihak manajer (*agent/insider*) dan antara pemilik dengan pemegang uang (*debt/bondholders*). Konflik tersebut dapat diminimumkan dengan suatu mekanisme pengawasan, dimana dengan adanya mekanisme pengawasan ini mamunculkan suatu biaya yang disebut biaya keagenan atau *agency cost*. *Agency cost* dipengaruhi oleh bagaimana proporsi kepemilikan dalam perusahaan akan mengakibatkan perubahan dalam struktur modal perusahaan.

Ada beberapa alternatif yang dapat mengurangi biaya keagenan atau *agency cost*. Alternatif pertama yaitu dengan meningkatkan kepemilikan saham perusahaan oleh manajemen. Kepemilikan ini akan mensejajarkan kepentingan manajemen dengan pemegang saham (Jensen and Meckling, 1976). Alternatif kedua adalah dengan meningkatkan *dividend payout ratio*, sehingga tidak tersedia cukup banyak *free cash flow* dan manajemen dipaksa untuk mencari pendanaan dari luar (sumber dana eksternal) untuk membiayai investasinya. *Free cash flow* merupakan ketersediaan dana dalam jumlah yang melebihi kebutuhan untuk pendanaan investasi yang menguntungkan. Apabila laba yang diperoleh dibagi sebagai dividen, maka kebutuhan investasi harus dicari dari sumber dana eksternal. Pembiayaan eksternal ini akan meningkatkan pengawasan oleh pihak eksternal seperti pengawas pasar modal, *investment banker* dan investor (Crutchley and Hansen, 1989).

Alternatif ketiga adalah meningkatkan pendanaan dengan utang. Peningkatan utang akan menurunkan skala konflik, antara pemegang saham dan manajemen (Jensen and Meckling, 1976, Crutchley and Hansen, 1989, Jensen, 1986). Hal itu dapat dipahami karena apabila perusahaan memerlukan kredit maka perusahaan harus siap untuk dievaluasi dan dimonitor oleh pihak eksternal dan berarti akan mengurangi konflik antara manajemen dengan pemegang saham. Selain itu utang juga akan menurunkan kelebihan aliran kas atau *excess cash flows* yang ada dalam perusahaan sehingga menurunkan kemungkinan pemborosan dilakukan oleh

manajemen (Jensen dkk, 1992, Jensen, 1986). Dalam penelitian yang dilakukan oleh Jensen dkk (1992) dengan judul *Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt and Dividen policies* menyatakan bahwa terdapat hubungan negatif antara prosentase kepemilikan manajer dengan *debt ratio*. Dengan demikian meningkatnya kepemilikan manajemen dapat mensejajarkan kepentingan manajemen dengan kepentingan pemegang saham dan mengurangi peranan utang sebagai salah satu alat untuk mengurangi konflik keagenan atau *agency conflict*.

2. Peran *insider ownership* dalam mengontrol konflik keagenan.

Manajer perusahaan bisa saja bertindak bukan untuk memaksimumkan kemakmuran pemegang saham, tetapi memaksimumkan kemakmuran mereka sendiri. Misalnya para manajer mungkin berusaha untuk melakukan sesuatu yang akibatnya harus ditanggung oleh pemegang saham, mereka mungkin membuat keputusan-keputusan jangka pendek yang menguntungkan diri mereka sendiri namun merugikan bagi pemegang saham (Crutchley dan Hansen, 1989) atau bisa juga dalam bentuk *perquisities* misalnya tunjangan eksekutif seperti fasilitas pribadi yang mewah yang ditanggung perusahaan. Hal ini akan memicu masalah keagenan (*agency problem*).

Untuk menjamin agar pemegang saham melakukan hal yang terbaik bagi pemegang saham, perusahaan harus menanggung biaya keagenan. Biaya keagenan (*agency cost*) adalah biaya yang berkaitan dengan

pemantauan tindakan manajemen guna menjamin agar tindakan tersebut konsisten dengan kesepakatan kontrak diantara manajer, pemegang saham dan kreditor (Brigham dkk, 1999).

Guna mengatasi masalah keagenan dan *agency cost equity* dapat dikurangi dengan menambah *managerial ownership* dalam perusahaan (Jensen dan Meckling, 1976). Dengan kepemilikan saham oleh manajer, maka manajer akan merasakan menanggung konsekuensi kemakmuran atas tindakannya (Bathala dkk, 1994), sehingga manajer tidak mungkin bertindak oportunistik lagi. Dengan demikian, kepemilikan saham oleh manajer merupakan insentif bagi manajer untuk meningkatkan kinerja perusahaan dan menggunakan utang dengan optimal sehingga meminimalkan biaya keagenan. Dalam kerangka keagenan kepemilikan saham oleh manajer mengurangi *agency cost* dalam perusahaan sehingga meningkatkan nilai perusahaan (Bathala dkk, 1994).

3. Utang.

a. Pengertian utang.

Utang adalah pengorbanan ekonomi yang harus dilakukan perusahaan di masa datang karena tindakan atau transaksi yang sedang kekurangan dana internal dalam membiayai kas perusahaan, biasanya mencari kebutuhan dananya dengan cara eksternal. Perusahaan lebih memilih utang dalam memenuhi kebutuhan perusahaan. Alasan perusahaan memilih menggunakan utang adalah karena mempertimbangkan biaya emisi. Biaya emisi utang lebih murah daripada

biaya emisi saham baru karena saham baru dapat menurunkan harga saham. Manajer khawatir penerbitan saham baru akan ditafsir kabar jelek oleh para pemodal sehingga dapat membuat harga saham turun. Perusahaan menggunakan hutang untuk memenuhi kewajibannya.

Kebijakan hutang mencerminkan kemampuan perusahaan dalam kewajibannya yang ditunjukkan oleh beberapa bagian modal sendiri yang digunakan untuk membayar utang. Oleh karena itu semakin rendah utang maka akan semakin tinggi kemampuan untuk membayar seluruh kewajibannya. Perusahaan yang mempunyai tingkat pertumbuhan yang lebih tinggi cenderung tidak menambah hutang karena masalah *under invesment* dan *asset substitution*. Dalam masalah under invesment, manajer lebih cenderung tidak meningkatkan nilai perusahaan karena *debt holder* merupakan pihak yang memiliki klaim yang pertama terhadap aliran kas yang diperoleh dari proyek tersebut. Selanjutnya dengan menambah utang, aktiva yang digunakan sebagai jaminan.

Keuntungan yang didapatkan apabila perusahaan melakukan utang pada pihak eksternal:

- 1) Biaya bunga mengurangi penghasilan.
- 2) Kreditur hanya mendapatkan biaya bunga.
- 3) Bondholder tidak memiliki hak suara.

Kelemahan yang didapatkan apabila perusahaan melakukan hutang pada pihak ekstenal:

- 1) Dapat meningkatkan risiko teknikal *insolvency*.

2) Bila perusahaan tidak dalam keadaan yang baik, maka banyak hal yang akan terjadi terutama akan mengakibatkan kebangkrutan perusahaan.

b. Peran hutang dalam mengontrol masalah keagenan.

Mekanisme penggunaan utang di dalam struktur modal merupakan salah satu upaya pihak pemegang saham untuk mengatasi masalah keagenan yang timbul karena pemisahan antara pengelolaan dan kepemilikan perusahaan. Berdasarkan Jensen dan Meckling (1979) dalam Hindasah (2005), penggunaan utang dapat mengurangi masalah keagenan karena penggunaan utang sebagai pembiayaan eksternal akan memperkecil penerbitan saham sehingga proporsi saham terhadap utang di dalam struktur modal akan semakin kecil. Alternatif utang tersebut akan dipilih jika pembiayaan eksternal dengan menggunakan saham akan menimbulkan biaya keagenan lebih besar daripada peningkatan proporsi kepemilikan pemegang saham.

Dalam literatur keagenan dijelaskan utang juga bisa digunakan dalam mengurangi konflik keagenan. Jensen (1986) menyatakan bahwa utang perusahaan membuat perusahaan membayar secara periodik bunga dan pokoknya. Hal tersebut mengontrol manajer perusahaan yang memiliki *Cash Flow* yang berlebihan dan aktivitas yang tidak optimal. Utang tidak saja menyelaraskan kepentingan manajer dan pemegang saham, tetapi juga meningkatkan risiko kebangkrutan dan hilangnya pekerjaan. Hal tersebut akan memaksa manajer untuk mengurangi

pengeluaran yang tidak perlu sehingga meningkatkan efisiensi perusahaan. Lebih lanjut Gossman dan Hart (1982) dalam Bathala dkk (1994) menjelaskan bahwa keberadaan utang mendorong manajer untuk mengkonsumsi lebih sedikit penghasilan dan lebih efisien karena utang merupakan peringatan meningkatnya risiko kebangkrutan serta kehilangan kontrol dan reputasi. Dalam kerangka keagenan, utang mengurangi *agency cost* dalam perusahaan sehingga meningkatkan nilai perusahaan (Bathala dk, 1994).

Berdasarkan hal tersebut utang dapat meningkatkan kinerja manajer akibat kekhawatiran kehilangan pekerjaan. Menggunakan utang akan membuat tindakan manajer dikendalikan oleh pasar modal, karena jika pemegang obligasi memandang negatif terhadap kompetensi manajer maka mereka akan meminta pembayaran bunga pinjaman lebih besar dan atau perjanjian (*covenant*) lebih banyak. Perjanjian (*covenant*) diharapkan dapat mengurangi *agency problem* antara kreditur dan debitur (Atmaja, 1999 dalam Hindasah, 2005).

4. Dividen.

a. Pengertian kebijakan dividen.

Kebijakan dividen adalah keputusan apakah laba yang diperoleh perusahaan akan dibagikan kepada pemegang saham sebagai dividen atau akan ditahan dalam bentuk laba ditahan guna pembiayaan investasi di masa mendatang (Agus Sartono, 2001). Apabila perusahaan memilih untuk membagikan laba sebagai dividen, maka akan menggunakan laba

ditahan dan selanjutnya mengurangi sumber total dari sumber dana intern. Sebaliknya, jika perusahaan memilih untuk menahan laba yang diperoleh, maka kemampuan pembentukan dana intern akan semakin besar. Kebijakan dividen yang optimal adalah kebijakan yang menciptakan keseimbangan diantara dividen saat ini dan pertumbuhan di masa yang akan datang sehingga memaksimalkan harga saham.

Kebijakan mengenai pembayaran dividen merupakan suatu keputusan yang sangat penting dalam suatu perusahaan. Kebijakan ini akan melibatkan dua pihak yang mempunyai kepentingan yang berbeda, yaitu pihak pertama para pemegang saham, dan pihak kedua perusahaan itu sendiri. Dividen dapat diartikan sebagai pembayaran kepada para pemegang saham oleh pihak perusahaan atas keuntungan yang diperolehnya. Kebijakan dividen berkaitan dengan penentuan pembagian pendapatan antara penggunaan pendapatan untuk dibayarkan kepada para pemegang saham sebagai dividen dan yang digunakan perusahaan sebagai laba ditahan.

Laba ditahan merupakan salah satu sumber dana yang paling penting untuk membiayai pertumbuhan perusahaan, sedangkan dividen yaitu pembagian keuntungan yang diberikan perusahaan penerbit saham atas keuntungan yang dihasilkan perusahaan. Dividen diberikan setelah mendapat persetujuan dari pemegang saham dalam RUPS. Jika seorang pemodal ingin mendapatkan dividen, maka pemodal tersebut harus memegang saham tersebut dalam kurun waktu yang relatif lama yaitu

hingga kepemilikan saham tersebut berada dalam periode dimana diakui sebagai pemegang saham yang berhak mendapatkan dividen. Umumnya dividen merupakan salah satu daya tarik bagi pemegang saham dengan orientasi jangka panjang seperti misalnya pemodal, institusi, atau dana pensiun dan lain-lain. Dividen yang akan dibagikan oleh perusahaan dapat berupa dividen tunai, artinya kepada setiap pemegang saham diberikan dividen sejumlah saham sehingga saham yang dimiliki seorang pemodal akan bertambah dengan adanya pembagian saham tersebut.

Dividend payout ratio (DPR) yang ditentukan perusahaan untuk membayar dividen kepada para pemegang saham setiap tahun dilakukan berdasarkan besar kecilnya laba bersih setelah pajak. Jumlah dividen yang dibayarkan akan mempengaruhi harga saham atau kesejahteraan para pemegang saham, DPR merupakan fungsi dari *assets*, ekuitas dan keuntungan suatu perusahaan.

Setiap perusahaan selalu menginginkan adanya pertumbuhan bagi perusahaan tersebut di satu pihak dan juga dapat membayarkan dividen kepada para pemegang saham di lain pihak, tetapi kedua tujuan tersebut selalu bertentangan. Sebab kalau makin tinggi tingkat dividen yang dibayarkan berarti semakin sedikit laba yang dapat ditahan dan sebagai akibatnya ialah menghambat tingkat pertumbuhan dalam pendapatannya dan harga sahamnya. Jika perusahaan ingin menahan sebagian besar dari pendapatan yang tersedia, maka pembayaran dividen adalah makin kecil.

Persentase dari pendapatan yang akan dibayarkan kepada pemegang saham sebagai "cash dividend" disebut "Dividend Payout Ratio".

b. Teori kebijakan dividen.

Ada beberapa teori tentang kebijakan dividen (Agus Sartono, 2001):

1) Dividen tidak relevan (*Dividend irrelevance theory*).

Teori ini dicetuskan oleh Modigliani dan Merton Miller. Teori ini didasarkan pada kondisi bahwa keputusan investasi yang *given*. Pembayaran dividen tidak berpengaruh terhadap kemakmuran pemegang saham. Nilai perusahaan ditentukan oleh *earning power* dan aset perusahaan, sehingga menurut teori ini nilai perusahaan ditentukan oleh keputusan investasi. Berdasarkan teori ini, pengaruh pembayaran dividen terhadap kemakmuran pemegang saham akan diimbangi dengan jumlah yang sama dengan cara pembelanjaan/pemenuhan dana yang lain. Dalam kondisi keputusan investasi yang *given*, maka apabila perusahaan membagikan dividen kepada pemegang saham perusahaan harus mengeluarkan saham baru sebagai pengganti sejumlah pembayaran dividen tersebut. Dengan demikian kenaikan pendapatan karena pembayaran dividen akan diimbangi dengan penurunan harga saham akibat penjualan saham baru. Teori ini didasarkan pada asumsi:

- a) Investor bersikap rasional.
- b) Tidak ada pajak perseorangan dan pajak penghasilan.
- c) Tidak ada biaya emisi saham.

- d) Kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap biaya modal sendiri.
- e) Informasi tentang kesempatan investasi tersedia untuk setiap individu.

2) *Bird in the hand theory.*

Teori ini dikemukakan oleh Myron Gordon dan John Lintner, yang berpendapat bahwa biaya modal sendiri akan meningkat sebagai akibat penurunan pembayaran dividen. Investor akan merasa aman untuk memperoleh pendapatan berupa pembayaran dividen saat ini daripada menunggu *capital gain*. Gordon-Lintner memandang satu burung ditangan lebih berharga daripada seribu burung di udara.

3) *Tax Preference Theory.*

Apabila *capital gain* dikenakan dengan tarif yang lebih rendah daripada pajak atas dividen, maka saham yang memiliki pertumbuhan yang tinggi menjadi lebih menarik. Tetapi sebaliknya apabila *capital gain* dikenai pajak yang sama dengan pendapatan atas dividen, maka keuntungan *capital gain* menjadi berkurang. Pajak atas *capital gain* masih relatif lebih rendah daripada pajak atas dividen, karena pajak atas *capital gain* baru dibayarkan apabila saham telah dijual sedangkan pajak atas dividen dibayarkan setiap tahun setelah pembayaran dividen. Namun apabila periode investasi saham untuk jangka waktu satu tahun, maka tidak ada bedanya antara pajak atas *capital gain* dan pajak atas dividen.

4) *Information Content Hypothesis.*

Kenyataan menunjukkan bahwa yang sering terjadi adalah apabila perusahaan membayarkan dividen disertai dengan kenaikan harga saham dan penurunan dividen akan diikuti dengan penurunan harga saham. Modigliani-Miller melihat bahwa pada umumnya perusahaan enggan untuk menurunkan tingkat pembayaran dividennya. Perusahaan akan menaikkan pembayaran dividennya apabila dilihat pada periode yang akan datang ada prospek keuntungan yang lebih baik. MM selanjutnya berpendapat bahwa kenaikan dividen memberikan sinyal bahwa prospek perusahaan pada masa yang akan datang lebih baik, sebaliknya penurunan dividen akan dilihat sebagai prospek perusahaan menurun.

5) *Clientile Effect.*

Ada beberapa kelompok investor dengan berbagai kepentingan. Ada investor yang menyukai memperoleh pendapatan saat ini dalam bentuk dividen yang tinggi, tetapi ada pula investor yang lebih menyukai untuk menginvestasikan kembali pendapatan mereka, terutama mereka yang berada dalam tarif pajak yang tinggi. Guna mengantisipasi perbedaan kepentingan tersebut perusahaan dapat menentukan kebijakan yang paling baik. Bagi investor yang tidak menyukai kebijakan dividen perusahaan, dapat menjual sahamnya

atau memindahkan kepemilikannya dari satu perusahaan ke perusahaan lain.

Rozeff (1982) dalam Hasnawati (2005) menganggap bahwa dividen nampaknya memiliki atau mengandung informasi (*informational content of dividend*) atau sebagai isyarat akan prospek perusahaan. Apabila perusahaan meningkatkan pembayaran dividen, mungkin diartikan oleh pemodal sebagai sinyal harapan manajemen tentang akan membaiknya kinerja perusahaan di masa yang akan datang. Dengan demikian manajemen enggan mengurangi dividen, apabila dianggap sebagai memburuknya kinerja perusahaan di masa yang akan datang. Masih menurut Rozeff (1982) dan Easterbrook (1984), dividen dapat digunakan untuk mengurangi *equity agency cost*.

Studi yang dilakukan oleh Miller & Rock (1985) dalam (Hasnawati, 2005) yang mengacu dari penelitian Ross (1978) mengatakan bahwa dividen yang tinggi merupakan sinyal positif untuk meningkatkan profitabilitas perusahaan di masa yang akan datang. Selanjutnya teori residual juga mengatakan bahwa pembayaran dividen (*residual dividend payment*) memiliki dampak positif pada keputusan pendanaan. Masih berhubungan dengan *residual decision of dividend*, ada temuan yang menunjukkan bahwa besarnya dividen yang dibagikan akan dipengaruhi oleh ada tidaknya kesempatan investasi yang menguntungkan. Sejauh terdapat kesempatan investasi yang menguntungkan (investasi dengan *net present value positive*), maka dana yang diperoleh dari operasi

perusahaan akan dipergunakan untuk mendanai investasi tersebut. Konsisten dengan Barclay, dkk (1998). Penentuan kebijakan pendanaan berkaitan dengan masalah *free cash flow* perusahaan. Perusahaan yang mempunyai pertumbuhan tinggi dan mempunyai kesempatan besar, akan lebih mungkin untuk membayar dividen yang rendah, karena mereka mempunyai kesempatan yang *profitable* dalam mendanai investasinya dengan dana internal. Perusahaan akan membayar dividen rendah sebab manajemen optimis tentang perusahaan di masa yang akan datang dan akan menggunakan laba ditahan untuk ekspansi.

Teori keagenan Jensen & Meckling (1976) berpendapat bahwa dividen akan mengurangi konflik antara agen dan prinsipal. Sehubungan dengan dividen dan keputusan pendanaan, Easterbrook (1984) mengatakan bahwa dividen merupakan keuntungan bagi *equityholders*. Oleh sebab itu mereka akan memaksa manajer secara tetap atau konstan untuk memperoleh modal baru pada pasar persaingan.

c. Faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen.

Beberapa faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen (Bambang Riyanto, 1995) antara lain :

1) Posisi likuiditas perusahaan.

Posisi kas atau likuiditas dari suatu perusahaan merupakan faktor penting yang harus diperhatikan dan dipertimbangkan sebelum mengambil keputusan untuk menetapkan besarnya dividen yang akan dibayarkan kepada para pemegang saham. Oleh karena dividen

merupakan "*Cash Outflow*" maka makin kuatnya posisi likuiditas perusahaan, berarti makin besar kemampuannya untuk membayar dividen. Perusahaan yang sedang tumbuh mungkin tidak begitu posisi likuiditasnya. Hal ini dikarenakan sebagian besar dari dananya tertanam dalam aktiva tetap dan modal kerja. Dengan demikian, kemampuan untuk membayar *cash* dividenpun sangat terbatas. Dengan sendirinya likuiditas suatu perusahaan ditentukan oleh keputusan-keputusan dividen investasi dan cara pemenuhan kebutuhan dananya.

2) Kebutuhan dana untuk membayar hutang.

Apabila suatu perusahaan akan memperoleh utang baru atau menjual obligasi baru untuk membiayai pelunasan perusahaan, sebelumnya harus sudah direncanakan bagaimana caranya untuk membayar kembali utang tersebut. Apabila perusahaan menetapkan bahwa pelunasan utangnya akan diambilkan dari laba ditahan, berarti perusahaan harus menahan sebagian besar dari pendapatannya untuk keperluan tersebut, hal ini berarti bahwa hanya sebagian kecil saja dari pendapatan (*earning*) yang dapat dibayarkan sebagai dividen. Dengan kata lain perusahaan harus menetapkan *dividend payout ratio* yang rendah.

3) Tingkat pertumbuhan perusahaan.

Makin cepat tingkat pertumbuhan suatu perusahaan, makin besar kebutuhan akan dana untuk membiayai pertumbuhan perusahaan

tersebut. Makin besar kebutuhan dana untuk waktu mendatang guna membiayai pertumbuhannya, perusahaan tersebut biasanya lebih senang untuk menahan "earning"-nya dari pada dibayarkan sebagai dividen kepada para pemegang saham dengan mengingat batasan-batasan biayanya. Dengan demikian dapatlah dikatakan bahwa makin cepat tingkat pertumbuhan perusahaan makin besar dana yang dibutuhkan, makin besar kesempatan untuk memperoleh keuntungan, makin besar bagian dari pendapatan yang ditahan dalam perusahaan, yang ini berarti makin besar "dividend payout"-nya. Apabila perusahaan telah mencapai tingkat pertumbuhan yang sedemikian rupa sehingga perusahaan telah "well established", dimana kebutuhan dananya dapat dipenuhi dengan dana yang berasal dari pasar modal atau sumber dana ekstern lainnya, maka keadaannya adalah berbeda. Dalam hal yang demikian perusahaan dapat menetapkan *dividend payout ratio* yang tinggi.

4) Pengawasan terhadap perusahaan.

Variabel penting lainnya adalah "control" atau pengawasan terhadap perusahaan. Ada perusahaan yang mempunyai kebijakan, hanya membiayai ekspansinya dengan dana yang berasal dari sumber intern saja. Kebijakan tersebut dijalankan atas dasar pertimbangan bahwa kalau ekspansi dibiayai dengan dana yang berasal dari hasil penjualan saham baru akan melemahkan "control" dari kelompok dominan di dalam perusahaan. Demikian pula jika membiayai ekspansi dengan

hutang akan memperbesar risiko finansialnya. Mempercayakan pada pembelanjaan intern dalam rangka usaha mempertahankan “*control*” terhadap perusahaan, berarti mengurangi dividennya.

Menurut Suad Husnan (1996), kebijakan dividen perlu memperhatikan faktor-faktor sebagai berikut:

1) *Operating cash flow*.

Tidak benar bahwa perusahaan harus membagikan dividen sebesar-besarnya. Apabila dana yang diperoleh dari operasi perusahaan bisa dipergunakan dengan menguntungkan, dividen tidak perlu dibagikan terlalu besar (bahkan secara teoritis tidak perlu membagi dividen).

2) Tingkat laba.

Karena ada keengganan untuk menurunkan pembayaran dividen per lembar saham, ada baiknya kalau perusahaan menentukan dividen dalam jumlah (dan rasio *payout*) yang tidak terlalu besar. Dengan demikian memudahkan perusahaan untuk meningkatkan pembayaran dividen kalau laba perusahaan meningkat, dan tidak perlu segera menurunkan pembayaran dividen kalau laba menurun.

3) Kesempatan investasi.

Apabila perusahaan menghadapi kesempatan investasi yang menguntungkan, lebih baik perusahaan mengurangi pembayaran dividen daripada menerbitkan saham baru. Penurunan pembayaran dividen mungkin akan diikuti dengan penurunan harga saham, tetapi apabila pasar modal efisien harga akan menyesuaikan kembali

dengan informasi yang sebenarnya (yaitu adanya investasi yang menguntungkan).

4) Biaya transaksi.

Dalam keadaan tidak terdapat biaya transaksi, tambahan kekayaan karena kenaikan harga saham sama menariknya dengan tambahan kekayaan karena pembayaran dividen. Masalahnya adalah bahwa untuk merealisasikan uang kas, pemegang saham perlu menjual (sebagian) saham, sedangkan pembayaran dividen berarti menerima kas (yang tidak perlu menjual saham). Sayangnya jika para pemodal menjual sahamnya, mereka akan terkena biaya transaksi. Dengan demikian, jika tidak ada faktor pajak, menerima dividen akan lebih menguntungkan daripada memperoleh *capital gains*. Karena itulah sekelompok pemodal mungkin memilih saham yang membagikan dividen secara teratur.

5) Pajak perorangan.

Karena pemodal juga membayar pajak penghasilan, maka bagi pemodal yang sudah berada dalam *tax bracket* yang tinggi (di Indonesia *tax bracket* tertinggi adalah 35%), mungkin akan lebih menyukai untuk tidak menerima dividen (karena harus segera membayar pajak) dan memilih menikmati *capital gains*. Kalau sebagian besar pemegang saham merupakan pemodal yang mempunyai *tax bracket* tinggi, pembagian dividen akan cenderung tidak terlalu besar.

Menurut Agus Sartono (2001), kebijakan dividen dipengaruhi oleh faktor-faktor antara lain:

1) Kebutuhan dana perusahaan.

Kebutuhan dana bagi perusahaan dalam kenyataannya merupakan faktor yang harus dipertimbangkan dalam menentukan kebijakan dividen yang akan diambil. Aliran kas perusahaan yang diharapkan, pengeluaran modal di masa datang yang diharapkan, kebutuhan tambahan piutang dan persediaan, pola (skedul) pengurangan utang dan masih banyak faktor lain yang mempengaruhi posisi kas perusahaan harus dipertimbangkan dalam analisis kebijakan dividen.

2) Likuiditas.

Likuiditas perusahaan merupakan pertimbangan utama dalam banyak kebijakan dividen. Karena dividen bagi perusahaan merupakan kas keluar, maka semakin besar posisi kas dan likuiditas perusahaan secara keseluruhan akan semakin besar kemampuan perusahaan untuk membayar dividen. Perusahaan yang sedang mengalami pertumbuhan dan *profitable* akan memerlukan dana yang cukup besar guna membiayai investasinya, oleh karena itu mungkin akan kurang likuid karena dana yang diperoleh lebih banyak diinvestasikan pada aktiva tetap dan aktiva lancar yang permanen.

3) Kemampuan meminjam.

Posisi likuiditas perusahaan dapat diatasi dengan kemampuan perusahaan untuk meminjam dalam jangka pendek. Kemampuan

meminjam dalam jangka pendek tersebut akan meningkatkan fleksibilitas likuiditas perusahaan. Selain itu fleksibilitas perusahaan juga dipengaruhi oleh kemampuan perusahaan untuk bergerak di pasar modal dengan mengeluarkan obligasi. Perusahaan yang semakin besar dan sudah *establish* akan memiliki akses yang lebih baik di pasar modal. Kemampuan meminjam yang lebih besar, fleksibilitas yang lebih besar akan memperbesar kemampuan membayar dividen.

4) Keadaan pemegang saham.

Jika perusahaan itu kepemilikan sahamnya relatif tertutup, manajemen biasanya mengetahui dividen yang diharapkan oleh pemegang saham dan dapat bertindak dengan tepat. Jika hampir semua pemegang saham berada dalam golongan *high tax* lebih suka memperoleh *capital gains*, maka perusahaan dapat mempertahankan *dividend payout* yang rendah. Dengan *dividend payout* yang rendah tentunya dapat diperkirakan apakah perusahaan akan menahan laba untuk kesempatan investasi yang *profitable* (menguntungkan). Untuk perusahaan yang jumlah pemegang sahamnya besar hanya dapat menilai dividen yang diharapkan pemegang saham dalam konteks pasar.

5) Stabilitas dividen.

Bagi para investor faktor stabilitas dividen akan lebih menarik daripada *dividend payout ratio* yang tinggi. Stabilitas disini dalam arti

tetap memperhatikan tingkat pertumbuhan perusahaan, yang ditunjukkan oleh koefisien arah yang positif. Apabila faktor lain sama, saham yang memberikan dividen yang stabil selama periode tertentu akan mempunyai harga yang lebih tinggi daripada saham yang membayar dividen persentase yang tetap terhadap laba.

Atmaja (1999) mengatakan bahwa di dalam prakteknya ada beberapa faktor yang mempengaruhi manajemen dalam menentukan kebijakan dividen, antara lain:

1) Perjanjian utang.

Pada umumnya perjanjian utang antara perusahaan dengan kreditor membatasi pembayaran dividen. Misalnya, dividen hanya dapat diberikan jika kewajiban hutang telah dipenuhi perusahaan dan atau rasio-rasio keuangan menunjukkan bank dalam kondisi sehat.

2) Pembatasan dari saham preferen, maksudnya tidak ada pembayaran dividen untuk saham biasa jika dividen saham preferen belum dibayar.

3) Tersedianya kas.

Dividen berupa uang tunai (*cash dividend*) hanya dapat dibayar jika tersedia uang tunai yang cukup. Jika likuiditas baik, perusahaan dapat membayar dividen.

4) Pengendalian.

Jika manajemen ingin mempertahankan kontrol terhadap perusahaan, manajemen akan cenderung untuk segan menjual saham baru

sehingga lebih suka menahan laba guna memenuhi kebutuhan dana. Akibatnya dividen yang dibayar menjadi kecil. Faktor ini menjadi penting pada perusahaan yang relatif kecil.

5) Kebutuhan dana untuk investasi.

Perusahaan yang berkembang selalu membutuhkan dana baru untuk diinvestasikan pada proyek-proyek yang menguntungkan. Sumber dana baru yang merupakan modal sendiri (*equity*) dapat berupa penjualan saham baru dan laba ditahan. Manajemen cenderung memanfaatkan laba ditahan, karena penjualan saham baru menimbulkan biaya peluncuran saham (*floatation cost*). Oleh karena itu, semakin besar kebutuhan dana investasi maka semakin kecil *dividend payout ratio*-nya.

6) Fluktuasi laba.

Jika laba perusahaan cenderung stabil, perusahaan dapat membagikan dividen yang relatif besar tanpa khawatir harus menurunkan dividen jika laba tiba-tiba merosot. Sebaliknya, jika laba perusahaan berfluktuasi, dividen sebaiknya kecil agar kestabilannya terjaga. Selain itu, perusahaan dengan laba yang berfluktuasi sebaiknya tidak banyak menggunakan hutang guna mengurangi risiko kebangkrutan. Konsekuensinya laba ditahan menjadi besar dan dividen mengecil.

Di dalam penentuan kebijakan dividen sangat perlu untuk dipertimbangkan adanya beberapa pendekatan dan faktor-faktor yang mempengaruhinya. Setelah berbagai pendekatan dan faktor-faktor

tersebut dipahami, manajemen dapat memutuskan kebijakan dividen macam apa yang akan diaplikasikan sehingga dapat memenuhi keinginan para pemegang saham maupun keinginan perusahaan itu sendiri.

5. Interdependensi kebijakan utang, kebijakan dividen dan struktur kepemilikan.

Kebijakan utang mencerminkan kemampuan perusahaan dalam menggunakan seluruh kewajibannya yang ditunjukkan oleh berapa bagian modal sendiri yang digunakan untuk membayar utang. Oleh karena itu semakin rendah utang maka semakin tinggi kemampuannya untuk membayar seluruh kewajibannya. Semakin besar proporsi utang yang digunakan dalam struktur modal maka semakin besar pula kewajibannya. Pada gilirannya peningkatan utang akan mempengaruhi tingkat pendapatan bersih yang tersedia bagi pemegang saham termasuk dividen yang akan diterima, karena kewajiban membayar bunga dan utang tersebut diprioritaskan daripada membayar dividen. Apabila beban utang dan bunga semakin tinggi maka kemampuan perusahaan membayar dividen semakin rendah.

Kebijakan dividen adalah suatu bagian dari *monitoring* perusahaan dan digunakan sebagai alat untuk meminimalisasi biaya keagenan. Ini berarti bahwa perusahaan cenderung untuk membayar dividen yang tinggi jika manajer memiliki proporsi saham yang lebih rendah. Rozeff dan Esterbook dalam Taswan (2003) menyatakan bahwa pembayaran dividen kepada pemegang saham akan mengurangi sumber-sumber dana yang dikendalikan

oleh manajer, sehingga mengurangi kekuasaan manajer dan membuat pembayaran dividen mirip dengan *monitoring capital market* yang terjadi bila perusahaan memperoleh modal baru.

Kepemilikan manajerial dapat menyetarakan kepentingan manajer dan pemegang saham karena kepemilikan manajerial menjadikan manajer bagian dari pemegang saham itu sendiri (Jensen dan Meckling, 1976). Kepemilikan manajerial memaksa manajer ikut menanggung konsekuensi keuntungan atau kerugian dari tindakan manajer itu sendiri, berkaitan dengan kemakmuran pribadi yang tercermin dari harga saham.

Megginson (1997) menyatakan bahwa kepemilikan manajerial hubungannya dengan kebijakan utang dan dividen mempunyai peranan penting dalam mengendalikan keuangan perusahaan, agar sesuai dengan keinginan para pemegang saham (*bonding mechanism*). *Leverage* yang rendah diharapkan mengurangi risiko kebangkrutan dan *financial distress*.

B. Hasil Penelitian Terdahulu

1. Jensen *et al.*, 1992 dalam penelitiannya yang berjudul "*Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt, and Dividend Policies*". Model disusun dengan menggunakan tiga variabel endogen yaitu *debt*, *dividend*, *insider ownership* dan delapan variabel eksogen yaitu *R&D expense*, *business risk*, *profitability*, *fixed assets*, *growth*, *investment*, *size*, *number of divisions*. Penelitian ini menggunakan sampel sebanyak 565 perusahaan

pada tahun 1982 dan 632 perusahaan pada tahun 1987. Analisis yang digunakan dalam menentukan hubungan antara utang perusahaan, dividen dan keputusan *insider ownership* dalam penelitian ini adalah metode 3-SLS. Hasil penelitian menyatakan bahwa *insider ownership* berpengaruh negatif terhadap *debt ratio* dan *dividend payout*.

2. Bathala, dkk., 1994, dalam penelitiannya yang berjudul "*Managerial Ownership, Debt policy and the Impact of Institutional Holding*". Model disusun dengan menggunakan dua variabel endogen yaitu *debt ratio*, *managerial stock ownership* dan tujuh variabel eksogen yaitu *earning volatility*, *non-debt tax shields*, *expenditures in non-tangible assets*, *asset growth*, *institutional ownership*, *stock return volatility*, *size of the firm*. Penelitian ini menggunakan metode *cross sectional* dengan periode penelitian tahun 1988. Hipotesis dari penelitian ini adalah penggunaan utang dan managerial ownership berhubungan terbalik dengan tingkat pengawasan oleh investor institusional. Konsisten dengan hipotesis utama dari penelitian ini, *institutional ownership* berpengaruh negatif terhadap tingkat utang dan managerial ownership dalam perusahaan. Penelitian Bathala, dkk., 1994 mendukung dugaan bahwa *institutional ownership* dapat menggantikan peranan utang sebagai *monitoring agen* dalam mengurangi *cost agency*.

3. Chen dan Stainer, 1999, dalam penelitiannya yang berjudul "*Managerial Ownership and Agency Conflicts: A Nonlinear Simultaneous Equation Analysis of Managerial Ownership, Risk Taking, Debt Policy, and Dividend*

Policy". Model disusun dengan menggunakan empat variabel endogen yaitu *managerial ownership*, *risk*, *deb policyt*, *dividend policy* dan sebelas variabel eksogen yaitu *institutional ownership*, *5% ownership*, *operating leverage*, *research and development*, *return on asset*, *growth*, *firm diversification*, *fixed assets*, *capital expenditure*, *firm size*, *equity value*. Penelitian ini menggunakan persamaan simultan nonlinier dengan metode 2 SLS untuk menentukan bagaimana *managerial ownership* berhubungan dengan pengambilan risiko, kebijakan utang dan kebijakan dividen. Sampel yang digunakan terdiri dari 785 perusahaan yang terdaftar di *New York Stock Exchange* pada tahun 1994, dengan beberapa kriteria tertentu. Hasilnya menyatakan bahwa *managerial ownership* mempunyai hubungan yang negatif dengan *debt* dan deviden. Penelitian ini menemukan fakta-fakta efek substitusi-pengawasan antara *managerial ownership* dan kebijakan utang, antara *managerial ownership* dan kebijakan dividen serta antara *managerial ownership* dan *institutional ownership*.

4. Sartono (2001) menguji hubungan antara kepemilikan orang dalam, utang dan kebijakan dividen. Model disusun dengan menggunakan tiga variabel endogen yaitu *insider ownership*, *debt*, *dividend* dan enam variabel eksogen yaitu kepemilikan institusional, risiko bisnis, profitabilitas, aset tetap, pertumbuhan, ukuran perusahaan. Perusahaan yang diteliti adalah perusahaan non keuangan yang terdftar di Bursa Efek Jakarta selama periode 1995-1998. Pengumpulan data dalam penelitian ini menggunakan metode *purposive sampling* dan diperoleh sampel sebanyak 775

perusahaan. Hasil penelitian menemukan bahwa kepemilikan orang dalam, utang dan kebijakan dividen secara simultan memiliki hubungan yang signifikan dan saling berpengaruh. Secara individual, variabel utang dan dividen tidak mempengaruhi variabel kepemilikan orang dalam. Hasil lain menunjukkan bahwa kepemilikan orang dalam dan utang secara individual memiliki pengaruh yang signifikan terhadap tingkat pembayaran dividen.

5. Tandililin dan Wilberforce, 2002, dalam penelitiannya yang berjudul "*Can Debt and Dividend Policies Substitute Insider Ownership in Controlling Equity Agency Conflict?*". Model disusun dengan menggunakan tiga variabel endogen yaitu *insider ownership*, *debt*, *dividend* dan enam variabel eksogen yaitu *business risk*, *size*, *profitability*, *fixed assets*, *growth*. Perusahaan yang diteliti dalam penelitian ini terdiri dari perusahaan manufaktur dan perusahaan jasa yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta. Metode pengumpulan data yang digunakan adalah metode *purposive sampling* dan diperoleh 63 perusahaan yang memenuhi kriteria untuk diteliti. Metode analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah metode 3-SLS. Penelitian ini berfokus pada bagaimana pengaruh *insider ownership* terhadap kebijakan utang dan kebijakan dividen. Hasilnya, *insider ownership* berpengaruh negatif terhadap utang dan berpengaruh positif terhadap dividen.
6. Ismiyanti dan Hanafi, 2004 dalam penelitiannya yang berjudul "Struktur Kepemilikan, Risiko, dan Kebijakan Keuangan: Analisis Persamaan Simultan". Model disusun dengan menggunakan lima variabel endodgen

yaitu kepemilikan manajerial, resiko, kebijakan utang, kebijakan dividen, kepemilikan institusional dan empat variabel eksogen yaitu *return on asset* (ROA), struktur aset (FASSETS), kesempatan investasi (IOS) dan beta. Metode analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah 3-SLS. Penelitian ini menemukan bahwa variabel dividen, risiko dan kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap kepemilikan manajerial. Sedangkan variabel utang berpengaruh positif terhadap kepemilikan manajerial. Secara keseluruhan penelitian ini menemukan adanya hubungan interdependensi antara kebijakan kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial, kebijakan utang, kebijakan dividen dan risiko.

C. Hipotesis

1. Hipotesis persamaan utang dan faktor-faktor yang mempengaruhi.

Moh'd dkk. (1998) melakukan penelitian mengenai pengaruh dari struktur kepemilikan pada kebijakan utang perusahaan. Hasil yang diperoleh menunjukkan bahwa struktur kepemilikan dan beberapa variabel *agency* lainnya mempunyai pengaruh yang signifikan secara bersama-sama.

Bathala dkk. (1994), penelitian tersebut menguji pengaruh kepemilikan institusional terhadap *debt ratio* dan *insider ownership* dengan beberapa variabel kontrol. Hasil penelitian menunjukkan bahwa kepemilikan *insider*, *earning volatility*, *research and development and advertising expenses*, *growth*, *institutional ownership* memiliki hubungan yang negatif terhadap *debt ratio*.

Menurut Bathala dkk. (1994) dalam agency model yang dikemukakan oleh Jensen dan Meckling dalam Euis Soliha dan Taswan (2002), perusahaan merupakan subyek terhadap meningkatnya konflik, karena adanya penyebaran keputusan dan risiko. Dalam konteks ini para manajer cenderung untuk menggunakan kelebihan keuntungan untuk konsumsi perilaku oportunistik yang lain. Mereka menerima manfaat penuh tapi tidak menanggung risiko ataupun biaya yang oleh Jensen dan Meckling disebut *agency cost of equity*.

Disisi lain para manajer juga mempunyai kecenderungan untuk menggunakan hutang yang tinggi bukan atas dasar maksimalisasi nilai perusahaan, melainkan untuk kepentingan oportunistik. Ini jelas akan menimbulkan risiko kebangkrutan. Untuk menekan hal ini Jensen and Meckling (1976), menyarankan untuk meningkatkan kepemilikan insider dalam perusahaan. Dengan demikian akan memaksa para manajer untuk menanggung risiko sebagai konsekuensi apabila mereka melakukan kesalahan dalam keputusan. Kepemilikan saham oleh para manajer / *insider* akan membuat mereka semakin hati-hati dalam menentukan hutang.

Menurut Friend dan Lang (1988) dalam Hindasah (2005), kepemilikan manajerial memiliki hubungan kausal terbalik atau substitusi dengan utang. Kepemilikan manajerial yang tinggi menurunkan penggunaan utang karena penggunaan utang tinggi menyebabkan biaya kebangkrutan dan kesulitan keuangan. Selanjutnya Friend dan Lang (1988) serta Friend dan Hasbrouck (1987), menambahkan bahwa pihak internal yang menjadi pemegang saham

mayoritas sedikit terdiversifikasi dan menginginkan insentif dalam jumlah besar untuk mengurangi risiko *financial*. Selain itu, dijelaskan bahwa perusahaan dengan kepemilikan manajerial tinggi seharusnya memiliki *equity agency cost* rendah tetapi memiliki *debt agency cost* yang tinggi. Hal ini disebabkan insentif yang diberikan kepada manajer disejajarkan dengan pemilik daripada dengan kreditur. Kepemilikan manajerial tinggi menyebabkan peningkatan biaya keagenan hutang sehingga manajer mengurangi penggunaan hutang. Dalam menentukan kuantitas hutang, manajer mempertimbangkan kemungkinan ancaman *leverage buy out (LBO's)* karena penggunaan utang kecil atau nol (Brigham dkk,1999). pada sisi lain Kim dan Sorenson (1986), menyatakan hubungan positif antara kepemilikan manajerial dengan hutang. Hubungan ini berdasarkan *demand* dan *supply hypothesis*.

Konsisten dengan teori yang dikemukakan Easterbrook (1984) dan Saunders dkk., (1990) dalam Hindasah (2005), bahwa jika struktur kepemilikan oleh manajemen tinggi, maka manajer akan menjadi *risk averse*. Dalam konteks ini, dengan meningkatkan kepemilikan oleh *insider*, akan menyebabkan *insiders* semakin berhati-hati dalam menggunakan hutang dan menghindari perilaku yang bersifat oportunistik karena mereka ikut menanggung konsekuensinya, mereka cenderung menggunakan hutang yang rendah. Hal ini bisa mengontrol konflik keagenan.

Penelitian yang dilakukan oleh Jensen dkk (1992), menyatakan bahwa terdapat hubungan negatif antara prosentase kepemilikan manajer dengan

debt ratio. Dengan demikian, meningkatnya kepemilikan manajemen dapat mensejajarkan kepentingan manajemen dengan kepentingan pemegang saham dan mengurangi peranan utang sebagai salah satu alat untuk mengurangi konflik keagenan.

Berdasarkan penjelasan di atas maka hipotesisnya adalah:

H1 : Insider Ownership memiliki pengaruh negatif yang signifikan terhadap tingkat utang.

Rozeff dan Esterbook dalam Taswan (2003) menyatakan bahwa pembayaran dividen kepada pemegang saham akan mengurangi sumber-sumber dana yang dikendalikan oleh manajer, sehingga mengurangi kekuasaan manajer dan membuat pembayaran dividen mirip dengan *monitoring capital market* yang terjadi bila perusahaan memperoleh modal baru. Dividen yang tinggi menyebabkan dana internal perusahaan (*Free Cash Flow*) berkurang. Tidak tersedianya *Free Cash Flow* yang berlebih dalam perusahaan akan mengurangi sikap oportunistik dan *perquisites* manajer, sehingga perusahaan tidak memerlukan utang yang tinggi sebagai kontrol terhadap sikap oportunistik manajer. Berdasarkan hal tersebut maka perusahaan dengan dividen yang tinggi akan membuat tingkat utang yang dimiliki perusahaan tersebut menjadi rendah.

H2 : Dividen memiliki pengaruh negatif yang signifikan terhadap kebijakan utang.

Penelitian yang dilakukan Ismiyanti dan Hanafi (2003), menemukan bahwa risiko berpengaruh positif terhadap kebijakan utang. Pada kondisi

risiko tinggi manajer memilih proyek yang berisiko tinggi dengan tujuan mendapat return tinggi. Penggunaan utang pada risiko tinggi dapat mengurangi biaya keagenan utang.

Penelitian ini berargumentasi bahwa risiko mempunyai hubungan positif terhadap utang. Perusahaan dengan risiko tinggi akan cenderung menggunakan utang karena dapat menikmati transfer kemakmuran dari debtholder pada pemegang saham namun risiko yang semakin tinggi pada akhirnya akan meningkatkan risiko kebangkrutan sehingga selanjutnya utang akan dikurangi. Argumentasi hubungan risiko terhadap utang ini didukung oleh Saunders dkk. (1990) dalam Ismiyanti dan Hanafi (2004).

Chen dan Steiner (1999) menunjukkan bahwa pada kondisi risiko tinggi, manajer memilih proyek berisiko tinggi dengan tujuan mendapat return tinggi. Pengurangan risiko dilakukan dengan menggunakan pendanaan utang dari pihak kreditur. Namun penggunaan utang pada tingkat risiko tinggi dapat mengurangi biaya keagenan ekuitas namun memicu biaya keagenan utang.

Berdasarkan penjelasan di atas, maka hipotesisnya sebagai berikut:

H3 : Risiko berpengaruh positif dan signifikan terhadap utang.

Profitabilitas merefleksikan earning untuk pendanaan investasi. Myers (1984) dalam Masdupi (2005), menyarankan manajer untuk menggunakan *pecking order* untuk keputusan pendanaan. *Pecking order* merupakan urutan penggunaan dana untuk investasi yaitu laba ditahan sebagai pilihan pertama, kemudian diikuti oleh utang dan ekuitas. Jika ini benar,

implikasinya adalah ada hubungan negatif antara profitabilitas perusahaan dengan *debt ratio*. Pihak insider tidak mau berbagi keuntungan dengan kreditur sehingga ada kecenderungan *debt ratio* perusahaan lebih kecil. Hasil studi Moh'd dkk, (1998) dalam Masdupi (2005) menemukan adanya hubungan yang negatif antara profitabilitas perusahaan dengan kebijakan utang.

Berdasarkan penjelasan di atas, maka hipotesisnya adalah:

H4 : Profitabilitas berpengaruh negatif dan signifikan terhadap utang.

Variabel asset tetap berhubungan dengan jumlah kekayaan (asset) yang dapat dijadikan jaminan. Perusahaan yang lebih fleksibel akan cenderung menggunakan utang lebih besar daripada perusahaan yang struktur aktivasinya tidak fleksibel. Investor akan selalu memberikan pinjaman bila ada jaminan. Myers dan Majluf (1984) dalam Wahidahwati (2000) menyatakan bahwa komposisi *collateral value of asset* perusahaan mempengaruhi sumber pembiayaan. Berdasarkan Brigham dan Gapenski (1996) menyatakan bahwa secara umum perusahaan yang memiliki jaminan terhadap utang, akan lebih mudah mendapatkan utang daripada perusahaan yang tidak memiliki jaminan terhadap utang. Hasil penelitian yang dilakukan oleh Moh'd dkk (1998) dalam Wahidahwati (2000) menyatakan bahwa *asset structure* mempunyai hubungan yang positif dan signifikan dengan *debt ratio*.

Berdasarkan penjelasan di atas, maka hipotesisnya adalah:

H5 : Asset tetap berhubungan positif dan signifikan dengan utang.

2. Hipotesis persamaan dividen dan faktor-faktor yang mempengaruhi.

Kebijakan utang sering diukur dengan *debt ratio* yang mencerminkan kemampuan perusahaan dalam menggunakan seluruh kewajibannya yang ditunjukkan oleh berapa bagian modal sendiri yang digunakan untuk membayar utang. Oleh karena itu semakin rendah DER semakin tinggi kemampuannya untuk membayar seluruh kewajibannya. Semakin besar proporsi utang yang digunakan dalam struktur modal maka semakin besar pula kewajibannya. Pada gilirannya peningkatan utang akan mempengaruhi tingkat pendapatan bersih yang tersedia bagi pemegang saham termasuk dividen yang akan diterima karena kewajiban membayar bunga dan utang tersebut diprioritaskan daripada membayar dividen. Apabila beban utang dan bunga semakin tinggi maka kemampuan perusahaan membayar dividen semakin rendah.

Berdasarkan penjelasan di atas, maka hipotesisnya adalah:

H6: Kebijakan utang berpengaruh negatif dan signifikan terhadap dividen.

Menurut Rozeff (1982) dalam Ismiyanti dan Hanafi (2004) , kepemilikan manajerial yang tinggi menyebabkan dividen yang dibayarkan kepada pemegang saham rendah. Penetapan dividen rendah disebabkan manajer memiliki harapan investasi di masa mendatang yang dibiayai dari sumber internal. Apabila sebagian pemegang saham menyukai dividen

tinggi maka menimbulkan perbedaan kepentingan sehingga diperlukan peningkatan dividen. Sebaliknya, apabila terjadi kesamaan preferensi antara pemegang saham dan manajer maka tidak diperlukan peningkatan dividen. Pada sisi lain penambahan dividen memperkuat posisi perusahaan untuk mencari tambahan dana dari pasar modal sehingga kinerja perusahaan dimonitor oleh tim pengawas pasar modal. Pengawasan ini menyebabkan manajer berusaha mempertahankan kualitas kinerja dan tindakan ini menurunkan konflik keagenan.

Selanjutnya Rozeff (1982) dalam Ismiyanti dan Hanafi (2004), menyatakan bahwa kebijakan dividen dan kepemilikan manajerial digunakan sebagai substitusi untuk mengurangi biaya keagenan. Perusahaan dengan menetapkan persentase kepemilikan manajerial yang besar membayar dividen dalam jumlah kecil sedangkan pada persentase kepemilikan manajerial kecil menetapkan dividen pada jumlah besar.

Berdasarkan penjelasan di atas, maka hipotesisnya adalah:

H7 : Kepemilikan manajerial berpengaruh negatif dan signifikan terhadap dividen.

Menurut Chen dan Steiner (1999), variabel risiko mempunyai hubungan negatif dan signifikan terhadap kebijakan dividen. Tingginya risiko bisnis yang dihadapi oleh perusahaan akan diantisipasi dengan kebijakan pembayaran dividen yang rendah. Dividen yang rendah dapat digunakan untuk menghindari pemotongan dividen di masa mendatang

sehingga pengalokasian sebagian keuntungan pada laba ditahan dapat digunakan untuk investasi lebih lanjut.

Pengaruh risiko terhadap dividen adalah negatif. Menurut Kale dan Noe (1990) dalam Ismiyanti dan Hanafi (2004), dividen merupakan sinyal dari stabilitas aliran kas di masa mendatang. Semakin tinggi risiko yang dihadapi perusahaan maka semakin besar cadangan arus kas yang dibutuhkan perusahaan sehingga menyebabkan rendahnya pembayaran dividen. Perusahaan yang memiliki aliran kas stabil membayar dividen lebih tinggi dibandingkan perusahaan yang memiliki aliran kas tidak stabil. Aliran kas yang tidak stabil menunjukkan peningkatan tingkat risiko yang ditanggung oleh perusahaan. Kondisi tingkat risiko tinggi perusahaan membagi dividen dalam jumlah kecil karena sebagian keuntungan dialokasikan pada laba ditahan. Alokasi keuntungan ini akan digunakan sebagai sumber internal bagi kepentingan pertumbuhan.

Berdasarkan penjelasan di atas, maka hipotesisnya adalah:

H8 : Risiko berpengaruh negatif dan signifikan terhadap dividen.

Profitabilitas adalah kemampuan perusahaan menghasilkan laba (profit). Laba inilah yang akan menjadi dasar pembagian dividen perusahaan, apakah dividen tunai ataupun dividen saham. Hermi (2004) dalam Suharli dan Oktarina (2005), mengungkapkan laba diperoleh dari selisih antara harta yang masuk (pendapatan dan keuntungan) dan harta yang keluar (beban dan kerugian). Laba perusahaan tersebut dapat ditahan (sebagai laba ditahan) dan dapat dibagi (sebagai dividen) sehingga

peningkatan laba bersih perusahaan akan meningkatkan tingkat pengembalian investasi berupa pendapatan dividen bagi investor.

Smith (1971) dalam Suharli dan Oktarina (2005) menunjukkan bahwa terdapat kecenderungan yang kuat bagi perusahaan untuk menghindari pemotongan dividen. Manajer seharusnya mempertimbangkan pembayaran dividen dan hanya boleh memotong dividen apabila berada pada situasi yang ekstrem, misalnya terjadi penurunan yang drastis dalam tingkat keuntungan perusahaan. Stabilitas keuntungan penting untuk mengurangi risiko bila terjadi penurunan laba yang memaksa manajemen untuk memotong dividen (Suharli dan Oktarina, 2005). Perusahaan yang memiliki stabilitas keuntungan dapat menetapkan tingkat pembayaran dividen dan mensinyalkan kualitas atau keuntungan mereka.

Berdasarkan penjelasan di atas, maka hipotesisnya adalah:

H9: Profitabilitas berpengaruh positif dan signifikan terhadap dividen.

Perkembangan perusahaan yang tinggi akan memerlukan dana yang lebih besar untuk kesempatan investasinya. Kebutuhan dana yang besar tersebut dapat dipenuhi pertama kali yaitu dengan berasal dari dalam perusahaan yaitu retained earning (laba ditahan). Jika tingkat investasinya kecil maka dana yang tersedia untuk pembayaran dividen menjadi lebih besar.

Fama dkk. (2000) menyatakan bahwa mahalny mendanai investasi dengan *risk security* yang baru, maka dividen menjadi kurang menarik

untuk perusahaan yang tinggi tingkat investasinya. Semakin besar kesempatan investasi, semakin besar kebutuhan dananya maka berakibat pada pembayaran dividen yang semakin kecil. Sebaliknya perusahaan yang sedikit kesempatan investasinya atau investasinya lebih kecil dari *retained earning* maka akan melakukan pembayaran dividen yang lebih besar.

Berdasarkan penjelasan di atas, maka hipotesisnya adalah:

H10 : Investasi berpengaruh negatif dan signifikan terhadap dividen.

Tingkat pertumbuhan yaitu tingkat pertumbuhan yang di ukur dengan tingkat pertumbuhan asset dari tahun sebelumnya. Perusahaan yang sedang mengalami pertumbuhan akan memerlukan dana yang cukup besar guna membiayai investasinya, oleh karena perusahaan memerlukan dana untuk diinvestasikan pada aktiva tetap atau aktiva lancar yang permanen. Dana ini diperlukan baik dari sumber dana ekstern maupun intern. Apabila dana yang diperlukan untuk pertumbuhan ini diperoleh dari sumber dana intern yaitu laba yang ditahan, maka akan semakin mengurangi kemampuan perusahaan untuk membayarkan dividen.

Pertumbuhan pendapatan perusahaan yang tinggi mengindikasikan adanya kesempatan investasi yang tinggi. Pertumbuhan perusahaan merupakan harapan yang diinginkan oleh pihak internal perusahaan yaitu manajemen maupun pihak eksternal perusahaan yaitu *investor* dan *kreditor*. *Free cash flow hypothesis* mempunyai kaitan dengan pertumbuhan perusahaan, semakin tinggi pertumbuhan maka semakin banyak internal cash flow yang akan digunakan untuk membiayai pertumbuhan melalui

investasi, Myers dkk (1984) dalam Mahadwartha (2002). Perusahaan dengan pertumbuhan yang tinggi akan mempertimbangkan untuk memilih antara membayar deviden atau mempertahankan internal cash flow untuk digunakan membiayai investasi (Holder dkk, 1998, dalam Susilawati, 2000).

Berdasarkan penjelasan di atas, maka hipotesisnya adalah:

H11: *Growth* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap pembayaran dividen.

3. Hipotesis persamaan *insider ownership* dan faktor-faktor yang mempengaruhi.

Utang memiliki hubungan kausal terbalik dengan kepemilikan manajerial. Hubungan kausalitas ini menunjukkan hubungan substitusi antara kebijakan utang dengan kepemilikan manajerial dalam mengurangi konflik keagenan. Penggunaan utang tinggi meningkatkan risiko kebangkrutan sehingga manajer mengurangi proporsi kepemilikan saham (Chen dan Steiner, 1999). Menurut Friend dan Lang (1988) dalam Ismiyanti dan Hanafi (2004), kepemilikan manajerial memiliki hubungan kausal terbalik atau substitusi dengan utang. Penggunaan utang yang berlebihan akan meningkatkan biaya kebangkrutan (*bankruptch cost*) dan risiko tak terdiversifikasi (*non diversifiable risk*) sehingga mengurangi minat manajer untuk menambah kepemilikan. Fenomena ini dapat juga dijelaskan melalui hipotesis arus kas bebas (*free cash flow hypothesis*), yaitu bahwa peningkatan utang akan mengurangi arus kas (*cash flow*) karena sebagian

besar arus kas untuk membayar utang, sehingga tidak ada arus kas dalam perusahaan yang dapat dimanfaatkan oleh manajemen untuk melakukan tindakan-tindakan *perquisites* yang merugikan pemegang saham dengan sendirinya konflik keagenan tidak akan terjadi (Jensen, 1986).

Berdasarkan penjelasan di atas, maka hipotesisnya adalah:

H12 : Kebijakan utang berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kepemilikan manajerial.

Hubungan antara dividen dengan kepemilikan manajerial dijelaskan melalui hipotesis aliran kas bebas (Jensen, 1986). Melalui hipotesis ini kebijakan dividen digunakan untuk mempengaruhi kepemilikan manajerial sehingga mengurangi biaya keagenan yang berkaitan dengan arus kas bebas (*free cash flow*). Penelitian ini membuktikan hubungan substitusi antara kebijakan dividen dan kepemilikan manajerial.

Mekanisme pengurangan masalah keagenan ini dilakukan dengan cara:

- a. Menggunakan *free cash flow* untuk membayar dividen kas sehingga menghindari alokasi pada tindakan yang tidak menguntungkan (Jensen, 1986).
- b. Meningkatkan dividen untuk memperkuat posisi perusahaan dalam mencari tambahan dana dari pasar modal. Perusahaan diawasi oleh tim pengawas pasar modal atau kreditur sehingga manajer termotivasi mempertahankan atau meningkatkan kinerja (Crutchley dan Hansen, 1989).

c. Meningkatkan dividen untuk memuaskan sebagian pemegang saham yang lebih menyukai dividen atau penganut *bird in the hand theory* yang memandang bahwa dividen tinggi adalah yang terbaik, karena investor lebih suka kepastian tentang pengembalian investasinya serta mengantisipasi risiko ketidakpastian tentang kebangkrutan perusahaan (Gordon,1962) dalam Ismiyanti dan Hanafi (2004). Peningkatan dividen menyebabkan perusahaan memiliki sumber internal dalam jumlah sedikit sehingga manajer memilih melakukan diversifikasi pada kesempatan investasi yang menguntungkan.

Berdasarkan penjelasan di atas, maka hipotesisnya adalah:

H13 : Kebijakan dividen berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kepemilikan manajerial.

Risiko merupakan indikator ketidakstabilan harga saham dan *return* yang diterima oleh pemegang saham. Dewan komisaris dan manajer dipandang sebagai pihak internal yang memiliki informasi mengenai kinerja dan risiko perusahaan. Pada saat menghadapi peningkatan risiko pihak internal mengendalikan persentase kepemilikan saham dalam jumlah kecil atau sebaliknya. Menurut Demsetz dan Lehn (1985) dalam Ismiyanti dan Hanafi (2004), hubungan antara risiko dengan kepemilikan manajerial membentuk dua pengaruh, yaitu risiko berpengaruh positif dan negatif terhadap kepemilikan manajerial. Perusahaan yang beroperasi pada pasar berisiko tinggi mengalami kesulitan dalam memonitor kondisi eksternal sehingga manajer meningkatkan nilai kepemilikan saham untuk

mengawasi kondisi internal. Bagi manajer yang penghindar risiko (*risk averse*), hubungan risiko tinggi dengan kepemilikan manajerial berubah menjadi negatif. Pada tingkat risiko tinggi manajer mengurangi keterlibatan dalam kepemilikan saham dan membatasi keinginan manajer untuk memiliki perusahaan melalui kepemilikan manajerial. Manajer melakukan diversifikasi dengan persyaratan mendapat ekspektasi tingkat *return* lebih besar dibandingkan dengan insentif yang diterima dari peningkatan risiko (Demsetz dan Lehn, 1985) dalam Ismiyanti dan Hanafi (2004).

Menurut Crutchley dan Hansen (1989), serta Jensen dkk. (1992), terdapat hubungan positif antara risiko dengan kepemilikan manajerial tetapi hasil penelitian Jensen dkk. (1992) tidak signifikan. Penelitian Crutchley dan Hansen (1989), menghasilkan hubungan positif dan signifikan. Hubungan ini terjadi pada manajer yang penyuka risiko (*risk taker*). Peningkatan risiko menyebabkan perusahaan mengurangi pembayaran dividen tetapi meningkatkan kepemilikan manajerial dan utang. Peningkatan kepemilikan manajerial berarti mensejajarkan kedudukan manajer seperti pemilik atau pemegang saham sehingga bertanggung jawab terhadap kinerja perusahaan. Risiko yang semakin tinggi akan mendorong pemenuhan return yang semakin tinggi pula (*risk return trade off*) sehingga tingkat return yang cukup tinggi akhirnya manajemen akan meningkatkan kepemilikannya.

Berdasarkan penjelasan di atas, maka hipotesisnya adalah:

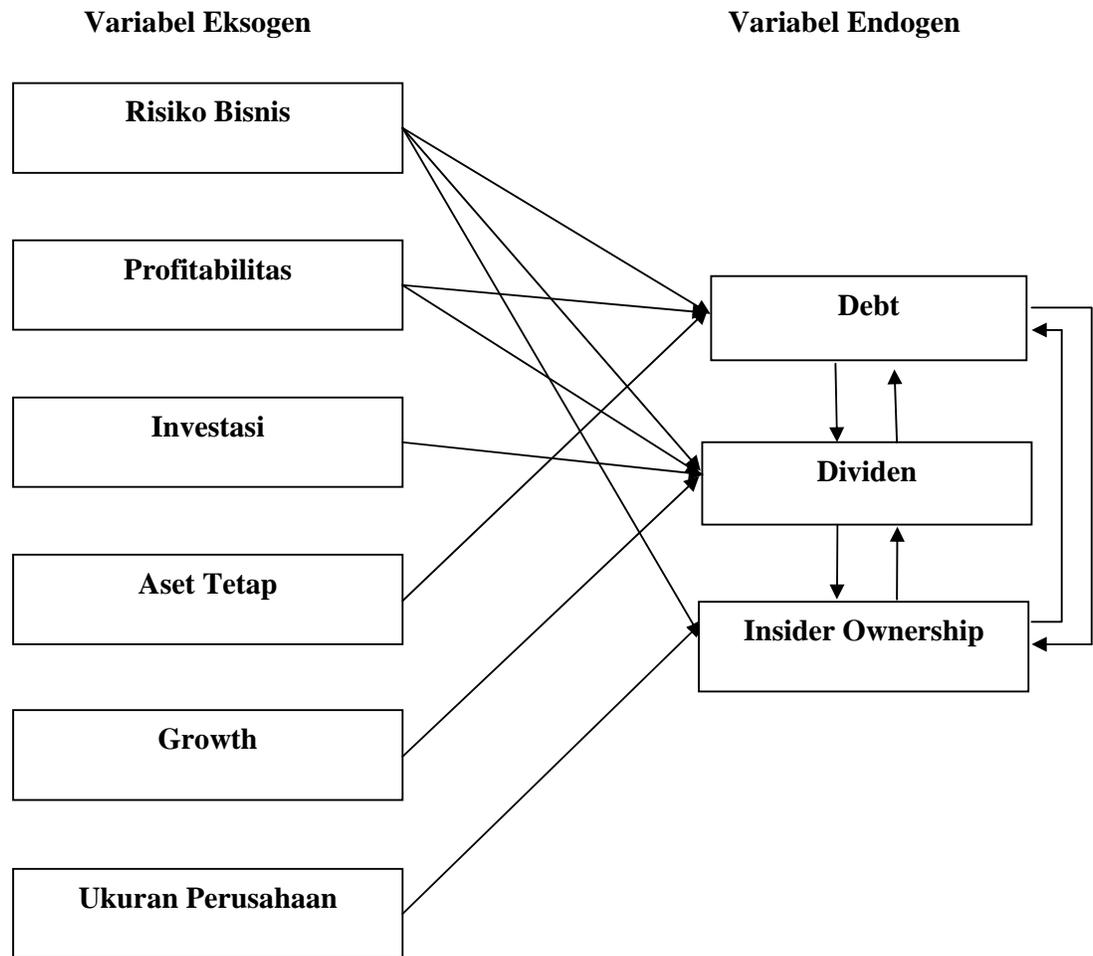
H14 : Risiko berpengaruh signifikan terhadap *insider ownership*.

Ukuran perusahaan berpengaruh negatif terhadap *managerial ownership*. Menurut Bathala dkk. (1994) *managerial ownership* lebih besar dalam perusahaan yang kecil daripada yang besar. Sebagaimana perusahaan yang lebih besar secara relatif lebih kecil proporsi lembar saham yang dimiliki oleh manajer yang memiliki perusahaan.

Berdasarkan penjelasan diatas, hipotesisnya adalah:

H15 : Ukuran perusahaan berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *insider ownership*.

D. Model Penelitian



Gambar 2.1 Kerangka skematis model penelitian untuk model persamaan simultan *insider ownership, debt dan dividend*.

Model penelitian dalam penelitian ini terdiri dari tiga persamaan secara simultan yang terdiri dari variabel endogen dan eksogen. Persamaan simultan digunakan untuk menggambarkan hubungan interelasi antara variabel dalam persamaan. Variabel (endogen) dalam satu persamaan bisa menjadi variabel

dependen (eksogen) pada persamaan lain, dan sebaliknya. Proses pengolahan menggunakan bantuan *software eviews 3.1*.

Ketiga persamaan yang akan diestimasi dalam penelitian ini diformulasikan sebagai berikut:

$$(1) \text{ DEBT} = \beta_1 + \beta_2\text{DPR} + \beta_3\text{INSD} + \beta_4\text{BETA} + \beta_5\text{PROF} + \beta_6\text{FIXED} + e$$

$$(2) \text{ DPR} = \beta_1 + \beta_2\text{DEBT} + \beta_3\text{INSD} + \beta_4\text{BETA} + \beta_5\text{PROF} + \beta_6\text{INV} + \beta_7\text{GROW} + e$$

$$(3) \text{ INSD} = \beta_1 + \beta_2\text{DEBT} + \beta_3\text{DPR} + \beta_4\text{BETA} + \beta_5\text{SIZE} + e$$

Keterangan:

DEBT = Rasio perbandingan antara nilai buku utang jangka panjang dengan nilai buku total aset perusahaan.

DPR = Rasio pembayaran dividen yang dibayarkan perusahaan.

INSD = Rasio kepemilikan saham direktur dan komesaris terhadap total *shareholder*.

BETA = Beta koreksi perusahaan.

PROF = Rasio laba operasi terhadap total aktiva.

INV = Selisih antara nilai buku aktiva tetap tahun ke t dikurangi dengan nilai buku aktiva tetap tahun ke t-1 dibagi dengan total aktiva.

FIXED = Rasio antara aset tetap terhadap total aset.

- GROW = Selisih antara penjualan perusahaan tahun ke t dikurangi dengan penjualan perusahaan tahun ke t-1 dibagi dengan penjualan perusahaan tahun ke t-1.
- SIZE = Perkalian antara jumlah saham beredar dengan harga saham akhir tahun.
- C = Konstanta.