

## **KETERKAITAN ANTARA STRUKTUR KEPEMILIKAN, TINGKAT UTANG, DAN KEBIJAKAN DIVIDEN, DALAM MENGURANGI KONFLIK KEAGENAN**

**Triasesiarta Nur**

Institut Bisnis Nusantara  
Jl. D.I. Panjaitan Kav. 24 Jakarta 13340  
(021) 8564932

### **ABSTRAK**

Tujuan dari penelitian ini adalah untuk menganalisis keterkaitan antara 4 variabel keuangan yakni kepemilikan yang terdiri dari kepemilikan manajerial dan institusi, kebijakan hutang dan kebijakan dividen. Penelitian ini menganalisa sampel perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI untuk periode waktu 2009 – 2013. Koefisien dari model penelitian diestimasi dengan menggunakan *step wise regression*. Hasil penelitian mendukung teori keagenan yakni pada pengaruh negatif dari kepemilikan manajerial terhadap kebijakan hutang; pengaruh negatif kepemilikan institusi terhadap kepemilikan manajerial; pengaruh positif kepemilikan manajerial terhadap kebijakan dividen. Sementara kebijakan hutang tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen.

### **PENDAHULUAN**

Adanya pemisahan antara kepemilikan perusahaan dengan manajemen perusahaan sering kali menjadi sumber konflik keagenan. Pihak manajemen sebagai agen, dan pihak pemegang saham menjadi prinsipal memiliki kepentingan yang tidak sejalan. Kepentingan pemegang saham yang menginginkan kemakmuran yang semaksimal mungkin tidak sejalan dengan kepentingan pihak manajemen yang mengabaikan kepentingan pemegang saham, karena mereka juga memiliki kepentingan untuk memaksimalkan kemakmuran dirinya sendiri.

Pemisahan antara kepemilikan dan manajemen perusahaan lebih jauh lagi menimbulkan kondisi asimetri informasi, di mana pihak manajemen lebih banyak menguasai informasi dibandingkan pemegang saham merupakan penyebab terjadinya konflik keagenan. Pihak manajemen mengelola perusahaan secara langsung dan tidak demikian halnya dengan pemegang saham.

Untuk mengurangi konflik antara pemegang saham dan pihak manajer, terdapat beberapa hal yang dapat dilakukan antara lain melalui monitoring investor institusional, kepemilikan manajerial, kebijakan dividen dan kebijakan hutang.

Investor institusional dalam hal ini dapat berupa kepemilikan oleh perseroan terbatas, dana pensiun maupun perusahaan asuransi. Investor institusi dapat berperan sebagai pihak yang memiliki otoritas untuk mengontrol/mengawasi kinerja manajemen. Adanya investor institusional akan meningkatkan pengawasan yang lebih optimal terhadap manajemen perusahaan.

Cara yang kedua adalah berupa kepemilikan saham bagi pihak manajemen atau kepemilikan manajerial. Cara ini untuk mengatasi perilaku oportunistik dari pihak manajemen untuk melakukan investasi pada proyek-proyek yang tidak menguntungkan. Dengan mekanisme pemberian saham diharapkan dapat menurunkan segala bentuk perilaku yang bersifat tidak efisien dan menurunkan nilai perusahaan (Jensen dan Meckling, 1976).

Kebijakan dividen dianggap dapat mengurangi konflik keagenan. Rozeff (1982) mengemukakan bahwa kepemilikan manajerial yang tinggi dapat menyebabkan dividen yang dibayarkan kepada pemegang saham menjadi rendah. Manajemen sebagai pemegang saham lebih memilih *capital gain* dibandingkan *dividend yield*. Sehingga memilih untuk menanamkan kembali keuntungan yang diperoleh perusahaan, dibandingkan dibagikan sebagai dividen. Meningkatkannya kepemilikan manajerial menyebabkan turunkan pembayaran dividen.

Cara untuk mengatasi konflik keagenan yang terakhir adalah berupa kebijakan hutang. Dengan adanya pendanaan melalui hutang, maka pihak manajemen diharuskan untuk menyelesaikan kewajiban dalam bentuk pembayaran baik pokok maupun bunga secara periodik. Kewajiban ini tentunya membatasi penyalahgunaan arus kas. Oleh karena itu kebijakan hutang dapat mengurangi segala bentuk tindakan oportunistik maupun tindakan yang tidak efisien.

Berdasarkan uraian di atas maka tujuan dari penelitian ini adalah untuk mengkaji "KETERKAITAN ANTARA STRUKTUR KEPEMILIKAN, TINGKAT UTANG, DAN KEBIJAKAN DIVIDEN, DALAM MENGURANGI KONFLIK KEAGENAN"

## KAJIAN LITERATUR DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

### Teori Keagenan (*Agency Theory*)

*Agency Theory* adalah teori yang menjelaskan *agency relationship* dan masalah-masalah yang ditimbulkannya Jensen dan Meckling (1976). *Agency relationship* merupakan hubungan antara dua pihak, di mana pihak pertama bertindak sebagai prinsipal/pemberi amanat dan pihak kedua disebut agen yang bertindak sebagai perantara yang mewakili prinsipal dalam melakukan transaksi dengan pihak ketiga. Pada *agency theory* yang disebut prinsipal adalah pemegang saham dan yang dimaksud agen adalah manajemen yang mengelola perusahaan. Pihak prinsipal memberi kewenangan kepada agen untuk melakukan transaksi atas nama prinsipal dan diharapkan dapat membuat keputusan terbaik bagi prinsipalnya Hartono dkk (2002). Dalam perusahaan yang telah *go public*, *agency relationship* dicerminkan oleh hubungan antara investor dan manajemen perusahaan, baik *board of directors* maupun *board of commissioners*. Persoalannya adalah di antara kedua pihak tersebut sering kali terjadi perbedaan kepentingan. Perbedaan tersebut mengakibatkan keputusan yang diambil oleh manajemen perusahaan kurang mengakomodasi kepentingan pihak pemegang saham. Hal inilah biasa dikenal dengan (masalah keagenan).

Masalah keagenan *agency problem* dapat muncul jika manajer suatu perusahaan memiliki kurang dari 100 persen saham biasa perusahaan tersebut. Jika perusahaan berbentuk perseorangan dan dikelola sendiri oleh pemiliknya, maka dapat diasumsikan bahwa manajer-pemilik tersebut akan mengambil setiap tindakan yang mungkin untuk memperbaiki kesejahteraanannya, terutama diukur dalam bentuk peningkatan kekayaan perorangan, dan fasilitas eksekutif seperti tunjangan, kantor yang mewah, fasilitas transportasi dan sebagainya. Akan tetapi, jika manajer-pemilik tersebut mengurangi hak kepemilikannya dengan membentuk perseroan dan menjual sebagian sahamnya kepada pihak lain (pihak luar), maka pertentangan kepentingan bisa segera muncul.

Ketika manajer memiliki 100 persen perusahaan, maka apabila dia memutuskan untuk mengeluarkan kas perusahaan untuk *excessive perquisites*, maka manajer tersebut akan menanggung seratus persen pengeluarannya. *Excessive perquisites* adalah konsumsi yang tidak ada hubungannya dengan bisnis inti perusahaan Hartono dkk (2002).

Kepentingan manajemen dan pemegang saham sering kali bertentangan, sehingga bisa terjadi konflik di antara keduanya. Hal tersebut disebabkan manajer mengutamakan kepentingan pribadi, sebaliknya pemegang saham tidak menyukai kepentingan pribadi manajer tersebut, karena pengeluaran tersebut akan menambah kos perusahaan yang menyebabkan penurunan keuntungan perusahaan dan penurunan dividen yang akan diterima. Pemegang saham menginginkan agar kos tersebut dibiayai oleh utang, tetapi manajer tidak menyukai dengan alasan bahwa utang mengandung risiko yang tinggi. Konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham dapat diminimumkan dengan suatu mekanisme pengawasan (*monitoring*) yang dapat menyejajarkan kepentingan

yang terkait tersebut. Namun dengan munculnya mekanisme pengawasan ini menyebabkan timbulnya suatu kos yang disebut *agency cost*.

### **Struktur Kepemilikan Kepemilikan Manajerial**

Kepemilikan Manajerial (*managerial ownership*) adalah tingkat kepemilikan saham pihak manajemen yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan, misalnya direktur dan komisaris. Christiawan dkk (2007). Kepemilikan manajerial ini diukur dengan proporsi saham yang dimiliki perusahaan pada akhir tahun dan dinyatakan dalam persentase. Semakin besar proporsi kepemilikan manajemen dalam perusahaan maka manajemen akan berusaha lebih giat untuk kepentingan pemegang saham yang notabene adalah mereka sendiri Mahadwartha dkk (2002)]. Argumentasi di atas menjustifikasi perlunya *managerial ownership*. Program *managerial ownership* termasuk ke dalam program kebijakan remunerasi untuk mengurangi masalah keagenan antara manajemen dan pemegang saham.

Kepemilikan manajerial dalam kaitannya dengan kebijakan utang dan dividen mempunyai peranan penting yaitu mengendalikan kebijakan keuangan perusahaan agar sesuai dengan keinginan pemegang saham atau sering disebut *bonding mechanism*. *Bonding mechanism* berusaha menyamakan kepentingan dari pemegang saham dengan kepentingan dari manajemen melalui program-program yang mengikat kekayaan pribadi manajemen ke dalam kekayaan perusahaan. Kebijakan utang dan dividen akan mengurangi konflik antara pemegang saham dan agen Jensen dan Meckling (1976).

### **Kepemilikan Institusi**

Kepemilikan institusional memiliki peranan yang sangat penting dalam meminimalisasi konflik keagenan yang terjadi antara manajer dan pemegang saham. Keberadaan investor institusional dianggap mampu menjadi mekanis memonitoring yang efektif dalam setiap keputusan yang diambil oleh manajer. Hal ini disebabkan investor institusional terlibat dalam pengambilan yang strategis sehingga tidak mudah percaya terhadap tindakan manipulasi laba. Kepemilikan institusional adalah kepemilikan saham perusahaan yang dimiliki oleh institusi atau lembaga seperti perusahaan asuransi, bank, perusahaan investasi dan kepemilikan institusi lain Mahadwartha dkk (2002)

Kepemilikan institusional memiliki arti penting dalam memonitor manajemen karena dengan adanya kepemilikan oleh institusional akan mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal. Monitoring tersebut tentunya akan menjamin kemakmuran untuk pemegang saham, pengaruh kepemilikan institusional sebagai agen pengawas ditekan melalui investasi mereka yang cukup besar dalam pasar modal. Tingkat kepemilikan institusional yang tinggi akan menimbulkan usaha pengawasan yang lebih besar oleh pihak investor institusional sehingga dapat menghalangi perilaku *opportunistic manager*. Penelitian ini semakin besar kepemilikan oleh institusi keuangan maka semakin besar pula kekuatan suara dan dorongan untuk mengoptimalkan nilai perusahaan. Kepemilikan institusional memiliki kelebihan antara lain:

### **Kebijakan Utang**

Kebijakan utang adalah kebijakan yang diambil perusahaan untuk melakukan pembiayaan melalui utang. Kebijakan utang sering diukur dengan *debt ratio*. *Debt ratio* adalah total utang (baik utang jangka pendek maupun jangka panjang) dibagi dengan total aktiva (baik aktiva lancar maupun aktiva tetap) Kieso et al, (2006). Rasio ini menunjukkan besarnya utang yang digunakan untuk perusahaan dalam rangka menjalankan aktivitas operasionalnya. Semakin besar rasio menunjukkan semakin besar tingkat ketergantungan perusahaan terhadap

pihak eksternal (kreditor) dan semakin besar biaya utang (biaya bunga) yang harus dibayar perusahaan. Hal ini akan berdampak pada profitabilitas perusahaan karena sebagian pendapatan digunakan untuk membayar utang.

Menurut Jensen dan Meckling, penggunaan *debt* akan mengurangi konflik antara *shareholders* dan agen. Ditinjau dari *free cash flow hypothesis*, bila perusahaan mempunyai cukup banyak *cash flow* dalam perusahaan maka dengan pengawasan yang tidak efektif dari pemegang saham akan menciptakan *perquisites* atau tindakan manajemen untuk menggunakan *cash flow* tersebut demi kepentingan sendiri. Adanya pihak ketiga (*debt holders*) diharapkan membantu mengurangi tindakan *perquisites* ini. Kebijakan utang lebih efektif dalam mengurangi *agency cost of equity* karena adanya *legal liability* dari manajemen untuk memenuhi kewajibannya kepada kreditor yang terkait dengan biaya kebangkrutan. Dividen di satu sisi tidak mempunyai *legal liability* kepada pemegang saham jika perusahaan tidak mampu membayarkan dividen.

### **Kebijakan Dividen**

Kebijakan dividen merupakan keputusan yang sangat penting dalam perusahaan. Kebijakan ini akan melibatkan dua pihak yang memiliki kepentingan berbeda yaitu pihak pertama, para pemegang saham dan pihak kedua, manajemen perusahaan itu sendiri. Manajemen mempunyai dua alternatif perlakuan terhadap laba bersih sesudah pajak atau EAT (*Earning After Tax*). Dua alternatif tersebut yaitu dibagi kepada para pemegang saham dalam bentuk dividen dan diinvestasikan kembali ke perusahaan sebagai laba ditahan. Dalam perusahaan pada umumnya, sebagian EAT dibagi dalam bentuk dividen dan sebagian lagi diinvestasikan kembali, artinya manajemen harus membuat suatu kebijakan dividen yang menyangkut penggunaan laba yang menjadi hak para pemegang saham dengan menentukan besarnya EAT yang dibagi sebagai dividen dan besarnya EAT yang ditahan. Persentase dividen yang dibagikan kepada pemegang saham dibandingkan dengan EAT disebut dengan *Dividen Payout Ratio*.

Dividen merupakan bentuk distribusi laba yang dibagikan oleh perusahaan kepada pemegang saham sesuai dengan proporsi lembar saham yang dimilikinya. Bagi seorang investor, dividen merupakan komponen *return* di samping *capital gain*. Besar kecilnya dividen akan sangat bergantung pada besar kecilnya laba yang diperoleh serta proporsi laba yang akan dibagikan kepada pemegang saham. Dividen dibedakan menjadi beberapa jenis yaitu *cash dividend*, *property dividend*, *scrip dividend*, *liquidating dividend*, *stock dividend* (Kieso et al, 2006). Dalam penelitian yang dilakukan, dividen yang digunakan adalah dividen kas.

Kebijakan dividen adalah suatu keputusan untuk menentukan besarnya bagian laba yang akan dibagikan kepada para pemegang saham. Kebijakan dividen ini sangat penting bagi perusahaan, karena pembayaran dividen mungkin mempengaruhi nilai perusahaan dan laba ditahan yang biasanya merupakan sumber dana internal yang terbesar dan terpenting bagi pertumbuhan perusahaan. Terdapat beberapa teori yang dapat digunakan sebagai landasan dalam membuat kebijakan yang tepat bagi perusahaan.

### **Kepemilikan Manajerial dan Kebijakan Hutang dalam perspektif teori keagenan.**

Kebijakan hutang menggambarkan total hutang jangka panjang yang digunakan perusahaan untuk membiayai kegiatan operasionalnya Vidyantie dan Handayani, (2006). Hutang merupakan salah satu alternatif yang dapat digunakan perusahaan untuk mengatasi kesulitan keuangan (Christiawan dkk, 2007) Namun tingkat hutang yang terlalu tinggi juga dapat meningkatkan risiko kebangkrutan karena perusahaan mengalami *financial distress*. Oleh sebab itu manajer akan berusaha menekan serendah mungkin jumlah hutang yang dimiliki perusahaan.

Nuringsih (2010) menemukan hubungan negatif antara kebijakan hutang berpengaruh negatif terhadap kepemilikan manajerial. Demikian pula halnya dengan Kartika (2006) menemukan hubungan negatif dan signifikan. Hal serupa juga ditemukan oleh Putri dkk (2006) di mana pada level hutang yang tinggi akan meningkatkan risiko perusahaan, sehingga manajer akan memberikan umpan balik dengan mengurangi kepemilikan di dalam perusahaan. Sedangkan Vidyantie dkk (2006) menemukan hubungan yang negatif dan tidak signifikan.

Pendanaan dengan menggunakan hutang akan meningkatkan probabilitas atau kemungkinan perusahaan akan mengalami kesulitan keuangan atau bahkan kebangkrutan. Sebagai manajer sekaligus pemilik perusahaan, maka manajer akan mencoba untuk meminimalkan kondisi kemungkinan terjadinya *financial distress* dengan mengurangi pendanaan yang berasal dari hutang.

Sebaliknya Ismiyanti dkk (2004) menyatakan bahwa terdapat hubungan positif antara kepemilikan manajerial dan kebijakan hutang. Penggunaan modal hutang mengurangi kebutuhan ekuitas eksternal dan meningkatkan proporsi kepemilikan manajerial. Berdasarkan uraian di atas:

### **Ha<sub>1</sub>: Kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap kebijakan hutang**

#### **Kebijakan Dividen dan kepemilikan Manajerial dalam perspektif teori keagenan.**

Kebijakan dividen menentukan berapa banyak laba perusahaan yang harus dibayarkan kepada pemegang saham, berupa dividen, dan berapa banyak yang harus ditanam kembali di dalam perusahaan, berupa laba ditahan (*retained earning*). Perusahaan yang menetapkan dividen yang rendah memiliki laba ditahan yang tinggi atau memiliki laba internal yang relatif besar Kartika, hal.140, [9]. Sebaliknya jika perusahaan menetapkan dividen yang tinggi, perusahaan memiliki laba ditahan yang relatif rendah sehingga berdampak pada keterbatasan sumber dana internal.

Mahadwartha, (2003) menyimpulkan bahwa kebijakan dividen berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kepemilikan manajerial. Sedangkan Kartika, (2006) menemukan hubungan positif. Vidyantie dkk (2006) menyatakan hubungan yang positif dan tidak signifikan. Dividen yang tinggi dapat memberikan manajer tingkat kepercayaan yang tinggi akan tingkat pendapatan perusahaan di masa datang yang akan meningkat sehingga manajer yang menginginkan keuntungan dari pembagian dividen di masa datang akan meningkatkan kepemilikannya.

Kepemilikan manajerial yang tinggi menyebabkan peningkatan pembayaran dividen kepada pemegang saham. Pembayaran dividen merupakan salah satu cara untuk mengatasi *agency cost of equity* (Rozeff, 1982). Konflik antara pemegang saham dengan pihak manajemen akan berkurang dengan adanya pembayaran dividen. Berdasarkan uraian di atas:

### **Ha<sub>2</sub>: Kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap kebijakan dividen**

#### **Kepemilikan Institusional dan Kepemilikan Manajerial dalam perspektif teori keagenan**

Struktur kepemilikan saham dalam perusahaan terdiri dari proporsi kepemilikan institusional dan kepemilikan manajerial Harjito dan Nurfauziah (2006) Kepemilikan institusional adalah proporsi saham perusahaan yang dimiliki oleh pihak institusional (eksternal), seperti perusahaan investasi, bank, perusahaan asuransi dan lembaga lain.

Nuringsih (2010) menemukan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh secara negatif terhadap kepemilikan manajerial. Penelitian yang dilakukan oleh Ismiyanti dan Hanafi, (2004) menemukan bahwa kepemilikan institusional memiliki hubungan negatif dengan kepemilikan manajerial. Hasil tersebut didukung oleh penelitian Kartika, (2006) yang juga menemukan hasil serupa. Semakin besar

kepemilikan institusional akan meningkatkan pengawasan pihak eksternal terhadap perusahaan sehingga mengurangi minat manajer untuk memperbesar kepemilikannya

Hubungan yang saling mempengaruhi secara negatif antara kepemilikan institusional dengan kepemilikan insider. Ketika kepemilikan institusional meningkat, maka hal sebaliknya akan terjadi pada kepemilikan manajerial. Monitoring terhadap perusahaan akan lebih terkonsentrasi pada pemegang saham institusi, sebagai akibatnya pihak manajerial akan mengurangi kepemilikannya.

Penelitian Vidyantie dkk (2006) menunjukkan hasil negatif dan tidak signifikan Putri dkk (2006) menemukan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap kepemilikan manajerial. Dengan meningkatnya saham institusional dapat menyebabkan berkurangnya hak bicara manajer dalam pembuatan keputusan. Oleh sebab itu untuk menghindari hal tersebut, manajer akan meningkatkan kepemilikannya di dalam perusahaan. Berdasarkan uraian di atas:

### **Ha<sub>3</sub>: Kepemilikan institusional berpengaruh terhadap kepemilikan manajerial**

#### **Kebijakan Hutang dan Kebijakan Dividen dalam perspektif teori keagenan**

Berdasarkan penjelasan *balancing model of agency cost* dalam Mahadwarta dkk (2002) dijelaskan bahwa kebijakan utang mempengaruhi kebijakan dividen dengan hubungan yang negatif. Perusahaan dengan tingkat utang yang tinggi akan berusaha untuk mengurangi *agency cost of debt*-nya dengan mengurangi utang, sehingga untuk membiayai investasinya digunakan pendanaan dari aliran kas internal. Aliran kas internal yang sebelumnya dapat digunakan untuk pembayaran dividen, akan direlakan pemegang saham untuk membiayai investasi.

Kebijakan utang memiliki hubungan negatif terhadap kebijakan dividen dikonfirmasi oleh Ismiyanti dan Hanafi (2004). Kebijakan utang berpengaruh terhadap kebijakan dividen dalam *agency cost*. Peningkatan penggunaan utang menurunkan tingkat konflik antara manajer dengan pemilik sehingga pemilik tidak terlalu menuntut pembayaran dividen yang tinggi. Penggunaan utang dalam menurunkan konflik antar manajer dengan pemilik akan menggeser konflik antara pemilik dan kreditor.

### **Ha<sub>4</sub>: Kebijakan hutang berpengaruh terhadap kebijakan dividen**

#### **Variabel Kontrol**

Penelitian ini menggunakan variabel ROE (*Return on Equity*) dan SIZE sebagai variabel kontrol.

#### **Variabel ROE dan SIZE terhadap Kebijakan Hutang**

Hardiningsih dan Oktaviani (2012) menggunakan sampel dengan jumlah 135 sampel perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia yang *listed* di tahun 2007-2011. Hasil penelitiannya menunjukkan ROE berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang. Sementara SIZE berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang.

Amirya dan Atmini (2008) menggunakan sampel sebanyak 33 perusahaan dari perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia yang *listed* di tahun 2003-2004. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa ROE berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang. Sementara SIZE berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang.

Berdasarkan uraian di atas maka variabel ROE dan SIZE adalah variabel-variabel yang biasa digunakan untuk menjelaskan perilaku kebijakan hutang, sehingga dalam penelitian ini digunakan sebagai variabel kontrol.

### **Variabel ROE dan SIZE terhadap Kebijakan Dividen**

Ayu dan I Gusti (2015) menggunakan sampel sebanyak 10 perusahaan dari perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia yang *listed* di tahun 2011-2013. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa ROE berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen. Sementara SIZE berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen.

Damaris dan Kiswanto (2015) menggunakan sampel sebanyak 17 perusahaan dari perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia yang *listed* di tahun 2011-2013. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa ROE berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Sama dengan SIZE yang berpengaruh positif juga terhadap kebijakan dividen.

Dwi dan Devi (2015) menggunakan sampel sebanyak 105 perusahaan dari perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia yang *listed* di tahun 2009-2012. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa ROE berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Sementara SIZE berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen.

Berdasarkan uraian di atas maka variabel ROE dan SIZE adalah variabel-variabel yang biasa digunakan untuk menjelaskan perilaku kebijakan dividen, sehingga dalam penelitian ini digunakan sebagai variabel kontrol.

### **Variabel ROE dan SIZE terhadap Struktur Kepemilikan**

Fransiska (2012) menggunakan sampel sebanyak 35 perusahaan dari perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia yang *listed* di tahun 2009-2011. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa ROE berpengaruh negatif terhadap struktur kepemilikan. Sementara SIZE berpengaruh positif terhadap struktur kepemilikan.

Lorenza dan Marjam (2015) menggunakan sampel sebanyak 13 perusahaan dari perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia yang *listed* di tahun 2008-2012. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa ROE berpengaruh positif terhadap struktur kepemilikan. Sementara SIZE berpengaruh negatif terhadap struktur kepemilikan.

Berdasarkan uraian di atas maka variabel ROE dan SIZE adalah variabel-variabel yang biasa digunakan untuk menjelaskan perilaku struktur kepemilikan, sehingga dalam penelitian ini digunakan sebagai variabel kontrol.

## **METODOLOGI PENELITIAN**

Metode yang digunakan dalam penelitian ini adalah metode analisis regresi *step wise*. Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan *go public* yang terdaftar di perusahaan BEI. Pemilihan sampel dilakukan berdasarkan metode *purposive sampling* dengan tujuan untuk mendapatkan sampel yang representatif sesuai dengan kriteria yang telah ditentukan sebanyak 193 perusahaan manufaktur, namun perusahaan yang memiliki kelengkapan data hanya 118 perusahaan. Perusahaan inilah yang diolah untuk membuktikan hipotesis yang diajukan. Data yang digunakan dalam penelitian ini bersumber dari laporan keuangan tahunan yang dipublikasikan di BEI, diperoleh dari *Indonesia Capital Market Directory* (ICMD).

Teknik pengambilan sampel yang digunakan yaitu *purpose sampling* dengan tujuan untuk mendapatkan sampel yang representatif sesuai dengan kriteria yang ditentukan. Adapun kriteria yang digunakan untuk memilih sampel yaitu sebagai berikut:

1. Perusahaan yang terdaftar di BEI periode tahun 2009 sampai dengan 2013, perusahaan jenis manufaktur.
2. Perusahaan tidak *delisting* selama periode 2009-2013.

3. Perusahaan yang memiliki laporan keuangan yang lengkap selama periode penelitian.

Berdasarkan kriteria tersebut di atas maka terdapat 118 perusahaan atau 590 observasi.

Penelitian ini menggunakan tiga model penelitian sebagai berikut:

$$DER = \alpha_1 + \beta_1 \text{MANAGERIAL} + \beta_2 \text{DPO} + \beta_3 \text{ROE} + \beta_4 \text{SIZE} + e_i \dots \dots \dots (1)$$

$$\text{MANAGERIAL} = \alpha_2 + \beta_9 \text{DPO} + \beta_{10} \text{DER} + \beta_{11} \text{INST} + \beta_{12} \text{ROE} + \beta_{13} \text{SIZE} + e_i \dots \dots \dots (2)$$

$$\text{DPO} = \alpha_3 + \beta_5 \text{DER} + \beta_6 \text{MANAGERIAL} + \beta_7 \text{ROE} + \beta_8 \text{SIZE} + e_i \dots \dots \dots (3)$$

Keterangan:

$\alpha_1, \alpha_2, \alpha_3, \alpha_4$  = konstanta

$\beta_1 \dots \beta_{21}$  = koefisien variabel

DER = kebijakan hutang

MANAGERIAL = *insider ownership*, persentase kepemilikan oleh manajer

DPO = rasio pembayaran dividen

INST = kepemilikan institusi

SIZE = ukuran perusahaan

ROE = profitabilitas perusahaan atau *return on equity*

### Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel

Definisi dan pengukuran masing-masing variabel akan dijelaskan sebagai berikut:

#### 1. Kebijakan Dividen

Dividen yang dimaksud adalah bagian dari laba bersih yang diberikan perusahaan kepada para pemegang saham. *Dividend Payout Ratio* digunakan sebagai proksi dari kebijakan dividen, Putri dan Nasir, hal.20, [10]

$$\text{Dividend Payout Ratio} = \frac{\text{Dividen}}{\text{Laba Bersih}}$$

#### 2. Kepemilikan Manajerial

Kepemilikan manajerial adalah pemegang saham dari pihak manajemen yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan di dalam perusahaan, misalnya direktur dan komisaris, Jensen dan Meckling, hal.345, [1]. Variabel ini diukur dari jumlah persentase saham yang dimiliki manajemen pada akhir tahun. Pengukuran kepemilikan manajerial ini sesuai dengan yang digunakan dalam penelitian Nuringsih, hal.30, [8].

$$\text{Kepemilikan Manajerial} = \frac{\text{Total saham beredar}}{\text{Jumlah saham pihak manajemen}}$$

#### 3. Kebijakan Utang

Kebijakan utang diproksikan dengan *Debt to Equity Ratio* (DER) yaitu perbandingan total utang jangka panjang dengan modal sendiri. Semakin rendah DER maka semakin kecil utang yang dimiliki dan kemampuan untuk membayar hutang akan semakin kecil.

$$\text{Debt to Equity Ratio (DER)} = \frac{\text{Total Aset}}{\text{Total Utang}}$$

#### 4. Profitabilitas (variabel kontrol)

Profitabilitas menggambarkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba dibandingkan dengan aset yang dimilikinya. Variabel profitabilitas sebagai variabel independen yang ke tiga diproksikan dengan *Return on Equity* (ROE). ROE dinyatakan sebagai perbandingan laba bersih (setelah pajak) terhadap total aset Nuringsih, hal.34, [8]. Secara matematis ROE diformulasikan sebagai berikut.



$$\text{Return on equity (ROE)} = \frac{\text{Total Equity}}{\text{Laba Bersih}}$$

### 5. SIZE ( variabel kontrol )

Variabel ini diberikan simbol SIZE. Ukuran perusahaan dapat diartikan sebagai besar kecilnya perusahaan dapat dilihat dari nilai *equity*, nilai perusahaan, ataupun hasil nilai total aktiva dari suatu perusahaan. Besar kecilnya ukuran suatu perusahaan akan berpengaruh terhadap struktur modal, semakin besar perusahaan, maka akan semakin besar pula dana yang dibutuhkan perusahaan untuk melakukan investasi. Semakin besar ukuran suatu perusahaan maka kecenderungan menggunakan modal asing juga akan semakin besar. Hal ini disebabkan karena perusahaan besar membutuhkan dana yang besar untuk menunjang operasionalnya. Perusahaan besar dapat memiliki masalah keagenan yang lebih (karena lebih sulit untuk dimonitor) sehingga membutuhkan *corporate governance* yang lebih baik. Di sisi lain, perusahaan kecil bisa memiliki kesempatan bertumbuh yang tinggi, sehingga membutuhkan dana eksternal dan seperti argumen di atas, membutuhkan mekanisme *corporate governance* yang lebih baik. Dengan demikian penelitian menggunakan variabel ukuran perusahaan sebagai variabel kontrol. Ukuran perusahaan diukur dengan menggunakan logaritma natural dari total aset, Chirstiawan, hal.8, [7].

$$\text{SIZE} = \text{Ln (Total Asset)}$$

## HASIL PENELITIAN

### Model 1 Penelitian

Pengujian model 1 yang bertujuan untuk menganalisis pengaruh Managerial, ROE, dan SIZE terhadap DER seperti yang terlihat pada tabel berikut:

Tabel

Dependent Variable: DER

Method: Stepwise Regression

Date: 02/28/16 Time: 21:10

Sample: 2010 2013

Included observations: 472

Number of always included regressors: 4

Number of search regressors: 1

Selection method: Stepwise forwards

Stopping criterion: p-value forwards/backwards = 0.5/0.5

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.*
C	0.409315	1.782732	0.229600	0.8185
MANAGERIAL	-0.056995**	0.030051	-1.896649	0.0585
ROE	-0.048170***	0.003633	-13.26068	0.0000
SIZE	0.121409	0.124310	0.976664	0.3292
R-squared	0.275490	Mean dependent var		1.606165
Adjusted R-squared	0.270846	S.D. dependent var		5.132220
S.E. of regression	4.382429	Akaike info criterion		5.801522
Sum squared resid	8988.262	Schwarz criterion		5.836751
Log likelihood	-1365.159	Hannan-Quinn criter.		5.815379
F-statistic	59.31799	Durbin-Watson stat		1.378171
Prob(F-statistic)	0.000000			

\* = signifikan pada tingkat alpha 10%

\*\* = signifikan pada tingkat alpha 5%

\*\*\* = signifikan pada tingkat alpha 1%

Berdasarkan pada hasil regresi *step wise* di atas terlihat bahwa terdapat pengaruh negatif dan signifikan pada tingkat alpha 5% dari kepemilikan manajerial terhadap kebijakan hutang. Dengan demikian hipotesis alternatif 1 diterima. Hasil penelitian ini berseberangan dengan penelitian Ismiyanti dkk (2004) yang menyatakan bahwa ada hubungan DER, Manajerial, Variabel kontrol ROE berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang. Hal tersebut berarti semakin tinggi profitabilitas perusahaan maka semakin rendah hutang perusahaan. Semakin tinggi keuntungan perusahaan maka akumulasi laba ditahan perusahaan akan semakin besar, maka semakin besar pula dana yang tersedia bagi perusahaan, dan dana tersebut tidak berasal dari hutang.

Hasil dari Uji F menunjukkan nilai probabilitas sebesar 0.0000 yang berarti secara bersama-sama kepemilikan manajerial, ROE, dan SIZE mempengaruhi kebijakan hutang. Variabel Manajerial, ROE dan SIZE mampu menjelaskan variasi kebijakan hutang sebesar 27%, sisanya diterangkan oleh faktor-faktor lain.

Untuk perusahaan-perusahaan manufaktur, yang *listed* di BEI periode 2009-2013 terlihat bahwa semakin besar kepemilikan manajerial, maka pendanaan yang diperoleh dari hutang akan semakin rendah. Hal ini disebabkan karena semakin besar hutang maka akan semakin membuat probabilitas perusahaan akan mengalami *financial distress* akan semakin tinggi. Pihak manajemen yang juga sebagai pemegang saham perusahaan sangat berkepentingan terhadap keberlangsungan perusahaan, oleh karenanya semakin tinggi kepemilikan manajerial maka pihak manajemen akan berupaya untuk tidak mengandalkan pada pendanaan dari hutang.

### Pengujian Hipotesis Model 2

Pengujian model 2 yang bertujuan untuk menganalisis pengaruh Institusi, ROE, dan SIZE terhadap kepemilikan manajerial dapat dilihat pada tabel sebagai berikut ini:

**Tabel**

Dependent Variable: MANAGERIAL

Method: Stepwise Regression

Date: 02/28/16 Time: 21:28

Sample: 2010 2013

Included observations: 472

Number of always included regressors: 4

Number of search regressors: 1

Selection method: Stepwise forwards

Stopping criterion: p-value forwards/backwards = 0.5/0.5

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.*
C	27.21203 ***	2.882465	9.440542	0.0000
INSTITUSI	-0.133212***	0.016997	-7.837417	0.0000
SIZE	-1.035677***	0.175851	-5.889527	0.0000
ROE	-0.002470	0.005353	-0.461346	0.6448
R-squared	0.165714	Mean dependent var		2.725318
Adjusted R-squared	0.158568	S.D. dependent var		6.901788
S.E. of regression	6.330983	Akaike info criterion		6.539325
Sum squared resid	18717.99	Schwarz criterion		6.583361
Log likelihood	-1538.281	Hannan-Quinn criter.		6.556647
F-statistic	23.19000	Durbin-Watson stat		0.937027
Prob(F-statistic)	0.000000			

\* = signifikan pada tingkat alpha 10%

\*\* = signifikan pada tingkat alpha 5%

\*\*\* = signifikan pada alpha 1%

Berdasarkan dari metode *step wise regreesion* di atas terlihat bahwa terdapat pengaruh negatif dan signifikan dari kepemilikan institusi terhadap kepemilikan manajerial. Dengan demikian hipotesis alternatif 2 diterima. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian Kartika (2006) dan Vidyantie dkk (2006).

Hasil dari Uji F menunjukkan nilai probabilitas sebesar 0.0000 yang berarti secara bersama-sama kepemilikan institusi, ROE, dan SIZE mempengaruhi kepemilikan manajerial. Variabel Institusi, ROE dan SIZE mampu menjelaskan variasi kepemilikan manajerial sebesar 15.8%, sisanya diterangkan oleh faktor-faktor lain.

Variabel kontrol SIZE berpengaruh negatif terhadap kepemilikan manajerial, hal tersebut berarti semakin besar ukuran perusahaan, maka semakin rendah kepemilikan manajerial.

Untuk perusahaan-perusahaan manufaktur, yang *listed* di BEI periode 2009-2013 terlihat bahwa kepemilikan institusi yang tinggi akan menyebabkan kepemilikan manajerial yang rendah. Diasumsikan kepemilikan institusi akan menyebabkan pengawasan terhadap perusahaan publik akan semakin meningkat. Hal tersebut akan mengakibatkan para manajer (eksekutif) tidak berupaya untuk menambah kepemilikannya.

### Pengujian Hipotesis Model 3

Pengujian model 3 yang bertujuan untuk menganalisis pengaruh kebijakan hutang, kepemilikan manajerial, ROE dan SIZE terhadap kebijakan dividen dapat dilihat pada tabel sebagai berikut ini:

**Tabel**

Dependent Variable: DPO

Method: Stepwise Regression

Date: 02/28/16 Time: 21:43

Sample: 2010 2013

Included observations: 472

Number of always included regressors: 5

Number of search regressors: 1

Selection method: Stepwise forwards

Stopping criterion: p-value forwards/backwards = 0.5/0.5

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.*
C	100.6257*	51.44031	-1.956163	0.0510
DER	-0.104472	1.094624	-0.095441	0.9240
MANAGERIAL	2.515213***	0.756636	3.324203	0.0010
ROE	0.034616	0.100682	0.343818	0.7311
SIZE	4.814492	2.983949	1.613463	0.1073
R-squared	0.025834	Mean dependent var		14.19953
Adjusted R-squared	0.015382	S.D. dependent var		104.2832
S.E. of regression	103.4781	Akaike info criterion		12.12923
Sum squared resid	4989795.	Schwarz criterion		12.18207
Log likelihood	-2856.498	Hannan-Quinn criter.		12.15001
F-statistic	2.471581	Durbin-Watson stat		1.976886
Prob(F-statistic)	0.031693			

\* = signifikan pada tingkat alpha 10%

\*\* = signifikan pada tingkat alpha 5%

\*\*\* = signifikan pada alpha 1%

Berdasarkan hasil metode regresi *step wise* terlihat bahwa kepemilikan kebijakan hutang tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen, atau Ho3 diterima. Kepemilikan manajerial berpengaruh positif dan secara statistik signifikan pada level alpha 1%, atau Ha4 diterima.

Semakin tinggi kepemilikan manajerial semakin tinggi pula dividen yang dibayarkan kepada pemegang saham. dividen yang dibagikan kepada pemegang saham merupakan sinyal yang diberikan pada pihak manajemen bahwa perusahaan memiliki ekspektasi arus kas yang meningkat, karena perusahaan memiliki investasi pada proyek-proyek yang menguntungkan.

Hasil dari uji F menunjukkan nilai probabilitas sebesar 0.003 yang berarti secara bersama-sama DER, Manajer, ROE, dan SIZE mempengaruhi *Dividend Payout*.

## **KESIMPULAN dan SARAN**

### **Kesimpulan**

Tujuan dari penelitian ini adalah menguji keterkaitan struktur kepemilikan, kebijakan utang, dan kebijakan dividen dalam mengurangi konflik keagenan. Penelitian ini mengambil periode pengamatan selama lima tahun yaitu dari tahun 2009 sampai dengan 2013, di mana jumlah sampel yang digunakan yaitu 118 perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Hasil analisis dalam penelitian ini dapat disimpulkan sebagai berikut:

1. Variabel kepemilikan manajerial berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang.
2. Variabel kepemilikan institusi berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kepemilikan manajerial.
3. Variabel kepemilikan manajerial berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen.
4. Variabel kebijakan hutang tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen.

### **Saran**

Pada penelitian selanjutnya dapat dipertimbangkan untuk menambah jangka waktu penelitian maupun variabel penelitian lainnya seperti misalnya arus kas bebas yang dapat mempengaruhi keterkaitan antara keempat variabel keuangan yang telah diteliti. Perusahaan memiliki hak untuk melakukan kebijakan keuangan dalam rangka mengurangi konflik keagenan. Kepemilikan manajerial dan kebijakan hutang dapat saling menggantikan atau bersifat substitusi, demikian halnya juga dengan kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusi. Sementara itu kebijakan dividen dan kepemilikan manajerial dapat saling melengkapi.

## **DAFTAR PUSTAKA**

Christiawan, Yulius Jogi, dan Josua Tarigan. 2007. Kepemilikan Manajerial: Kebijakan Hutang, Kinerja dan Nilai Perusahaan. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*, Vol. 9, No. 1, Mei, hlm. 1-8

Damaris Simanjuntak, Kiswanto. 2015. Determinan Kebijakan Dividen Pada Perusahaan Manufaktur Di Indonesia Tahun 2001-2013. *Jurnal Dinamika Akuntansi*, Vol. 7, No. 2, Hlm. 150-160.

Dwi Ratmono, Devi Indriyani. 2015. Determiann Kebijakan Dividen Perusahaan : Pengujian Terhadap Teori Siklus Hidup. *Jurnal Dinamika Akuntansi*, Vol. 7, No. 1, Hlm.52-62.

Fransiska Dhoru Senda. 2012. Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusi, Kebijakan Dividen, Profitabilitas, Leverage Final Dan Investment Oppurtunity Set Terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Dinamika Akuntansi*, Vol. 1, No.2, Hlm.102.

Harjito, D. Agus dan Nurfauziah. 2006. Hubungan Kebijakan Hutang, Insider Ownership dan Kebijakan Dividen dalam Mekanisme Pengawasan Masalah Agensi di Indonesia. *Jurnal Akuntansi dan Audit Indonesia*, Vol. 10, No. 2, Desember, hlm.161-179.

Hartono, Rudy Agung dan Apriani D. R. Atahau. 2007. Analisis Interdependensi Insider Ownership. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis*. Vol. 13, No. 1, Hal. 1-19.

Ismiyanti, Fitri dan Mamduh M. Hanafi. 2004. Struktur Kepemilikan, Risiko dan Kebijakan Keuangan: Analisis Persamaan Simultan. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*, Vol. 19, No. 2, April, hlm. 176-196.

Jensen, Michael C dan William H. Meckling. 1976. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*. Vol. 3, No. 4, Hal. 305-360.

Kieso, Donald E; Jerry J. Weygandt dan Terry D. Warfield. 2006. *Intermediate Accounting*. International Edition. New York: John Wiley & Sons.

Lorenza Chiquita Sumanti, Marjam Mangantar. 2015. Analisis Kepemilikan Managerial, Kebijakan Hutang dan Profitabilitas Terhadap Kebijakan Dividen dan Nilai Perusahaan Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Dinamika Akuntansi*, Vol. 3, No.1, Hlm. 67.

Mahadwartha, Putu Anom dan Jogiyanto Hartono. 2002. Uji Teori Keagenan dalam Hubungan Interpendensi antara Kebijakan Hutang dengan Kebijakan Dividen. Simposium Nasional Akuntansi V. Semarang.

Mahadwartha, Putu Anom. 2003. Predictability Power of Dividend Policy and Leverage Policy to Managerial Ownership: an Agency Theory Perspective. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*, Vol. 18, No. 3, hlm. 288-297.

Mirna Amirya Dan Sari Atmini. 2008. Determinan Tingkat Utang Serta Hubungan Tingkat Utang Terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Akuntansi, Dan Keuangan Indonesia*, Vol. 5, No. 2, Hlm 227.

N, Kartika. 2006. Penggunaan Path Analysis untuk Memediasi Pengaruh Kepemilikan Managerial terhadap Risiko dalam Menekan Konflik Keagenan. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, Vol. 8, No. 2, Agustus, hlm. 135-150.

Niluh Ayu Novi Sajjana Wedhana, I Gusti Bagus Wiksuana. 2015. Determinan Kebijakan Dividen Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Manajemen Unud*, Vol. 4, No.11, Hlm. 172.

Nuringsih, Kartika. 2010. Pengaruh Profitabilitas, Kebijakan Hutang dan Kepemilikan Institusional terhadap Kepemilikan Managerial dan Pengaruhnya terhadap Risiko. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, Vol. 12, No. 1, April, hlm. 17-28

Pancawati Hardiningsih, Rachmawati Meita Oktaviani. 2012. Determinan Kebijakan Hutang (Dalam *Agency Theory Dan Pecking Order Theory*). *Jurnal Akuntansi, Keuangan Dan Perbankan*, Vol. 1, No. 1, Hlm. 11-24.

Putri, Imanda Firmantyas dan Mohammad Nasir. 2006. Analisis Persamaan Simultan Kepemilikan Managerial, Kepemilikan Institusional, Risiko, Kebijakan Hutang dan Kebijakan Dividen dalam Perspektif Teori Keagenan. Simposium Nasional Akuntansi 9 Padang, Agustus, hlm. 1-25.

Vidyantie, Deasy Nathalia dan Ratih Handayani. 2006. The Analysis of The Effect of Debt Policy, Dividend Policy, Institutional Investor, Business Risk, Firm Size and Earning Volatility to Managerial Ownership Based on Agency Theory Perspective. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, Vol. 8, No.2, April, hlm. 19-33