

KONFLIK KEAGENAN: HUBUNGAN SIMULTAN KEPEMILIKAN MANAJERIAL, KEBIJAKAN UTANG, DAN KEBIJAKAN DIVIDEN

Fitri Susilowati

Prodi Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas PGRI Yogyakarta
Jl. PGRI No.117 Sonosewu, Yogyakarta 55182, Indonesia.

Abstract

The main purpose of this research was to determine the agency theory in Indonesia capital market. The variable of agency conflict was represented by asset utility variable, while controlling the agency conflicts mechanism was represented by the managerial ownership, leverage, and dividend. The secondary data used in this research was drawn from the Indonesia Capital Market Directory (ICMD) and Blommborg. The sample data were limited at the manufacture companies and non-financial services, and they were listed on the Indonesia Stock Exchange (BEI). The research method approach used was quantitative method. The time period of the data was year to year from 2000 to 2011. The instrument of analysis was seemingly unrelated regression (SUR), with panel data and simultaneous model regression techniques. The result of this research was that the managerial ownership had a positive and significant effect on performance. Debt policy had a positive effect but not significant to performance, so 1b hypothesis was not accepted. Dividend policy had a positive and significant effect on performance. Simultaneously there was a substitution and interdependence relationship between the managerial ownership and debt policy. The relationship between two variables namely the managerial ownership and dividend policy could not be concluded.

Keywords: *agency conflict, dividend, leverage, managerial ownership, Seemingly Unrelated Regression (SUR)*

Pihak manajemen (*agent*) perusahaan sering mempunyai tujuan yang tidak sejalan dengan pemegang saham (*principal*), hal ini dapat menimbulkan konflik kepentingan. Menurut Chen *et al.* (2008), perusahaan yang memisahkan fungsi pengelolaan dan fungsi kepemilikan rentan terhadap konflik keagenan. Hal ini terjadi karena para pengambil keputusan tidak perlu menanggung risiko sebagai akibat adanya kesalahan

dalam pengambilan keputusan bisnis atau tidak dapat meningkatkan nilai perusahaan. Pihak manajemen melalui kewenangannya dapat mengambil kebijakan yang menguntungkan bagi dirinya dan mengabaikan kepentingan para pemegang saham. Kondisi ini mengakibatkan potensi konflik keagenan (*agency conflict*).

Konflik keagenan yang terjadi antara pihak manajemen dan pemegang saham harus dikurangi.

Korespondensi dengan Penulis:

Fitri Susilowati: Telp. +62 274 376 808

E-mail: fitri.susilowati82@gmail.com

Karena berdasarkan beberapa penelitian sebelumnya, yaitu sejak tahun 1970an melalui Jensen & Meckling (1976) hingga tahun 2000an oleh Ang *et al.* (2000) mereka menyatakan bahwa biaya keagenan dapat menurunkan nilai perusahaan. Selain itu Hu & Izumida (2008), Lin & Chang (2008), Iturriaga & Crisostomo (2010), Arosa *et al.* (2009), menyatakan bahwa konflik keagenan akan berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Nilai perusahaan akan berdampak pada kinerja perusahaan dan akhirnya berdampak pada kemakmuran pemegang saham. Berdasarkan penelitian Tandelilin (2002), Hanafi (2004), Isnaini (2008), dan Wati (2012), konflik keagenan dapat dikurangi dengan menggunakan 3 mekanisme, yaitu kepemilikan manajerial, kebijakan utang, dan kebijakah dividen.

Kepemilikan saham oleh pihak manajemen berdampak positif terhadap penurunan potensi konflik keagenan. Argumentasinya adalah semakin tinggi kepemilikan saham oleh manajemen, berdampak pada perilaku manajemen akan sama dengan keinginan dari pemegang saham. Chen *et al.* (2008) serta Lin & Chang (2008) dengan menggunakan model *regresi piecewise linear ordinary least square*, mereka menemukan hubungan *nonmonotonic* antara kepemilikan manajemen dan nilai perusahaan. Nilai perusahaan pertama meningkat, kemudian turun, dan akhirnya meningkat kembali seiring dengan meningkatnya kepemilikan manajemen.

Kebijakan utang akan mengurangi konflik antara manajemen dan pemegang saham. Kebijakan utang menjadikan perusahaan akan berperilaku lebih hati-hati. Iturriaga & Crisostomo (2010) menyatakan bahwa nilai buku utang berkorelasi positif dengan nilai perusahaan ketika kesempatan investasi rendah. Hal ini berarti utang dapat mengurangi masalah investasi yang berlebihan dan adanya hubungan yang positif antara utang dengan nilai perusahaan. Hanafi (2004) menyatakan kepemilikan manajer perusahaan yang terkonsentrasi akan memilih pembiayaan dengan utang untuk mengurangi *agency problem*. Kondisi ini menyebab-

kan manajer bekerja keras untuk meningkatkan laba sehingga dapat memenuhi kewajiban dari penggunaan utang. Hal ini mengindikasikan bahwa utang dapat mengendalikan dan mengontrol konflik keagenan yang akan membawa dampak meningkatnya kinerja perusahaan atau ada dampak positif antara utang dan kinerja perusahaan.

Kebijakan dividen juga dapat digunakan untuk mengurangi konflik keagenan. Hal ini disebabkan jika *dividen payout ratio* (DPR) besar menyebabkan rasio laba ditahan kecil dan perusahaan menambah dana dari sumber eksternal, seperti emisi saham baru. Penambahan dana menyebabkan kinerja manajer dimonitor oleh bursa, komisi sekuritas, dan penyedia dana baru. Pengawasan kinerja menyebabkan manajer akan bertindak sesuai dengan keinginan pemegang saham. Bena & Hanousek (2008) mengemukakan bahwa kebijakan dividen dapat digunakan untuk memecah isu-isu keagenan atau asimetri informasi antara pemegang saham dengan manajemen. Sulong & Nor (2010) menyatakan bahwa kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Artinya, pembayaran dividen dapat digunakan sebagai mekanisme untuk mengurangi konflik keagenan dalam perusahaan.

Tujuan penelitian ini adalah untuk mengetahui apakah kepemilikan manajerial, kebijakan utang, dan kebijakan dividen dapat digunakan sebagai mekanisme yang mengurangi konflik keagenan dan apakah kepemilikan manajerial, kebijakan utang, dan kebijakan dividen memiliki hubungan substitusi.

PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Kepemilikan Manajerial dan Kinerja Perusahaan

Beberapa penelitian sebelumnya telah membuktikan bahwa meningkatnya kepemilikan manajerial dapat menurunkan konflik keagenan. Penelitian Chen *et al.* (2008) serta Lin & Chang (2008) menyatakan bahwa meningkatnya nilai perusahaan

diikuti seiring dengan meningkatnya kepemilikan manajemen. Hal ini berarti meningkatnya nilai perusahaan berarti dapat menurunkan konflik keagenan. Berdasarkan hal tersebut, maka hipotesis pertama dalam penelitian ini adalah:

H_{1a}: semakin tinggi kepemilikan manajerial, maka akan semakin rendah konflik keagenan

Kebijakan Utang dan Kinerja Perusahaan

Penelitian Hanafi (2004) menunjukkan bahwa adanya utang perusahaan akan mengurangi peluang manajer untuk mengambil keuntungan. Dengan adanya utang, maka manajer menjadi lebih berhati-hati dalam menjalankan perusahaan. Iturriaga & Crisostomo (2010) menyatakan bahwa utang berkorelasi positif dengan nilai perusahaan. Berdasarkan uraian tersebut, maka hipotesis yang kedua adalah:

H_{1b}: semakin tinggi rasio utang, maka akan semakin rendah konflik keagenan

Kebijakan Dividen dan Kinerja Perusahaan

Mahadwartha (2003) menyatakan bahwa kebijakan dividen merupakan salah satu bentuk indikator bahwa ke depan memungkinkan akan memiliki kinerja yang lebih baik. Kebijakan dividen akan berdampak positif terhadap kinerja perusahaan. Bena & Hanousek (2008) mengemukakan bahwa kebijakan dividen dapat mengurangi konflik keagenan. Hal ini berarti jika konflik keagenan berkurang, maka nilai perusahaan meningkat. Sulong & Nor (2010) menyatakan bahwa kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Hipotesis berdasarkan penelitian tersebut:

H_{1c}: semakin tinggi rasio dividen semakin rendah konflik keagenan

Hubungan Substitusi antara Kepemilikan Manajerial dan Kebijakan Utang

Penelitian Tandelilin & Wilborce (2002) serta Isnaini (2008) menunjukkan bahwa ada hubungan

substitusi antara kepemilikan manajerial dan kebijakan utang. Hal ini berarti kebijakan utang dan kepemilikan manajerial ditentukan oleh pertukaran variabel, yaitu jika variabel yang satu tinggi, maka variabel yang lainnya rendah. Hipotesis yang diajukan adalah:

H_{2a}: kebijakah utang dapat mensubstitusi peran *monitoring* kepemilikan manajerial dalam mengurangi konflik keagenan dan memiliki hubungan kausal

Hubungan Substitusi antara Kepemilikan Manajerial dan Kebijakan Dividen

Hubungan substitusi antara kepemilikan manajerial dan kebijakan dividen dapat dijelaskan dengan hipotesis aliran kas bebas (*free cash flow Hypphotesis*) (Jensen *et al.*, 1992). Berdasarkan hipotesis ini kebijakan dividen digunakan untuk memengaruhi kepemilikan manajerial sehingga dapat mengurangi biaya keagenan yang berkaitan dengan arus kas bebas.

Hasil penelitian Isnaini (2008) menemukan adanya hubungan substitusi antara kepemilikan manajerial dan kebijakan dividen. Penggunaan dividen yang tinggi sebagai konflik keagenan mengurangi kontrol kepemilikan manajerial untuk tujuan yang sama, variabel tersebut memiliki sifat substitusi sebagai mekanisme pengurang konflik keagenan. Hipotesis yang diajukan adalah:

H_{2b}: kebijakan dividen dapat mensubstitusi peran *monitoring* kepemilikan manajerial dalam mengurangi konflik keagenan dan memiliki hubungan kausal

Hubungan Substitusi antara Kebijakan Utang dan Kebijakan Dividen

Penelitian Wati (2012) menemukan bahwa ada hubungan substitusi antara kebijakan utang dan kebijakan dividen. Artinya adanya hubungan yang saling memengaruhi antar kebijakan tersebut.

Tabel 1. Definisi Operasional Variabel Penelitian dan Pengukuran Variabel Penelitian

Variabel	Proksi	Pengukuran	Acuan
Variabel Endogen Kepemilikan manajerial merupakan prosentase kepemilikan saham dalam suatu perusahaan yang dimiliki oleh manajer, direksi atau komisaris.	<i>Managerial Ownership</i> (MO)	$\frac{\text{Kepemilikan dewan direksi dan manajemen}}{\text{jumlah saham yang beredar}}$	Jensen <i>et al.</i> , (1992); Tandelilin (2002)
Utang merupakan sumber pendanaan eksternal perusahaan.	<i>Leverage</i> (LEV)	$\frac{\text{Total hutang jangka panjang perusahaan}}{\text{total aset}}$	Jensen <i>et al.</i> (1992), Tandelilin (2002)
Dividen merupakan rasio antara pembayaran dividen dengan keuntungan bersih	<i>Dividend Payout Ratio</i> (DPR)	$\frac{\text{Pembagian Dividen}}{\text{Keuntungan Operasi Bersih}}$	Jensen <i>et al.</i> (1992); Tandelilin (2002)
Konflik keagenan merupakan konflik perbedaan kepentingan antara manajer dengan pemegang saham Variabel Eksogen	<i>Asset Utility</i> (AU)	$\frac{\text{Penjualan}}{\text{Total Aset}}$	Jensen <i>et al.</i> (1992); Tandelilin (2002)
<i>Business risk</i> merupakan risiko bisnis perusahaan	<i>Business Risk</i> (Busrisk)	Standar deviasi return saham	Jensen <i>et al.</i> (1992); Tandelilin (2002)
Size merupakan ukuran perusahaan	<i>Size</i>	LnMW	Jensen <i>et al.</i> (1992); Tandelilin (2002)
<i>Return On Asset</i> merupakan pendapatan operasional perusahaan dibanding dengan total aset yang dimiliki perusahaan.	<i>Return On Asset</i> (ROA)	$\frac{\text{Pendapatan Operasional}}{\text{Total Aset}}$	Jensen <i>et al.</i> (1992); Tandelilin (2002)
Aset tetap merupakan struktur asset perusahaan, yang dapat menjadi jaminan ketika akan mencari sumber pendanaan dari utang.	<i>Fixed Asset</i> (FA)	$\frac{\text{Aset Tetap}}{\text{Total Aset}}$	Jensen <i>et al.</i> (1992); Tandelilin (2002)
Pertumbuhan Perusahaan merupakan pertumbuhan penjualan perusahaan pada periode tertentu	<i>Growth</i>	$\frac{\text{Penjualan } t - \text{Penjualan } t - 1}{\text{Penjualan } t - 1}$	Jensen <i>et al.</i> (1992); Tandelilin (2002)
Kepemilikan institusional merupakan pemegang saham dari sebuah institusi atau perusahaan, baik lembaga keuangan maupun non keuangan.	<i>Institutional Ownership</i> (IO)	$\frac{\text{Pemegang saham nonpublik}}{\text{jumlah saham yang beredar}} \times 100\%$	Jensen <i>et al.</i> (1992); Tandelilin (2002)

Konflik Keagenan: Hubungan Simultan Kepemilikan Manajerial, Kebijakan Utang, dan Kebijakan Dividen

Fitri Susilowati

Temuan ini diperkuat oleh Tandelilin & Wilborce (2002) yang menyatakan bahwa terdapat hubungan substitusi antara kebijakan utang dan kebijakan dividen dalam mengurangi konflik keagenan. Berdasarkan penelitian tersebut, maka hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini adalah:

H_{2c}: kebijakan utang dapat mensubstitusi peran kebijakan dividen dalam mengurangi konflik keagenan dan memiliki hubungan kausal

METODE

Sampel penelitian ini adalah seluruh perusahaan manufaktur dan jasa non keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). Metode pengambilan sampel mempergunakan *purposive sampling method* dengan kriteria-kriteria: (1) perusahaan manufaktur dan jasa nonkeuangan yang terdaftar di BEI; (2) perusahaan memiliki kepemilikan manajerial yang tercatat didaftar pemegang saham; (3) perusahaan memiliki kebijakan dividen; (4) perusahaan memiliki kebijakan utang, yang dapat dilihat dari rasio utang perusahaan; dan (5) tersedia laporan keuangan pada periode penelitian. Berdasarkan kriteria tersebut, didapat 56 perusahaan terpilih yang dijadikan sampel dengan periode observasi 12 tahun (2000-2011), sehingga didapatkan 672 tahun perusahaan.

Penelitian ini menggunakan persamaan simultan untuk menguji hipotesis 1 dan 2. Metode analisis data menggunakan *seemingly unrelated regressions* (SUR). Penelitian ini menggunakan SUR karena 4 persamaan yang digunakan dalam penelitian ini adalah simultan, di mana terdapat beberapa variabel yang sama, regresor di sisi kanan persamaan memungkinkan menjadi variabel endogen. Karena terdapat beberapa variabel yang sama antar persamaan, maka diduga persamaan dalam penelitian ini saling berhubungan. Hubungan antar persamaan diduga karena variabel gangguan antar persamaan tersebut saling berkorelasi. Jika terjadi hal demikian, maka metode yang bisa digunakan

adalah SUR (Greene, 2002). Persamaan ekonometri untuk menguji hipotesis 1 dan 2 adalah sebagai berikut:

$$AU_{it} = a_0 + a_1MO_{it} + a_2LEV_{it} + a_3DPR_{it} + a_4IO_{it} + a_5SIZE_{it} + e_{it} \quad (1)$$

$$MO_{it} = b_0 + b_1LEV_{it} + b_2DPR_{it} + b_3IO_{it} + b_4BUSRISK_{it} + b_5SIZE_{it} + e_{it} \quad (2)$$

$$LEV_{it} = c_0 + C_1MO_{it} + C_2DPR_{it} + C_3IO_{it} + C_4BUSRISK_{it} + C_5ROA_{it-1} + C_6FA_{it} + e_{it} \quad (3)$$

$$DPR_{it} = d_0 + d_1MO_{it} + d_2LEV_{it} + d_3IO_{it} + d_4BUSRISK_{it} + d_5ROA_{it-1} + d_6GROWTH_{it} + e_{it} \quad (4)$$

Keterangan:

AU = *Asset Utility*

MO = *Managerial Ownership*

LEV = *Rasio Leverage*

DPR = *Rasio Dividend Payout Ratio*

BUSRISK = *Risiko Bisnis*

SIZE = *Ukuran perusahaan*

ROA = *Return On Asset*

FA = *Fixed Asset*

GROWTH = *Pertumbuhan penjualan perusahaan*

IO = *Institutional Ownership*

HASIL

Berdasarkan pengolahan data diperoleh gambaran seperti pada Tabel 2.

Tabel 2. Tabel Statistik Deskriptif variabel

Keterangan	Mean	Std.Dev	Observations
MO	0,078	0,063	672
LEV	0,354	0,134	672
DPR	0,176	0,204	672
AU	0,934	0,575	672
BUSRISK	0,160	0,107	672
SIZE	12,513	1,838	672
ROA	0,076	0,075	672
FA	0,377	0,174	672
GROWTH	0,204	0,199	672
IO	0,579	0,136	672

Persentase kepemilikan manajerial dalam studi ini memiliki rerata adalah 7,8%, rasio utang sebesar 35,4%, dan rasio dividen sebesar 17,8%. Kinerja akuntansi (*asset utility*) reratanya adalah 0,93, risiko bisnis rerata 16%, *size* perusahaan reratanya 12,51, ROA memiliki rerata sebesar 7,6%, aset (FA) memiliki rerata sebesar 37,7%, dan *GROWTH* memiliki rerata 20,4%, dan kepemilikan institusional (IO) menunjukkan persentase memiliki rerata sebesar 57%.

Hubungan Kinerja Perusahaan, Kepemilikan Manajerial, Kebijakan Utang, dan Kebijakan Dividen

Tabel 3. Tabel Rangkuman Hasil Regresi SUR Hubungan Kinerja Perusahaan, Kepemilikan Manajerial, Kebijakan Utang, dan Kebijakan Dividen

Variabel Dependen AU			
Variabel	Koefisien	T	P
C	0,381	2,014	0,04**
MO	0,979	2,205	0,028**
LEV	0,029	0,583	0,559
DPR	0,022	2,953	0,003***
IO	-0,086	-0,510	0,609
SIZE	0,042	3,784	0,0002***

Keterangan:

***Signifikan pada level 1%

** Signifikan pada level 5%

* Signifikan pada level 10%

Tabel 3 menunjukkan hubungan kinerja perusahaan, kepemilikan manajerial, kebijakan utang, dan kebijakan dividen. Berdasarkan Tabel 1 terlihat bahwa variabel MO memiliki hubungan positif dan signifikan pada level 5% dengan kinerja perusahaan. Hal ini berarti semakin tinggi kepemilikan manajerial, maka semakin tinggi kinerja perusahaan. Jika kinerja semakin tinggi maka asumsinya konflik keagenan semakin rendah. Hasil penelitian ini didukung oleh penelitian Chen *et al.* (2008) serta Lin & Chang (2008) yang menyatakan bahwa nilai perusahaan meningkat seiring dengan meningkatnya kepemilikan manajemen.

Hubungan Substitusi antara Kepemilikan Manajerial, Kebijakan Utang, dan Kebijakan Dividen

Tabel 4. Rangkuman Hasil Regresi SUR Hubungan Substitusi Kepemilikan Manajerial, Kebijakan Utang, dan Kebijakan Dividen

Panel 1: Variabel Endogen MO (Kepemilikan Manajerial)			
Variabel	Koefisien	T	P
C	0,1863	12,19	0,0000***
LEV	-0,0297	-6,89	0,0000***
DPR	0,00004	0,07	0,9433
IO	-0,1016	-7,21	0,0000***
BUSRISK	0,0274	1,63	0,1040
SIZE	-0,0039	-4,08	0,0000***
Panel 2: Variabel Endogen LEV (Kebijakan Utang)			
Variabel	Koefisien	T	P
C	0,6449	6,79	0,0000***
MO	-2,177	-6,88	0,0000***
DPR	0,0011	0,20	0,8380
IO	-0,271	-2,21	0,0273**
BUSRISK	0,8867	6,36	0,0000***
ROA	-0,894	-7,05	0,0000***
FA	0,2136	2,71	0,0067***
Panel 3: Variabel Endogen DPR (Kebijakan Dividen)			
Variabel	Koefisien	T	P
C	0,078	1,872	0,0614*
MO	0,0263	0,012	0,991
LEV	0,0539	0,20	0,841
IO	1,3473	1,57	0,117
BUSRISK	-0,5084	-0,51	0,611
ROA	0,229	3,18	0,001**
GROWTH	-0,0014	-0,20	0,841

Keterangan:

***signifikan pada level 1%

**signifikan pada level 5%

*signifikan pada level 10%

PEMBAHASAN

Berdasarkan Tabel 3, hubungan kebijakan utang terhadap kinerja positif tetapi tidak signifikan. Hal ini berarti hubungan kebijakan utang dalam meningkatkan kinerja atau mengurangi konflik keagenan tidak dapat disimpulkan. Arah hubungan yang positif antara kebijakan utang dan

Konflik Keagenan: Hubungan Simultan Kepemilikan Manajerial, Kebijakan Utang, dan Kebijakan Dividen

Fitri Susilowati

kinerja sesuai dengan penelitian Hanafi (2004) yang menyatakan bahwa manajer memilih pembiayaan dengan utang untuk mengurangi konflik keagenan. Selain itu juga sesuai dengan konsep *free cash flow* yang melihat bahwa keputusan pendanaan dengan utang (*debt financing*) merupakan bentuk usaha untuk mengatasi atau mengurangi konflik keagenan atas *cash flow* sehingga kinerja perusahaan lebih baik. Penelitian ini juga sesuai dengan Iturriaga & Crisostomo (2010) yang menyatakan bahwa nilai buku utang berkorelasi dengan nilai perusahaan. Penelitian ini juga didukung penelitian Isnaini (2008) yang menyatakan jika kebutuhan utang terpenuhi maka kinerja perusahaan semakin baik, karena utang memiliki fungsi pengikat terhadap manajer untuk berkinerja baik sehingga kinerja perusahaan menjadi lebih baik.

Hubungan kebijakan dividen terhadap kinerja positif dan signifikan. Hal ini mengindikasikan bahwa kebijakan dividen dapat digunakan untuk mengurangi konflik keagenan. Hasil penelitian ini didukung penelitian Bena & Hanousek (2008), Isnaini (2008), Sulong & Nor (2010), serta Wardhana (2011) yang menyatakan bahwa kebijakan dividen dapat digunakan untuk meningkatkan nilai perusahaan. Artinya, pembayaran dividen dapat digunakan sebagai mekanisme untuk mengurangi konflik keagenan dalam perusahaan. Sesuai dengan teori *signaling theory* atau teori *bird in the hand*, di mana seseorang lebih menyukai adanya kepastian daripada ketidakpastian terhadap dana investasi yang telah dikeluarkan.

Berdasarkan hasil regresi simultan Tabel 4 panel 1, didapatkan hasil bahwa kebijakan utang (LEV) berpengaruh negatif dan signifikan pada level 1% terhadap kepemilikan manajerial. Sedangkan kebijakan dividen (DPR) berpengaruh positif terhadap kepemilikan manajerial tetapi tidak signifikan. Hal ini berarti kepemilikan manajerial dapat disubstitusi oleh kebijakan utang, tetapi kepemilikan manajerial tidak dapat disubstitusi oleh kebijakan dividen.

Panel 2 didapatkan bahwa MO berpengaruh negatif dan signifikan pada level 1% terhadap kebijakan utang (LEV), dan kebijakan dividen berpengaruh positif tidak signifikan terhadap kebijakan utang. Hal ini berarti kebijakan utang dapat disubstitusi oleh kepemilikan manajerial. Hubungan substitusi antara kepemilikan manajerial dan kebijakan utang ini mengindikasikan jika kepemilikan manajerial di sebuah perusahaan tinggi, maka kebijakan utang cenderung menurun. Dengan kata lain, pada saat sebuah perusahaan memiliki kebijakan utang yang tinggi, maka kepemilikan manajerial cenderung sedikit. Pengurangan utang perusahaan mengurangi risiko kebangkrutan dan *financial distress*. Hasil penelitian ini sesuai dengan Isnaini (2008) yang menemukan bahwa kepemilikan manajerial memiliki hubungan substitusi dengan kebijakan utang. Utang memiliki hubungan kausal terbalik dengan kepemilikan manajerial. Penggunaan utang yang tinggi dapat meningkatkan risiko kebangkrutan sehingga manajer dapat mengurangi proporsi kepemilikan saham.

Panel 3 didapatkan bahwa MO berpengaruh positif tidak signifikan terhadap DPR, dan kebijakan utang berpengaruh positif tidak signifikan terhadap kebijakan dividen. Hubungan substitusi kepemilikan manajerial dan kebijakan dividen tidak dapat disimpulkan. Berdasarkan hasil penelitian, arah hubungan substitusi antara kepemilikan manajerial dengan kebijakan dividen yang positif sesuai dengan penelitian Isnaini (2008) yang menemukan bahwa kepemilikan manajerial mempunyai hubungan positif dengan kebijakan dividen. Ini mengindikasikan adanya fakta bahwa ada pengawasan yang positif investor pada manajemen perusahaan. Penelitian ini juga didukung penelitian Tandelilin (2002) yang menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial tidak dapat disubstitusi dengan DPR. Hal ini berarti peningkatan kepemilikan manajerial tidak diikuti oleh penurunan DPR, tetapi justru diikuti oleh kenaikan DPR. Demikian juga sebaliknya, kenaikan dividen tidak di-

ikuti oleh kenaikan penurunan kepemilikan manajerial tetapi justru diikuti oleh kenaikan kepemilikan manajerial.

Hal ini menunjukkan bahwa ketika kepemilikan manajerial tinggi menyebabkan kekayaan manajer tidak terdiversifikasi secara optimal sehingga manajer menghadapi risiko tinggi. Risiko yang dihadapi oleh manajer, mendorong manajer untuk mendapatkan DPR yang tinggi, penelitian ini sesuai dengan penelitian Tandelilin (2002). Penelitian ini juga didukung oleh penelitian Wardhana (2011) yang menemukan bahwa kebijakan dividen tidak memiliki hubungan interdependensi dengan kebijakan utang dan struktur kepemilikan. Hubungan substitusi kebijakan utang dan kebijakan dividen juga tidak dapat disimpulkan. Arah hubungan yang positif sesuai dengan penelitian Tandelilin (2002).

KESIMPULAN DAN SARAN

Kesimpulan

Berdasarkan hasil analisis data diperoleh kesimpulan bahwa hubungan kepemilikan manajerial dan kebijakan utang adalah semakin tinggi kepemilikan manajerial semakin rendah konflik keagenan dan semakin tinggi kebijakan utang terhadap konflik keagenan tidak dapat disimpulkan.

Penelitian ini juga menemukan hubungan substitusi antara kepemilikan manajerial dan kebijakan utang. Sedangkan hubungan kepemilikan manajerial terhadap kebijakan dividen dan kebijakan utang terhadap kebijakan dividen tidak dapat disimpulkan.

Saran

Saran untuk tindakan praktis, pemegang saham dan manajer perusahaan dapat menggunakan hasil penelitian ini untuk mengurangi potensi konflik. Kebijakan yang diambil antara lain meningkatkan proporsi kepemilikan saham oleh

manajerial. Kebijakan utang yang sangat tinggi juga harus disikapi dengan hati-hati karena menunjukkan risiko tinggi yang dihadapi oleh perusahaan.

Untuk pengembangan ilmu manajemen keuangan, variabel kepemilikan manajerial, kebijakan utang dan kebijakan dividen yang digunakan sebagai mekanisme pengurang konflik keagenan belum membedakan karakteristik antar perusahaan. Penelitian selanjutnya dapat membedakan karakteristik antar perusahaan dengan mengontrol jenis industri.

Keterbatasan penelitian ini terutama pada proksi konflik keagenan dalam penelitian ini hanya menggunakan kinerja akuntansi. Penelitian selanjutnya dapat menggunakan proksi kinerja yang lain, seperti Tobin's Q, PBV, atau ROE.

DAFTAR PUSTAKA

- Ang, J.S., Cole, R.A., & Lin, J.W. 2000. Agency Cost and Ownership Structure. *Journal of Finance*, 55(1): 81-106.
- Arosa, B., Iturralde, T., & Maseda, A. 2009. Ownership Structure and Firm Performance in Non-Listed Firms: Evidence from Spain. *Journal of Family Business Strategy*, 1(2): 88-96.
- Bena, J. & Hanousek, J. 2008. Rent Extraction by Large Shareholders: Evidence Using Dividend Policy in the Czech Republic. *Journal of Economics and Finance*, 58(6): 106-130.
- Chen, J., Chen, D.H., & He, P. 2008. Corporate Governance, Control Type, and Performance: The New Zealand Story. *Corporate Ownership and Control*, 5(2): 24-35.
- Greene, W.H. 2002. *Econometric Analysis*. Fifth Edition. New York: Prentice Hall.
- Hanafi, M.M. 2004. *Manajemen Keuangan*. Edisi 1. Yogyakarta: BPFE Fakultas Ekonomi UGM.
- Hu, Y. & Izumida, S. 2008. The Relationship between Ownership and Performance: A Review of Theory and Evidence. *International Business Research*, 1(4): 72-81.

Konflik Keagenan: Hubungan Simultan Kepemilikan Manajerial, Kebijakan Utang, dan Kebijakan Dividen

Fitri Susilowati

- Isnaini, N.F. 2008. Interdependensi Antara Struktur Kepemilikan Institusional, Kebijakan Utang, Kebijakan Dividen Dalam Menjelaskan Mekanisme Keagenan. *Thesis*. Universitas Gadjah Mada.
- Iturriaga, F.J.L. & Crisostomo, V.L. 2010. Do Leverage, Dividend Payout, and Ownership Concentration Influence Firms' Value Creation? An Analysis of Brazilian Firms. *Emerging Market Finance and Trade*, 46(3): 80-94.
- Lin, F.L. & Chang, T. 2008. Does Ownership Concentration Affect Firm Value in Taiwan? A Panel Threshold Regression Analysis. *Empirical Economics Letters*, 7(7): 673-680.
- Jensen, G.R., Solberg, D.P., & Zorn, T.S. 1992. Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt, and Dividend Policies. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 27(2): 247-263.
- Jensen, M.C. & Meckling, W.H. 1976. Theory of the Firm, Managerial Behavior, Agency Cost, and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4): 305-366.
- Mahadwartha, P.A. 2003. Predictability Power of Dividen Policy and Leverage Policy to Managerial ownership: An Agency Theory Perspective. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*, 18(3): 288-297.
- Sulong, Z., & Nor, F.M. 2010. Corporate Governance Mechanism and Firm Valuation in Malaysian Listed Firms: A Panel Data Analysis. *Journal of Modern Accounting and Auditing*, 6(1): 1-18.
- Tandelilin, E. & Wilberforce, T. 2002. Can Debt and Dividen Policies Substitute Insider Ownership in Controlling Equity Agency Conflict? *Gadjah Mada International Journal of Business*, 4(1): 3-43.
- Wardhana, L.I. 2011. Kepemilikan Institusional dan Mekanisme Pengendalian Konflik Keagenan. *Thesis*. Universitas Gadjah Mada.
- Wati, K.M. 2012. Simultanitas Struktur Kepemilikan, Kebijakan Dividen, dan Utang. *JRAK*, 8(2): 159-173.