

KEBIJAKAN DIVIDEN DAN STRUKTUR KEPEMILIKAN TERHADAP KEBIJAKAN UTANG: SEBUAH PERSPEKTIF AGENCY THEORY

Abdullah W. Djabid

Jurusan Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Khairun Ternate
Jl. Kampus II Kelurahan Gambesi Ternate

Abstract: *This study aimed to analyze whether the dividend policy, managerial and institutional ownership had impact toward debt policy. The populations of this study were the go public manufacturers in BEI. The sample technique used was purposive sampling, and the analysis method used was multiple regression method. The result showed that the dividend policy had no impact toward the debt policy. This study failed to support statement that one of the alternatives could be chosen to reduce the agency conflict by increasing the dividend payout ratio. It was because there might be another factor influenced it, for example, the company implemented a stable dividend sharing policy which meant that the company should still pay the dividend although it was losing out or had debts. The managerial and institutional ownership had no impact toward the debt policy. Thus, this study failed to support a statement that alternatives that could be chosen to reduce the agency conflict by increasing the management's stockholding, and by increasing the institutional party's stockholding.*

Key words: *dividend policy, managerial ownership, institutional ownership, debt policy*

Tujuan utama perusahaan adalah untuk meningkatkan nilai perusahaan melalui peningkatan kemakmuran pemilik atau para pemegang saham. Kemakmuran pemilik atau pemegang saham tercermin dalam harga saham di pasar modal. Semakin tinggi harga saham berarti kesejahteraan pemilik semakin meningkat. Dalam menjalankan usahanya, perusahaan yang *go public* dikelola dengan memisahkan antara fungsi kepemilikan dengan fungsi pengelolaan

atau manajerial. Pemisahan fungsi tersebut membentuk suatu hubungan keagenan yaitu suatu hubungan dimana pemilik perusahaan (prinsipal) mempercayakan pengelolaan perusahaan dilakukan oleh orang lain atau manajer (agen) sesuai dengan kepentingan pemilik (prinsipal), dengan mendelegasikan beberapa wewenang pengambilan keputusan kepada agen.

Korespondensi dengan Penulis:

Abdullah W.Djabid: Tlp. +62 921 311 0322, Fax.+ 62 921 311 0901

Email : asrudin_hormati@yahoo.co.id

Manajer dalam menjalankan perusahaan mempunyai kewajiban untuk mengelola perusahaan sebagaimana diamanahkan oleh pemilik atau para pemegang saham (prinsipal), yaitu meningkatkan kemakmuran prinsipal melalui peningkatan nilai perusahaan. Sebagai imbalannya, agen akan memperoleh gaji, bonus, dan berbagai macam kompensasi. Dalam kenyataannya pihak agen atau manajer perusahaan sering mempunyai tujuan lain yang bertentangan dengan tujuan utama manajemen perusahaan yang tidak selalu memaksimalkan kemakmuran pemegang saham, melainkan lebih mementingkan untuk meningkatkan kesejahteraan mereka. Para manajemen perusahaan mempunyai kecenderungan untuk memperoleh keuntungan yang sebesar-besarnya dengan biaya pihak lain. Perilaku seperti ini menimbulkan konflik kepentingan antara manajemen dengan pemegang saham.

Ada beberapa alternatif untuk mengurangi *agency cost* berdasarkan hasil penelitian Jensen & Meckling (1976), Crutchley & Hansen (1989), Jensen *et al.* (1992), dalam Wahidahwati (2001) yaitu: pertama dengan meningkatkan kepemilikan saham perusahaan oleh manajemen, manajer akan merasakan langsung manfaat dari keputusan yang diambil dan juga apabila ada kerugian yang timbul sebagai konsekuensi dari pengambilan keputusan yang salah. Kepemilikan ini akan mensejajarkan kepentingan manajemen dengan pemegang saham. Kedua, dengan meningkatkan *dividend payout ratio* sehingga tidak tersedia banyak *free cash flow* dan manajemen terpaksa mencari pendanaan dari luar untuk membiayai investasinya. Ketiga, meningkatkan pendanaan dengan hutang yang akan menurunkan *excess of free cash flow* yang ada dalam perusahaan sehingga menurunkan kemungkinan pemborosan dilakukan oleh manajemen. Keempat, meningkatkan kepemilikan saham oleh pihak institusional. Adanya kepemilikan institusional

seperti perusahaan asuransi, bank, perusahaan investasi, dan kepemilikan oleh institusi lain akan mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja manajemen.

Pembayaran dividen akan membuat pemegang saham mempunyai tambahan *return* selain dari *capital gain*. Dividen juga membuat pemegang saham mempunyai kepastian pendapatan dan mengurangi *agency cost of equity* karena tindakan *perquisites* yang dilakukan manajemen terhadap *cash flow* perusahaan seiring dengan menurunnya biaya *monitoring* karena pemegang saham yakin bahwa kebijakan manajemen akan menguntungkan dirinya. Pembayaran dividen adalah bagian *monitoring* perusahaan. Ini berarti bahwa perusahaan cenderung untuk membayar dividen yang tinggi jika manajer memiliki proporsi saham yang lebih rendah. Istilah struktur kepemilikan digunakan untuk menunjukkan bahwa variabel-variabel yang penting dalam struktur modal tidak hanya ditentukan oleh jumlah hutang dan *equity* tetapi juga oleh prosentase kepemilikan oleh *manager* dan *institutional*. *Managerial ownership* dan *institutional investor* dapat mempengaruhi keputusan pencarian dana apakah melalui hutang atau *right issue*. Jika pendanaan diperoleh melalui hutang berarti rasio hutang terhadap *equity* akan meningkat, sehingga akhirnya akan meningkatkan risiko.

Penelitian terdahulu yang berhasil menemukan bukti bahwa terdapat pengaruh negatif dan signifikan antara kebijakan dividen dan kebijakan hutang antara lain Moh'd *et al.* (1992) dan Jensen *et al.* (1992) dalam Wahidahwati (2002). Sedangkan Ismiyanti & Hanafi (2003) berhasil menemukan bukti bahwa pengaruh antara kebijakan dividen dan kebijakan hutang adalah positif. Tarjo & Jogianto (2003) membuktikan bahwa dividen tidak mempunyai pengaruh terhadap rasio utang.

Penelitian mengenai pengaruh struktur kepemilikan terhadap kebijakan utang dilakukan oleh Wahidahwati (2001), dan Soesetio (2008) yang menemukan bahwa kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional berhubungan negatif dengan rasio utang. Puteri & Nasir (2006), menemukan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh secara negatif terhadap kebijakan utang. Fatmawati (2008) menemukan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap kebijakan pendanaan pada IOS tinggi dan rendah. Zulhawati (2004) menemukan kepemilikan institusional, efisiensi (profitabilitas) dan ukuran perusahaan berpengaruh terhadap kebijakan utang dalam mengontrol konflik keagenan. Ismiyanti & Mamduh (2003), dan Kahar (2008) membuktikan bahwa kepemilikan manajerial positif dengan rasio utang. Nurhayati (2004) hasil penelitiannya membuktikan bahwa kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap kebijakan utang.

Motivasi dari penelitian ini adalah adanya perbedaan hasil penelitian antara beberapa peneliti mengenai pengaruh kebijakan dividen dan struktur kepemilikan terhadap kebijakan utang, sehingga masih menjadi topik yang menarik untuk diteliti. Penelitian ini dikembangkan dari penelitian Wahidahwati (2001) dengan tujuan utama yaitu untuk menganalisis apakah kebijakan dividen, kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional mempunyai pengaruh terhadap kebijakan hutang pada industri manufaktur yang go publik di BEI.

AGENCY THEORY

Teori agensi biasanya dilihat sebagai konflik kepentingan (*conflict of interest*) dalam perusahaan yang mengasumsikan bahwa semua individu bertindak sesuai kepentingan masing-

masing. Pada teori agensi (*agency theory*) yang disebut *principal* adalah pemegang saham dan yang dimaksud *agent* adalah manajemen yang mengelola perusahaan. Pemegang saham berharap *agent* akan bertindak atas kepentingannya atas wewenang telah diberikan. Agar dapat melakukan fungsinya dengan baik, manajemen harus diberikan pengawasan yang memadai. Pengawasan dapat dilakukan melalui cara-cara seperti, pemeriksaan laporan keuangan, dan pembatasan terhadap keputusan yang dapat diambil manajemen.

Dalam hubungan keagenan, manajemen diharapkan dalam mengambil kebijakan perusahaan terutama kebijakan keuangan yang menguntungkan pemilik perusahaan terutama kebijakan keuangan yang menguntungkan pemegang saham dan *debtholder*. Bila keputusan manajemen merugikan bagi pemilik perusahaan maka akan timbul masalah keagenan (Ismiyanti & Mamduh, 2003).

KEBIJAKAN DIVIDEN DAN KEBIJAKAN UTANG

Pembayaran dividen adalah bagian dari *monitoring* perusahaan. Rozzef (1982) dalam Wahidahwati (2001) menyatakan bahwa pembayaran dividen pada 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 jika perusahaan memperoleh modal baru. Ross (1977) dan Easterbook (1984) dalam Taswan (2003) hasil penelitiannya menunjukkan bahwa untuk mengurangi biaya keagenan diperlukan pembayaran dividen. Tetapi pembayaran dividen akan berpengaruh terhadap kebijakan pendanaan perusahaan, karena akan mengurangi arus kas perusahaan sehingga dalam

memenuhi kebutuhan operasionalnya perusahaan akan mencari alternatif sumber pendanaan yang relevan misalnya, dengan utang.

Penelitian terdahulu yang berhasil menemukan bukti bahwa terdapat pengaruh negatif dan signifikan antara kebijakan dividen dan kebijakan hutang antara lain Moh'd *et al.* (1992) dan Jensen *et al.* (1992) dalam Wahidahwati (2002). Sedangkan Ismiyanti & Hanafi (2003) berhasil menemukan bukti bahwa pengaruh antara kebijakan dividen dan kebijakan hutang adalah positif. Tarjo & Jogianto (2003) membuktikan bahwa dividen tidak mempunyai pengaruh terhadap rasio utang. Soesetio (2008) menemukan bahwa dividen tidak berpengaruh terhadap kebijakan utang.

KEPEMILIKAN MANAJERIAL DAN KEBIJAKAN UTANG

Pemegang saham dan manajer masing-masing berkepentingan memaksimalkan tujuannya. Konflik kepentingan terjadi jika keputusan manajer hanya akan memaksimalkan kepentingannya dan tidak sejalan dengan kepentingan pemegang saham. Keputusan dan aktivitas manajer yang memiliki saham perusahaan tentu akan berbeda dengan manajer yang murni sebagai manajer. Manajer yang memiliki saham perusahaan berarti manajer tersebut sekaligus adalah pemegang saham. Manajer yang memiliki saham perusahaan tentunya akan mensekalkan kepentingannya dengan kepentingannya sebagai pemegang saham. Sementara manajer yang tidak memiliki saham perusahaan, ada kemungkinan hanya mementingkan kepentingannya sendiri. Kepemilikan saham perusahaan oleh manajer disebut dengan kepemilikan manajerial.

Wahidahwati (2001) pihak manajerial dalam suatu perusahaan adalah pihak yang secara aktif

berperan dalam mengambil keputusan untuk menjalankan perusahaan. Pihak-pihak tersebut adalah mereka yang duduk di dewan komisaris dan dewan direksi perusahaan. Kepemilikan manajerial yang meningkat akan membuat kekayaan pribadi manajemen terikat dengan kekayaan perusahaan sehingga manajemen akan berusaha mengurangi risiko kehilangan kekayaannya dengan cara mengurangi risiko keuangan perusahaan melalui penurunan tingkat utang. Dengan demikian meningkatnya kepemilikan manajerial merupakan salah satu alat mengurangi konflik agensi.

Penelitian tentang pengaruh kepemilikan manajerial terhadap kebijakan utang dilakukan oleh Wahidahwati (2001) yang menemukan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap kebijakan utang. Puteri & Nasir (2006), menemukan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh secara negatif terhadap kebijakan utang. Fatmawati (2008) menemukan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap kebijakan pendanaan pada IOS tinggi dan IOS rendah. Soesetio (2008) menemukan bahwa struktur kepemilikan yaitu kepemilikan manajerial dan institusional berpengaruh negatif terhadap kebijakan utang. Ismiyanti & Mamduh (2003) membuktikan bahwa kepemilikan manajerial positif dengan rasio utang. Kahar (2008) menemukan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh secara positif terhadap kebijakan pendanaan.

KEPEMILIKAN INSTITUSIONAL DAN KEBIJAKAN UTANG

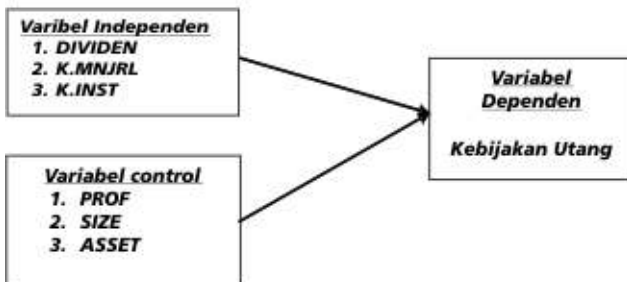
Wahidahwati (2001) kepemilikan institusional adalah kepemilikan saham oleh pihak-pihak yang berbentuk institusi seperti bank, perusahaan asuransi, perusahaan investasi, dan dana pensiun dan institusi lainnya. Institusi bisa

menguasai mayoritas saham karena memiliki sumber daya yang lebih besar dibandingkan dengan pemegang saham lainnya. Variabel kepemilikan institusional menunjukkan konsentrasi pemegang saham diluar perusahaan yang dimiliki oleh suatu institusi atau lembaga pemerintah maupun swasta.

Variabel kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap kebijakan utang. Semakin tinggi variabel kepemilikan institusional maka diharapkan semakin kuat kontrol internal terhadap perusahaan dimana akan dapat mengurangi biaya keagenan pada perusahaan, serta penggunaan utang oleh manajer. Adanya kontrol ini akan menyebabkan manajer menggunakan utang pada tingkat rendah untuk mengantisipasi kemungkinan terjadinya *financial distress* dan risiko kebangkrutan Cruchley *et al* (1999) dalam Ismiyanti & Mamduh (2005). Wahidahwati (2001) membuktikan bahwa kepemilikan institusional berhubungan negatif dengan rasio utang. Zulhawati (2004) menemukan bahwa kepemilikan institusional secara signifikan berpengaruh terhadap kebijakan utang. Soesetio (2008) menemukan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap kebijakan utang.

KERANGKA PEMIKIRAN

Berdasarkan uraian teoritis dan hasil-hasil penelitian maka kerangka pemikiran dari penelitian ini adalah sebagai berikut:



Gambar 1. Kerangka Pemikiran Penelitian

HIPOTESIS

- H₁: Kebijakan dividen berpengaruh terhadap kebijakan utang perusahaan
- H₂: Kepemilikan manjerial berpengaruh terhadap kebijakan utang perusahaan
- H₃: Kepemilikan institusional berpengaruh terhadap kebijakan utang perusahaan

METODE

Populasi dari penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dari tahun 2004-2008. Metode pengambilan sampel menggunakan *purposive sampling*, dengan kriteria sebagai berikut: (1) perusahaan manufaktur yang terdaftar berturut-turut di Bursa Efek Indonesia (BEI) dari tahun 2004-2008; (2) perusahaan tersebut memperoleh laba bersih secara berturut-turut selama periode 2004-2008, karena perusahaan yang mengalami kerugian pada sampel penelitian ini tidak membayarkan dividen sehingga tidak dapat digunakan dalam menghitung variabel lainnya yaitu variabel pembayaran dividen; (3) perusahaan tersebut membayar dividen tunai selama periode 2004-2008.

Pengukuran Variabel

Variabel Terikat (*Dependent variable*)

Variabel dependen dalam penelitian ini adalah kebijakan utang. Sesuai penelitian Wahidahwati (2001) kebijakan utang diukur dengan membagi jumlah utang jangka panjang dengan jumlah utang jangka panjang ditambah ekuitas diberi simbol DEBT. Rasio ini digunakan sebagai proksi kebijakan utang perusahaan.

$$DEBT = \frac{\text{Utang Jangka Panjang}}{\text{Utang Jangka Panjang} + \text{Ekuitas}} \times 100\%$$

Variabel Bebas (*Independent Variable*)

Variabel independen dalam penelitian ini meliputi kebijakan dividen, kepemilikan manajerial, dan kepemilikan institusional:

Kebijakan dividen

Variabel ini merupakan rasio pembayaran dividen terhadap *earning after tax*.

$$\text{DIVIDEN} = \frac{\text{Dividen}}{\text{Laba Bersih Setelah Pajak}}$$

Kepemilikan manajerial (*managerial ownership*)

Kepemilikan manajerial adalah pemegang saham dari pihak manajemen yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan perusahaan (direktur dan komisaris). Sesuai penelitian Wahidahwati (2001) variabel ini diukur dari jumlah persentase saham yang dimiliki oleh manajemen pada akhir tahun dan diberi simbol MOWN.

$$\text{K. MNJRL} = \frac{\text{Jumlah Saham yang Dimiliki Pihak Manajemen}}{\text{Total Saham Beredar}} \times 100\%$$

Kepemilikan institusional (*institutional ownership*)

Kepemilikan institusional adalah pemegang saham dari pihak institusional seperti bank, lembaga asuransi, perusahaan investasi dan institusi lainnya. Variabel ini diukur dari jumlah persentase saham yang dimiliki oleh institusi pada akhir tahun dan diberi simbol INST.

$$\text{K. INST} = \frac{\text{Jumlah Saham Pihak Institusi}}{\text{Total Saham Beredar}} \times 100\%$$

Variabel Kontrol

Adalah variabel yang digunakan untuk melengkapi atau mengontrol hubungan kausal supaya lebih baik untuk didapatkan model empiris yang lebih lengkap dan lebih baik. Variabel

kontrol ini bukan variabel utama yang akan diteliti dan diuji tetapi lebih ke variabel lain yang mempunyai efek pengaruh, (Jogiyanto, 2008). Variabel kontrol dalam penelitian ini adalah:

Profitabilitas

Merupakan ukuran tingkat pengembalian perusahaan sebagai *ratio of operating to total asset* (ROA) yaitu bagi hasil antara *Earning Before Interest and Tax* (EBIT) terhadap *total asset*.

$$\text{PROF} = \frac{\text{EBIT}}{\text{Total Asset}}$$

Ukuran perusahaan

Variabel ini diukur dengan menggunakan *logaritma* dari nilai buku total aktiva. Mencerminkan besar kecilnya perusahaan yang tampak dalam nilai total aktiva diberi simbol SIZE. $\text{SIZE} = \text{Log Total Aktiva}$

Struktur aktiva

Variabel *asset structure* diberi simbol ASSET yang merupakan jaminan bagi *debtholder* untuk tertagihnya hutang debitur. Variabel ini diukur dengan menggunakan hasil bagi antara *fixed asset* terhadap *total asset*.

$$\text{ASSET} = \frac{\text{Total Aktiva Tetap Bersih}}{\text{Total Aktiva}}$$

Metode Analisis

Pengujian hipotesis dilakukan dengan menggunakan analisis regresi berganda untuk mengetahui pengaruh variabel independen dan variabel kontrol terhadap variabel dependen. Formulasi model regresinya adalah sebagai berikut:

$$\text{DEBT} = b_0 + b_1(\text{DIVIDEN}) + b_2(\text{K.MNJRL}) + b_3(\text{K.INST}) + b_4(\text{PROF}) + b_5(\text{SIZE}) + b_6(\text{ASSET}) + e$$

Keterangan:

- DEBT : Rasio Utang (*Debt Ratio*)
- DIVIDEN : Kebijakan Dividen
- MOWN : Kepemilikan Manajerial
- INST : Kepemilikan Institusional
- PROF : Profitabilitas
- SIZE : Ukuran Perusahaan
- ASSET : Struktur Aktiva
- b_0 : Konstanta
- b_1, b_6 : Koefisien Regresi
- e : Kesalahan (*error*)

Tabel. 1 Ringkasan Hasil Pengujian Model Regresi Berganda

Variabel Independen	Koefisien Regresi	t-hitung	Sig.
Constant	-0.922	-4,082	0,000
DIVIDEN	0,01629	0,707	0,481
K.MNJRL	-0,0077	-1,300	0,195
K.INST	-0,0000106	-0,017	0,986
PROF	-0,426	-3,954	0,000
SIZE	0,09628	5,217	0,000
ASSET	0,177	2,120	0,035
Variabel Dependen = DEBT R.Squares = 0,240 Adjusted R Squares = 0,215 F hitung = 9,643 Sig = 0,000			

Sumber: Hasil pengolahan data, 2009

HASIL

Uji Asumsi Klasik

Pengujian normalitas menunjukkan bahwa data-data yang akan digunakan dalam analisis sudah menunjukkan distribusi yang normal pada residualnya. Model regresi yang diperoleh menunjukkan tidak ada multikolinieritas antara variabel independen dalam model regresi. Selanjutnya pengujian autokorelasi menunjukkan tidak ada korelasi serial diantara *disturbance terms*, sehingga variabel tersebut independen (tidak ada autokorelasi). Pengujian heteroskedastisitas, menunjukkan tidak terjadi heteroskedastisitas pada model regresi.

Pembuktian Hipotesis

Untuk membuktikan kebenaran hipotesis yang diajukan digunakan analisis regresi berganda, hasil analisisnya dapat dilihat pada Tabel 1.

Pengujian pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen secara simultan diperoleh nilai F sebesar 9,643 dengan tingkat signifikansi 0,000. Hal ini berarti secara simultan variabel independen mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap variabel dependen. Nilai *adjusted R square* sebesar 0,215, menunjukkan bahwa keseluruhan variabel independen mempunyai pengaruh dalam menentukan variabel dependen sebesar 21,5%, sedangkan sebesar 78,5% dipengaruhi oleh faktor lain.

Hasil analisis menunjukkan bahwa variabel kebijakan dividen koefisien regresi sebesar 0,01629, dengan signifikansi sebesar 0,481, signifikansi ini lebih besar dari 0,05 sehingga hipotesis (H_1) yang menyatakan bahwa kebijakan dividen berpengaruh terhadap kebijakan utang tidak dapat diterima. variabel kepemilikan manajerial (K.MNJRL) memiliki koefisien regresi sebesar 0,0077 dengan signifikansi sebesar 0,195, signifikansi ini lebih besar dari 0,05, sehingga hipotesis (H_2) yang menyatakan bahwa

kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap kebijakan utang tidak dapat diterima. Selanjutnya hasil analisis juga menunjukkan bahwa variabel kepemilikan institusional (K.INST) memiliki koefisien regresi sebesar $-0,0000106$ dengan signifikansi sebesar $0,986$, signifikansi ini lebih besar dari $0,05$, sehingga hipotesis (H3) yang menyatakan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh terhadap kebijakan utang tidak dapat diterima.

Untuk variabel kontrol profitabilitas, memiliki koefisien regresi sebesar $-0,426$ dengan signifikansi sebesar $0,000$, ukuran perusahaan memiliki koefisien regresi sebesar $0,09628$ dengan signifikansi sebesar $0,000$, dan struktur aktiva memiliki koefisien regresi sebesar $0,177$ dengan signifikansi sebesar $0,035$. Signifikansi dari variabel-variabel kontrol lebih kecil dari $0,05$, sehingga variabel kontrol yang digunakan dalam penelitian berpengaruh terhadap kebijakan utang.

PEMBAHASAN

Pengaruh Kebijakan Dividen terhadap Kebijakan Utang

Hasil analisis menunjukkan bahwa kebijakan dividen (DIVIDEN) tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan utang (DEBT). Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Tarjo & Jogianto (2003), Soesetio (2008) membuktikan bahwa dividen tidak mempunyai pengaruh signifikan terhadap rasio utang. Sedangkan penelitian ini bertentangan dengan penelitian yang dilakukan oleh Ismiyanti & Mamduh (2003) membuktikan bahwa variabel kebijakan dividen berpengaruh terhadap kebijakan utang.

Penelitian ini tidak berhasil mendukung pernyataan Jensen & Meckling (1976) dalam

Wahidahwati (2001) bahwa salah satu alternatif yang dapat dipilih untuk mengurangi konflik agensi dengan meningkatkan *dividen payout ratio*, dividen yang besar menyebabkan rasio laba ditahan kecil sehingga perusahaan membutuhkan tambahan dana dari sumber eksternal. Menurut teori pembayaran dividen akan berpengaruh terhadap kebijakan pendanaan perusahaan, karena pembayaran dividen akan mengurangi arus kas perusahaan sehingga dalam memenuhi kebutuhan operasionalnya perusahaan akan mencari alternatif sumber pendanaan yang relevan misalnya dengan utang. Hasil penelitian yang tidak signifikan dimungkinkan ada faktor lain yang mempengaruhinya misalnya perusahaan menerapkan kebijakan pembagian dividen stabil dimana perusahaan tetap membayar dividen meskipun perusahaan rugi atau mempunyai utang.

Pengaruh Kepemilikan Manajerial terhadap Kebijakan Utang

Kepemilikan manajerial (K.MNJRL) tidak berpengaruh terhadap kebijakan utang (DEBT). Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Nurhayati (2004) dan Auditta (2007) yang membuktikan bahwa kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap kebijakan utang. Sedangkan penelitian ini bertentangan dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Wahidahwati (2001) membuktikan bahwa kepemilikan manajerial berhubungan negatif dengan rasio utang. Puteri & Nasir (2006), menemukan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh secara negatif terhadap kebijakan utang. Fatmawati (2008) menemukan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap kebijakan pendanaan pada IOS tinggi dan rendah. Soesetio (2008) menemukan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap kebijakan utang.

Hasil penelitian ini menemukan bahwa kepemilikan manajerial tidak berpengaruh

terhadap kebijakan utang, temuan ini tidak berhasil mendukung pernyataan Jensen & Meckling (1976) dalam Wahidahwati (2001) bahwa salah satu alternatif yang dapat dipilih untuk mengurangi konflik agensi yaitu dengan meningkatkan kepemilikan saham oleh manajemen. Hal ini terjadi karena proporsi kepemilikan saham oleh manajer masih sangat kecil, sehingga dimungkinkan manajer belum merasakan manfaat yang berarti dengan adanya kepemilikan tersebut. Menurut teori kepemilikan manajerial yang meningkat akan membuat kekayaan pribadi manajemen terikat dengan kekayaan perusahaan sehingga manajemen akan berusaha mengurangi risiko kehilangan kekayaannya dengan cara mengurangi risiko keuangan perusahaan melalui penurunan tingkat utang.

Pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap Kebijakan Utang

Hasil pengujian hipotesis 2 dapat diketahui bahwa kepemilikan institusional (K.INST) tidak berpengaruh terhadap kebijakan utang (DEBT). Hasil penelitian ini bertentangan dengan penelitian yang dilakukan oleh Wahidahwati (2001) membuktikan bahwa kepemilikan institusional berhubungan negatif dengan rasio utang. Zulhawati (2004) menemukan bahwa kepemilikan institusional secara signifikan berpengaruh terhadap kebijakan utang. Soesetio (2008) menemukan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap kebijakan utang.

Kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap kebijakan utang, temuan ini juga tidak berhasil mendukung pernyataan Jensen & Meckling (1976) dalam Wahidahwati (2001) bahwa salah satu alternatif yang dapat dipilih untuk mengurangi konflik agensi yaitu meningkatkan kepemilikan saham oleh pihak institusional karena dapat memotivasi peningkatan pengawasan yang optimal terhadap kinerja manajemen sehingga mengurangi *agency*

cost. Utang sebagai salah satu solusi konflik agensi, karena adanya pihak ketiga, maka pengawasan terhadap pihak manajerial dapat dioptimalkan dan mengurangi *agency cost*, karena sebagian diambil alih pihak ketiga. Maka, penggunaan investor institusional sebagai pengawas dianggap sebagai faktor yang mempengaruhi kebijakan utang. Menurut teori semakin tinggi variabel kepemilikan institusional maka diharapkan semakin kuat kontrol internal terhadap perusahaan dimana akan dapat mengurangi biaya keagenan pada perusahaan, serta penggunaan utang oleh manajer.

KESIMPULAN DAN SARAN

Kesimpulan

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis apakah kebijakan dividen, kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional mempunyai pengaruh terhadap kebijakan hutang pada industri manufaktur yang go publik di BEI. Hasil penelitian menunjukkan kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap kebijakan utang. Penelitian ini tidak berhasil mendukung pernyataan bahwa salah satu alternatif yang dapat dipilih untuk mengurangi konflik agensi dengan meningkatkan *dividen payout ratio*, dividen yang besar menyebabkan rasio laba ditahan kecil sehingga perusahaan membutuhkan tambahan dana dari sumber eksternal. Hal ini terjadi karena dimungkinkan ada faktor lain yang mempengaruhinya misalnya perusahaan menerapkan kebijakan pembagian dividen stabil dimana perusahaan tetap membayar dividen meskipun perusahaan rugi atau mempunyai utang.

Hasil penelitian ini menemukan bahwa kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap kebijakan utang. Penelitian ini tidak berhasil

KEUANGAN ■■■■■ ■■■■■ ■■■■■ ■■■■■

menudukung pernyataan bahwa alternatif yang dapat dipilih untuk mengurangi konflik agensi yaitu dengan meningkatkan kepemilikan saham oleh manajemen, dan meningkatkan kepemilikan saham oleh pihak institusional

Saran

Penelitian ini hanya difokuskan pada kebijakan dividen dan struktur kepemilikan pengaruhnya terhadap kebijakan utang, sedangkan masih banyak faktor-faktor lain yang diduga berpengaruh terhadap kebijakan utang seperti penyebaran jumlah pemegang saham, risiko perusahaan, *earning volatility*, pertumbuhan perusahaan dan sebagainya yang tidak dimasukkan sebagai variabel penelitian sehingga disarankan untuk penelitian selanjutnya dapat memasukkan variabel-variabel lain yang berpengaruh terhadap kebijakan utang.

Penelitian ini hanya mengambil data dari laporan keuangan perusahaan saja tanpa memasukkan aspek eksternal yang dapat mempengaruhi kebijakan utang perusahaan, seperti kondisi ekonomi negara Indonesia sehingga disarankan untuk penelitin selanjutnya dapat diuji pula faktor-aktor eksternal yang mempengaruhi kebijakan utang perusahaan.

DAFTAR PUSTAKA

- Auditta, I.G. 2007. Pengaruh Struktur Kepemilikan terhadap Kebijakan Utang Perusahaan. *Skripsi*. Malang: Jurusan Akuntansi Fakultas Ekonomi Brawijaya.
- Fatmawati, M. 2008. Pengaruh Kepemilikan Manajerial terhadap Kebijakan Pendanaan dan Dividen pada Perusahaan Berpotensi Tumbuh Tinggi dan Rendah. *Tesis*. Malang: Universitas Brawijaya.
- Ismiyanti, F., & Mamduh. 2003. Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Insitusional, Risiko, Kebijakan Hutang dan Kebijakan Dividen: Analisis Persamaan Simultan. *Simposium Nasional Akuntansi IV*, hal.260-277.
- Jogiyanto. 2008. *Metodologi Penelitian: Sistem Informasi*. Yogyakarta: Penerbit Andi.
- Kahar, A.H.S. 2008. Kepemilikan Manajerial terhadap Kebijakan Pendanaan dan Dividen. *Jurnal Keuangan dan Perbankan*, Vol.12, No.3, hal.399-410.
- Nurhayati, I. 2004. Kepemilikan Manajerial dan Agency Konflik: Analisis Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Pengambilan Resiko, Kebijakan Utang dan Dividen. *Tesis*. Malang: Universitas Brawijaya.
- Putri, I. F., & Nasir, M. 2006. Persamaan Simultan Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Risiko, Kebijakan Hutang, dan Kebijakan Dividen dalam Perspektif Teori Keagenan, *Simposium Nasional Akuntansi 9*. Padang.
- Soesetio, Y. 2008. Kepemilikan Manajerial, dan Institusional, Kebijakan Dividen, Ukuran Perusahaan, Struktur Aktiva dan Profitabilitas terhadap Kebijakan Utang. *Jurnal Keuangan dan Perbankan*. Vol.12. No.3. Hal. 384-398.
- Tarjo & Jogianto. 2003. Analisa Free Cash Flow dan Kepemilikan Manajerial terhadap Kebijakan Utang pada Perusahaan Publik di Indonesia. *Simposium Nasional Akuntansi VI*, hal.278-295.
- Wahidahwati. 2001. Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Institusional pada Kebijakan Hutang Perusahaan: Sebuah Perspektif Agency Theory. *Simposium Nasional Akuntansi IV*, hal.1084-1107.

