**PENGARUH KEPEMILIKAN MANAJERIAL TERHADAP KEBIJAKAN**

**PENDANAAN DIVIDEN PADA PERUSAHAAN MANUFAKTUR**

**(Studi Pada Bursa Efek Indonesia)**

**Nama : Eusebyus Lerebulan**

**NPM : 090404020051**

**ABSTRAK**

Perusahaan didirikan dengan tujuan untuk memakmurkan pemilik perusahaan atau pemegang saham. Tujuan ini dapat diwujudkan dengan memaksimumkan nilai perusahaan dengan asumsi bahwa pemilik perusahaan atau pemegang saham akan makmur jika kekayaannya meningkat. Meningkatnya kekayaan dapat dilihat dari semakin meningkatnya harga saham yang berarti juga nilai perusahaan meningkat.

Struktur kepemilikan menjadi penting dalam teori keagenan karena sebagian besar argumentasi konflik keagenan disebabkan oleh adanya pemisahan kepemilikan dan pengelolaan. Konflik keagenan tidak terjadi pada perusahaan dengan kepemilikan seratus persen oleh manajemen (Jensen dan Meckling, 2007).

Menurut teori keagenan, adanya pemisahan kepemilikan dan pengelolaan dapat menimbulkan konflik keagenan (Rachmawati dan Triatmoko, 2006). Konflik keagenan menyebabkan penurunan nilai perusahaan. Penurunan nilai perusahaan akan mempengaruhi kekayaan dari pemegang saham, sehingga pemegang saham akan melakukan tindakan pengawasan terhadap perilaku manajemen. Kepemilikan manajerial kemudian dipandang sebagai mekanisme kontrol yang tepat untuk mengurangi konflik tersebut.

Hasil-hasil penelitian tentang pengaruh kepemilikan manajerial terhadap kebijakan pendanaan dan deviden yang dilakukan menemukan hasil yang beragam. Untuk itu penelitian ini ingin menguji kembali hasil-hasil penelitian tentang pengaruh kepemilikan manajerial yang telah dilakukan Ismiyanti dan Mamduh (2003) serta Putri dan Mohammad (2006). Perbedaan utama penelitian ini dengan penelitian terdahulu adalah penelitian ini menggunakan variabel kepemilikan manajeria kebijakan utang dan dividen tanpa menggunakan variabel resiko dan kepemilikan insitusional seperti yang dilakukan Mamduh (2003) serta dan Mohammad (2006). Pemilihan variabel di atas berdasarkan pertimbangan bahwa ketika perusahaan dihadapkan pada keputusan investasi dan menentukan penggunaan dana ekstemal (utang) atau dana internal (laba ditahan) untuk kegiatan perusahaan, manajer adalah pihak yang paling tahu kondisi perusahaan sebenarnya. Sehingga manajer sebagai pengelola dan pemilik pasti akan menentukan keputusan pendanaan dan dividen terbaik untuk pemegang saham yang notabene adalah dirinya sendiri.

* 1. **Rumusan Masalah**

Berdasarkan uraian latar belakang di atas, maka permasalahan yang diangkat dalam penelitian ini dapat dirumuskan sebagai berikut:

1. Apakah kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap kebijakan pendanaan?
2. Apakah kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap kebijakan dividen?

***2.1. Agency Theory***

Agency theory menyatakan bahwa agency relationship merupakan sebuah ikatan kerja dimana satu orang atau lebih sebagai pemegang saham (*principal*) menunjuk pihak lain (*agent*) untuk memberikan pelayanan dan pengambilan keputusan atas nama principal (Jensen dan Meckling, 1976), melalui kebijakan investasi, pendanaan dan dividen yang tercermin dalam harga saham di pasar modal. Untuk mencapai tujuan tersebut, umumnya *shareholder* menyerahkan pengelolaan perusahaan kepada para profesional yang bertanggungjawab mengelola perusahaan, yaitu manajer. Manajer diangkat oleh *shareholder* diharapkan akan bertindak atas nama *shareholder* untuk memaksimumkan nilai perusahaan sehingga kemakmuran *shareholder* dapat tercapai.

*Agent* dan *principal* memiliki tujuan berbeda dan sulit bagi principal mengawasi perilaku *agent*, dimana keduanya memiliki kecenderungan berbeda untuk menerima risiko. Manajer dalam menjalankan operasi perusahaan, seringkali tindakannya bukan memaksimumkan kemakmuran *shareholder,* melainkan justru tergoda untuk meningkatkan kesejahteraannya sendiri. Kondisi ini akan mengakibatkan munculnya perbedaan kepentingan antara *outsider* dengan manajer. Konflik yang disebabkan oleh pemisahan antara kepemilikan dan fungsi pengelolaan dalam teori keuangan disebut konflik keagenan atau *agency conflict*. Konflik keagenan dalam konteks manajemen keuangan muncul antara pemegang saham (*shareholders*) dengan manajer dan antara pemegang saham dengan kreditur (*bondholders* atau pemegang obligasi).

**2.2. Kebijakan Pendanaan, *Asymmetric Information,* dan *Signalling Theory***

Kebijakan pendanaan merupakan salah satu dan kebijakan keuangan yang berkaitan dengan keberadaan dan sumber dana yang mungkin dapat dimanfaatkan oleh perusahaan. Pendanaan perusahaan dapat diperoleh dari sumber pendanaan internal *(intern financing)* berupa laba ditahan *(retained earning)* dan pendanaan sternal *(extern financing)* dari utang jangka panjang *(long term debt)* penerbitan obligasi *(issuing bonds)* dan dari penerbitan saham baru *(issuing new stock)* (Hanafi, 2004). Pendanaan eksternal dikelompokkan kelompok utang jangka panjang dan obligasi termasuk dalam kelompok modal pinjaman. sedangkan penerbitan saham baru akan dikelompokkan dalam kelompok modal sendiri (ekuitas). Pendanaan eksternal menyangkut kebijakan struktur modal perusahaan, berupa perbandingan antara modal pinjaman terhadap modal sendiri.

Pendanaan eksternal berupa pendanaan dengan urutan prioritas dengan penerbitan obligasi atau dalam bentuk utang jangka panjang. Hal ini dilakukan karena baik penerbitan obligasi maupun utang jangka panjang memiliki biaya penerbitan yang lebih kecil dibanding dengan biaya penerbitan untuk pendanaan eksternal lainnya. Selain itu manajemen terhindar dan informasi asimetri dan*signalling* yang menghindarkan tanggapan negatif dari para investor baru danpelaku pasar modal terhadap penerbitan saham baru yang dapat mengakibatkan penurunan harga saham beredar. Keuntungan lain pendanaan dengan utang jangkapanjang dan obligasi membawa manajemen pada usaha maksimalisasi kekayaan pemegang saham yang menghindarkan diri dari penambahan jumlah ssham yang beredar sehingga mencegah jumlah investor baru dan penurunan dividen (*Brealy* dan *Myers*, 1996).

Menurut Brigham *et al.* (1999) bahwa penggunaan utang yang berbeban bunga memiliki keuntungan dan kelemahan bagi perusahaan. Keuntungan pengunaan utang adalah: (1) biaya bunga mengurangi penghasilan kena pajak sehingga biaya utang efektif menjadi lebih rendah; (2) kreditor hanya mendapat biaya bunga yang relatif bersifat tetap, sehingga kelebihan keuntungan merupakanbagi pemilik perusahaan; dan (3) *bondholder* tidak memiliki hak suara sehingga pemilik dapat mengendalikan perusahaan dengan dana yang lebih kecil.

Kelemahan penggunaan utang adalah: (1) utang yang semakin tinggi akan meningkatkan risiko *technical insolvency;* (2) bila bisnis perusahaan tidak dalam kondisi yang bagus, pendapatan operasi menjadi rendah dan tidak cukup untuk menutupi biaya bunga sehingga kekayaan pemilik berkurang. Pada kondisi ekstrim. kerugian tersebut dapat membahayakan perusahaan karena dapat terancam kebangkrutan. Kelemahan ini merupakan dasar dari konsep *trade-off* dalam *balancing theory.*

Metodeyang digunakan untuk melakukan pengambilan keputusan terhadap kebijakan pendanaan merupakan suatu hal yang sulit dilakukan. Manajer keuangan harus memilih alternatif pendanaan dengan pertimbangan kapasitas pendanaan internal dan pemenuhan pendanaan dari sumber eksternal. Disampingitu juga harus mempertimbangkan jangka waktu pendanaan untuk memilih antara pendanaan jangka pendek dengan pendanaan jangka panjang *(timing issues).*

Menurut Clarke *et al.* (1990) *dalam* Nurnajammudin (2004) untuk pendanaan eksternal, perusahaan mempertimbangkan komposisi modal terhadap utang *(capital structure issues).* Metode pendanaan perusahaan seperti ini dalam konsep keuangan disebut *pecking order theory.* Kebijakan pendanaan *(financing policy)* dalam penelitian ini adalah keputusan manajemen tentang penggunaan sumber pendanaan perusahaan yang berasal dari luar perusahaan *(extern financing),* berupa penerbitan utang *(issue bonds)* dan penerbitan saham baru *(issuing new stock),* sehingga kebijakan pendanaan merupakan perbandingan antara modal pinjaman terhadap modal sendiri.

Kebijakan pendanaan dihitung dalam dua versi yaitu resio nilai buku utang pada ekuitas dan rasio nilai pasar utang pada ekuitas. Konsep *signalling* dan asimetri informasi berkaitan erat. Teori asimetri mengatakan bahwa pihak-pihak yang berkaitan dengan perusahaan tidak mempunyai informasi yang sama mengenai prospek dan resiko perusahaan. Pihak tertentu mempunyal informasi lebih dibandingkan yang lain. Manajer Memiliki informasi lebih baik dibandingkan investor yang merasa memiliki informasi lebih sedikit,akan berusaha menginterpretasikan perilaku manajer (signal). Berdasarkan kerangka asimetri informasi, penerbitan utang umumnya disertai penurunan harga saham yang lebih kecil dibandingkan pengumuman penerbitan saham.utang mempunyai pendapatan bersifat tetap (bunga utang), karena dibandingkan ketidakpastian saham, dengan kata lain biaya asimetri utang lebih kecil dibandingkan biaya asimetri saham.

**2.3. Kebijakan Dividen, *Asymmetric Information,* dan *Signalling***

Kebijakan dividen adalah keputusan manajemen tentang besar kecilnya jumlah dividen yang akan dibayarkan kepada pemegang saham. Hal ini merupakan *trade off* antara jumlah keuntungan yang akan dibayarkan sebagai dividen dan jumlah keuntungan yang akan ditahan perusahaan sebagai komponen *internal financing.* Laba ditahan *(retained earning)* merupakan salah satu sumber dana paling penting dalam pertumbuhan perusahaan, karena dapat digunakan unruk membiayai operasi perusahaan selanjutnya. Beberapa faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen yaitu: 1) kesempatan investasi; 2) ketersediaan dan biaya modal alternatif; 3) preferensi pemegang saham untuk menerima pendapatan saat ini atau menerimanya di masa datang. Terdapat tiga teori dividen (Sartono, 2001) yaitu:

1) dividen adalah tidak relevan; Modigliani-Miller (MM) berpendapat bahwa kebijakan dividen tidak relevan, artinya tidak ada kebijakan dividen yang ketidakpastian pendapatan utang lebih kecil optimal karenkebijakan dividen tidak mempengaruhi nilai perusahaan ataupun biaya modal;

1. *bird in the hand theory;* Gordon-Litner (GL) menyatakan bahwa dividen lebih kecil risikonya dibandingkan *capital gain,* sehingga GL menyarankan perusahaan untuk menentukan bagian laba setelah pajak yang dibagikan dalam bentuk dividen yang tinggi *(dividend payout ratio* tinggi) dan menawarkan *dividend yields* yang tinggi untuk meminimumkan biaya modal *the hard in the hand fallacy;*
2. *tax differential theory;* dividen cenderung dikenakan pajak yang lebih tinggi daripada*capital gain,* maka investor akan meminta tingkat keuntungan yang lebih tinggi untuk saham dengan *dividen yield* yang tinggi, sehingga perusahaan disarankan untuk menentukan dividen *payout ratio* rendah atau bahkan tidak membagikan dividen sama sekali untuk meminimumkan biaya modal dan memaksimumkan nilai perusahaan.Hal-hal diatas berdasarkan aspek teoritis, tetapi belum melihat pertimbangan manajerial dalam praktek sesungguhnya. Faktor-faktor yang terkait dengan kebijakan dividen antara lain (Sartono, 2001)
3. Kebutuhan dana perusahaan; kebutuhan dana bagi perusahaan merupakan faktor penting dalam menentukan kebijakan dividen. *Cash flow* yang diharapkan, pengeluaran modal akan datang yang diharapkan, kebutuhan tambahan piutang dan persediaan, pola pengurangan utang dan masih banyak faktor lain yang harus dipertimbangkan. likuiditas dividen merupakan kas keluar bagi perusahaan, maka semakin besar posisi kas dan likuiditas secara keseluruhan akan semakin besar kemampuan perusahaan membayar dividen. Perusahaan yang sedang dalam pertumbuhan dan *profitable* akan memerlukan dana yang cukup besar untuk investasinya, oleh karena itu mungkin akan kurang likuid karena dana akan lebih banyak diinvestasikan pada aktiva tetap dan aktiva lancar yang permanen.
4. Kemampuan manajemen perusahaan besar dan *establish* memiliki akses lebihbaik di pasar modal. Kemampuan meminjam yang besar, fleksibilitas yang lebih besar akan memperbesar kemampuan membayar dividen.
5. Keadaan pemegang saham; jika perusahaan kepemilikan sahamnya tertutup, manajemen biasanya tahu apa yang diharapkan pemegang saham. Jika hampir semuapemegang saham dalam golongan *high tax* dan lebih suka memperoleh *capdal gains* maka perusahaan dapat mempertahankan *dividend payout* yang rendah. sehingga laba ditahan dapat digunakan untuk investasi yang *profitable.* Sedangkan untuk investor besar hanya dapat menilai dividen yang diharapkan pemegang saham dalam konteks pasar.
6. Stabilitas dividen; investor lebih menyukai stabilitas dividen daripada *dividend payout* yang tinggi. Stabilitas dalam arti tetap memperhatikan pertumbuhan yang ditunjukkan arah koefisien positif.

Pasar tidak sempurna menganggap kebijakan dividen adalah relevan, dan menyebutkan bahwa perusahaan perlu membayar dividen tinggi dan rendah. Bagi investor yang menyukai dividen tinggi *(bird in the hand theory)* dikarenakan pembayaran dividen tinggi dapat:1) mengurangi ketidakpastian dan risiko:2) mengurangi konflik keagenan antara manajer dan pemegang saham:3) mengurangi pajak yang dibayarkan. Argumen yang menyatakan bahwa dividen sebaiknya dibayarkan rendah dikarenakan 2 hal yaitu: 1) efek pajak: dan biaya *emisi (flotation cost)* (Hanafi, 2004). Terdapat dua teori atas kebijakan dividen yaitu *agency cost model* dan *dividen signalling model.*

*Agency cost model* berasumsi bahwa pembayaran dividen didorong oleh upaya untuk mengurangi masalah agensi yang muncul karena di perusahaan terjadi pemisahan kepemilikan dan pengelolaan. Perusahaan privat yang kepemilikannya hanya terdiri dari beberapa orang, masalah agensi tidak banyak muncul sehingga dividen menjadi kurang penting. Namun pembayaran dividen di dorong oleh upaya untuk mengurangi masalah agensi ketika pemilik perusahaan semakin banyak dan hanya beberapa pemegang saham saja yang mempunyai insentif dan kemampuan mengontrol dan memonitor keputusan dan aktivitas manajemen, maka munculah masalah agensi dan dividen menjadi penting. Ketika pemilik perusahaan semakin banyak dan hanya beberapa pemegang saham saja yang mempunyai insentif dan kemampuan mengontrol dan memonitor keputusan dan aktivitas manajemen. Masalah agensi menjadi semakin besar ketika perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang rendah dan mempunyai *free cash flow* yang tinggi. Jika kondisi ini muncul manajer cenderung menggunakan *free cash flow* tersebut (dengan dalih investasi) dan tidak membaginya ke pemegang saham. Investor memahami keadaan ini, sehingga investor akan menilai rendah perusahaan yang manajernya banyak rnenyimpan kas dan memberi nilai tinggi perusahaan yang menyimpan jumlah kas sedikit dalam hubungannya dengan harga saham akan meningkat ketika ada inisiasi dividen atau ada peningkatan jumlah dividen karena keduanya mengurangi *free cash flow.*

Besarnya masalah agensi yang ditandai dengan kecenderungan menahan laba. untuk diinvestasikan ke proyek tidak atau kurang menguntungkan, akan dipengaruhi oleh: (1) industri dimana perusahaan tersebut beroperasi, ukuran perusahaan, intensitas modal dalam proses produksi, *free cash flow* yang dihasilkan, dan adanya set kesempatan investasi *(investment opportunity set- 10S)* yang menghasilkan NPV positif; (2) jumlah pemegang saham, struktur kepemilikan apakah terkonsentrasi atau menyebar, dan ada tidaknya investor besar yang mau dan mampu memonitor manajemen perusahaan.*Dividend signaling model* berasumsi bahwa dividen diperlukan untuk memberi inforrnasi positif dan manajer yang *well-informed* ke pemegang saham yang *poorty-informed,* fenomena ini biasa disebut dengan *asymmetric information.* Pembayaran dividen merupakan sesuatu yang memberatkan perusahaan karena akan mengurangi jumlah dana yang tersedia untuk investasi. Namun disisi lain pembayaran dividen juga merugikan pemegang saham karena mereka harus membayar pajak atas dividen yang diterima. Hal ini rnenunjukkan bahwa hanya perusahaan yang benar-benar menguntungkan dan berpotensi tumbuh yang berani membayar dividen, sedangkan perusahaan yang tidak berpotensi tumbuh tidak akan mampu melakukannya. Kebijakan dividen dalam penelitian ini didasarkan dua versi yaitu rasio *dividen payout* dan *dividen yield.*

* 1. ***Trade-Off Theory* dan *Pecking Order Theory* (POT) Dalam Struktur Modal**

Teori struktur modal yang disampaikan Miller dan Modigliani (1958) dalam Hanafi (2004) menyebutkan bahwa nilai perusahaan meningkat proporsional dengan penggunaan utang. Hal ini dikarenakan utang bisa digunakan untuk menghemat pajak, karena bunga bisa digunakan mengurangi jumlah pajak yang dibayarkan kepada pemerintah. Prediksi teori ini adalah sebaiknya perusahaan menggunakan utang sampai 100%, namun pada kenyataannya tidak ada perusahaan yang menggunakan utang sampai 190%. Hal yang menyebabkan perusahaan tidak dapat menggunakan utang sampai 100% karena semakin tinggi utang, akan semakin tinggi probabilitas kebangkrutan. Hal ini sesuai dengan teori *trade-off* dalam struktu: modal, yang menyebutkan bahwa semakin tinggi utang dapat meningkatkan *financial distress* dan risiko kebangkrutan.

Berbeda dengan teori *trade-off* yang berada dalam kerangka antara penghematan pajak dan biaya kebangkrutan, teori *pecking order* menentukan dana berdasarkan kesempatan investasi dan pembayaran dividen. Konsep pendanaan ini pertama kali dikemukakan oleh Donaldson (1961) *dalam* Hanafi (2004) bahwa manajer lebih memilih untuk menggunakan pendanaan internaldalam melakukan pendanaan kecuali bila terjadi kekurangan dalam melakukan pemenuhan dana tersebut. Jika ada kesempatan investasi, perusahaan akan mulai dengan dana internal dan pilihan terakhir penerbitan saham. Pembayarandividen akan mengurangi kas, jika kas berkurang, maka perusahaan akan menerbitkan sekuritas baru.

Pendanaan internal diperoleh dari saldo laba dan arus kas*.* Pendanaan eksternal dilakukan terutama dengan menerbitkan obligasi daripada dengan penerbitan saham baru. Hal tersebut dilakukan perusahaan untuk menghindari adanya biaya penerbitan *(floatation cost)*yang melekat pada pendanaan eksternal, dimana *floatation cost* untuk penerbitan obligasi lebih kecil daripada penerbitan saham baru (Nurnajamuddin, 2004).

Pendanaan internal lebih diutamakan dari pada pendanaan eksternal, karena perusahaan tidak perlu melibatkan pihak ketiga diluar manajemen dan pemegang saham, dan akan terhindar dari biaya penerbitan *(floatation cost).* Dalam hal ini, pihak manajemen sebagai pelaksana perusaan lebih mengutamakan, pada peningkatan dan memaksimalkan kekayaan pemegang saham yang ada. Selain itu dengan pendanaan internal, perusahaan dapat terhindar dari kesulitan keuangan (*Financial distress).* Namun, apabila pendanaan eksternal terpaksa dilakukan karena kebutuhan dana yang belum tercukupi, maka perusahaan akan menerbitkan obligasi atau utang jangka panjang sebagai prioritas utama dibandingkan dengan menerbitkan saham baru.

Keputusan kebijakan pendanaan, dividen, dan investasi merupakan keputusan yang harus dipertimbangkan dengan baik oleh pihak manajemen. Kebijakan investasi dilakukan jika perusahaan mempunyai kelebihan arus kas *(free cash flow)* dan investasi yang dilakukan adalah memiliki *net present value* positif. Pengambilan keputusan untuk menggunakan kebijakan utang dan dividen adalah saling mempengaruhi. Ketika perusahaan memiliki dana internal yang cukup untuk mendanai kegiatan perusahaan maka disarankan menggunakan dana internal, namun jika dana internal tidak mampu mencukupi kebutuhan, maka tahap selanjutnya adalah menerbitkan utang. Hal ini sesuai dengan teori *pecking zonlimr hypothesis.* Setiap kebijakan harus mempertimbangkan *cost-benefit,* dimana penggunaan utang akan memberikan manfaat untuk mengurangi pajak yang dibayarkan,selain itu juga dapat digunakan sebagai signal positif atas kinerja perusahaan. Namun dalam batas tertentu penggunaan utang yang berlebihan dapat menyebabkan kesulitan keuangan *(financial distress).* Sehingga hal ini yang disebut *trade-off theory* dalam penggunaan utang.

**3.1. Pengaruh Kepemilikan Manajerial Terhadap Kebijakan Pendanaan**

Berdasarkan hasil uji statistik diketahui bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh secara positif dan signifikan terhadap kebijakan pendanaan atau hipotesis pertama (H1) yang diajukan terbukti atau dapat diterima. Semakin tinggi kepemilikan manajerial maka semakin tinggi utang. Hal ini dapat dipelajari dari *demand* dan *supply hypothesis*. *Demand hypothesis* menjelaskan bahwa perusahaan yang dikuasai oleh *insider* atau perusahaan tertutup akan penggunaan utang dalam jumlah besar untuk mendanai perusahaannya. *Supply hypothesis* menjelaskan bahwa perusahaan yang dikontrol *insider* memiliki *debt agency cost* kecil sehingga meningkatkan penggunaan utang. Penjelasan lain adalah adanya *trade off* antara konflik keagenan utang dengan konflik keagenan ekuitas. Perusahaan dengan kepemilikan manajerial memiliki konflik keagenan ekuitas yang rendah sehingga kecenderungannya menggunakan utang, meskipun keputusan ini dapat meningkatkan konflik keagenan utang. Keputusan penggunaan modal utang oleh manajer sebagai pemilik juga dapat mengurangi kebutuhan ekuitas eksternal sehingga meningkatkan kepemilikan manajerial.

Hal ini terjadi karena kontrol yang besar dari pihak manajerial menyebabkan mereka mampu melakukan investasi dengan lebih baik sehingga memerlukan tambahan dana melalui utang untuk pendanaannya (*demand hypothesis*). Hasil penelitian ini sejalan dengan pernyataan Easterbrook (1984) dalam Ismiyanti dan Mamduh (2003) yang mengatakan bahwa pemegang saham akan melakukan pengawasan (*monitoring*) terhadap manajemen namun bila biaya *monitoring* tersebut tinggi maka mereka akan menggunakan pihak ketiga (*debtholders* dan atau *bondholders*) untuk membantu melakukan *monitoring*. *Debtholders* yang sudah menanamkan dananya di perusahaan dengan sendirinya akan berusaha melakukan pengawasan terhadap penggunaan dana tersebut. Biasanya *monitoring* yang dilakukan *debtholders* melalui mekanisme *debt covenant*.

*Agency theory* menyatakan bahwa *agency relationship* merupakan sebuah ikatan kerja dimana satu orang atau lebih sebagai pemegang saham (*principal*) menunjuk pihak lain (*agent*) untuk memberikan pelayanan dan pengambilan keputusan atas nama prinsipal (Jensen dan Meckling, 1976). Hubungan keagenan dapat mengakibatkan timbulnya *agency conflict* antara manajer dengan pemegang saham dalam hal keputusan pendanaan. Manajer cenderung tidak mau menanggung resiko (*risk averse*) sehingga akan memilih kebijakan yang dapat memberi posisi aman bagi karirnya. Masalah keagenan yang terjadi dapat diminimumkan dengan mekanisme pengawasan sehingga dapat mensejajarkan kepentingan yang terkait tersebut. Namun adanya mekanisme pengawasan ini akan memunculkan biaya agensi (*agency cost*). *Agency cost* yang tinggi akan menurunkan nilai perusahaan. Salah satu cara yang dapat digunakan untuk menurunkan *agency cost* yaitu dengan meningkatkan kepemilikan saham oleh manajer sehingga manajer dapat merasakan manfaat secara langsung dari keputusan yang diambil. Penelitian ini membuktikan bahwa konflik keagenan antara pemegang saham dengan manajer dapat diminimalkan dengan meningkatkan kepemilikan manajerial, karena dengan kepemilikan manajerial yang tinggi manajer cenderung menggunakan utang untuk membiayai kebutuhan keuangan perusahaan, hal dapat dijelaskan melalui *trade off*antara konflik keagenan utang dengan konflik keagenan ekuitas.

Hasil riset ini sesuai dengan *signalling theory*, dimana utang yang meningkat dapat mengindikasikan bahwa kinerja manajer cukup baik, karena adanya kepercayaan dari pihak *debtholders*. Seperti yang dikatakan oleh Leland dan Pyle (1977) dalam Sudaana (2004) dan Ross (1977) bahwa keputusan manajer dapat merupakan signal bahwa perusahaan berkinerja baik yaitu ketika perusahaan memutuskan menggunakan dana eksternal, karena hanya perusahaan dengan pendapatan relatif stabil yang berani menambah utangnya.

Penggunaan utang yang cenderung tinggi digunakan untuk mengurangi *agency conflict* antara pemegang saham mayoritas dengan minoritas. Manajer sebagai bagian keluarga pemilik saham mayoritas mempunyai kecenderungan merugikan investor luar (minority atau investor publik). Untuk memberi sinyal bahwa insider tidak melakukan tindakan yang tidak sesuai, dan pihak minoritas percaya, maka perusahaan akan menggunakan utang yang besar sehingga investor luar percaya bahwa ada pihak lain yang ikut mengawasi perusahaan (*debholders*). Manajer (pihak keluarga) juga menggunakan utang tinggi karena akan mempertahankan hak suara akibat tidak bertambahnya pemegang saham baru. Adanya perbedaan informasi ini manajer'akan memberi signal kepada investor luar. Sinyal tersebut haruslah berupa sesuatu yang dapat dipercaya dan tidak mudah ditiru. Kebijakan struktur modal dapat digunakan sebagai signal positif adalah penggunaan utang yang tinggi (Ross, 1977). Hanya perusahaan yang benar-benar kuat yang berani menanggung risiko mengalami kesulitan keuangan ketika porsi utang relatif tinggi, sehingga manajer menggunakan signal positif ini dengan tujuan untuk menunjukkan bahwa prospek perusahaan baik, dengan harapan investor menangkap signal tersebut. Investor luar akan menilai lebih tinggi pada perusahaan yang memiliki utang lebih tinggi daripada perusahaan dengan utang rendah.

Perusahaan menggunakan utang tinggi untuk memanfaatkan keuntungan dari penggunaan utang berupa: (1) biaya bunga yang dapat mengurangi penghasilan kena pajak, sehingga biaya utang efelctif menjadi lebih rendah; (2) kreditor hanya mendapat biaya bunga yang relatif bersifat tetap, sehingga kelebihan keuntungan merupakan klairn bagi pemilik perusahaan: dan (3) *bondholder* tidak memiliki hak suara sehingga pemilik dapat mengendalikan perusahaan dengan dana yang lebih kecil.

**3.2. Pengaruh Kepemilikan Manajerial Terhadap Kebijakan Dividen**

Hasil uji statistik diketahui bahwa kepemilikan manajerial memiliki pengaruh negatif tetapi tidak signifikan terhadap kebijakan dividen atau hipotesis kedua (H2) yang diajukan tidak terbukti atau tidak dapat diterima. Kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen disebabkan terdapat persamaan preferensi di antara pemegang saham untuk tidak membagikan dividen. Manajer sekaligus sebagai pemilik memilih tidak menuntut dividen namun kompensasi lain berupa gaji dan bonus atau insentif jangka panjang lainnya dibandingkan dengan dividen.

Struktur kepemilikan dapat mempengaruhi besar kecilnya pembayaran dividen. Ketika kepemilikan terkonsentrasi (hanya beberapa pemilik dan biasanya perusahaan keluarga) maka asimetri informasi antara *insider* dan *outsider* relatif kecil, sehingga tidak perlu menggunakan dividen untuk menyampaikan informasi. dan jika membayar dividen biasanya dalam jumlah relatif kecil, hal ini terjadi pada perusahaan keluarga dimana pemilik utamanya adalah manajer perusahaan tersebut, atau pada perusahaan yang dikontrol oleh bank atau kelompok industri. Selain itu tingkat pemisahan antara kepemilikan dan kontrol yang rendah pada perusahaan yang kepemilikannya terkonsentrasi (Arifin, 2005).

Kondisi inilah yang terjadi pada perusahaan di Indonesia. Hasil mendukung temuan Claessen *et al*. (2000) yang menyatakan belum terdapat pemisahan yang jelas antara kepemilikan dan kontrol pada perusahaan yang terdaftar di BEI.

**4.1. Kesimpulan**

Berdasarkan hasil penelitian dan pembahasan yang telah dikemukakan, maka kesimpulan yang diperoleh dari penelitian ini adalah sebagai berikut.

1. Kepemilikan manajerial berpengaruh secara positif dan signifikan terhadap kebijakan pendanaan. Semakin tinggi kepemilikan manajerial maka semakin meningkatkan utang. Kepemilikan manajerial menggunakan utang untuk mengurangi kepemilikan eksternal dan pihak insider mempertahankan efektivitas kontrol terhadap perusahaan (*demand* dan *supply hypothesis*), serta menggunakan sebagai signal postif atas kinerja perusahaan.
2. Kepemilikan manajerial memiliki hubungan negatif tetapi tidak signifikan terhadap kebijakan dividen. Kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen perusahaan, hal ini disebabkan manajer sekaligus sebagai pemilik memilih tidak menuntut dividen namun kompensasi lain berupa gaji dan bonus atau insentif jangka panjang lainnya dibandingkan dengan dividen.

**4.2. Saran**

Berdasarkan hasil penelitian ini maka saran yang dapat diberikan adalah sebagai berikut:

1. Bagi perusahaan diharapkan dapat mempertimbangkan adanya proporsi kepemilikan manajerial untuk mengurangi konflik keagenan, sehingga manajer bertindak untuk memaksimalkan nilai perusahaan.
2. Bagi peneliti selanjutnya disarankan untuk menguji hubungan interdependensi variabel kepemilikan manajerial dengan kebijakan pendanaan dan dividen. Disarankan Pula untuk menambah pengukuran kebijakan pendanaan dengan rasio nilai buku utang pada ekuitas, dan kebijakan dividen dengan menambah pengukuran *dividen payout ratio* dan pengamatan periode lebih panjang