



KEPUTUSAN STRUKTUR MODAL DAN KEBIJAKAN DIVIDEN SEBAGAI MEKANISME MENGURANGI MASALAH KEAGENAN

Arief Yulianto✉

Fakultas Ekonomi, Universitas Negeri Semarang, Semarang, Indonesia

Info Artikel

Sejarah Artikel:
Diterima Maret 2013
Disetujui Mei 2013
Dipublikasikan September 2013

Keywords:
Management Ownership;
Debt Quity Ratio;
Dividend Payout Ratio

Abstrak

Perilaku oportunistik manajerial pada keputusan pendanaan perusahaan menimbulkan konflik antara manajemen dan pemegang saham maupun kreditur. Tujuan penelitian ini adalah mengetahui secara empiris pengaruh kepemilikan manajerial (hipotesis masalah keagenan) yang dipengaruhi oleh debt equity ratio dan dividend payout ratio yang akan mengurangi masalah keagenan. Penelitian dilakukan pada perusahaan manufaktur yang tercatat di Bursa Efek Indonesia tahun 2008 sampai dengan 2011. Berdasarkan dua model regresi yang dipergunakan, diperoleh hasil bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap debt equity ratio yang merupakan indikasi bahwa dengan peningkatan utang maka akan meningkatkan monitoring yang dilakukan kreditur terhadap perilaku manajerial. Selain itu ditemukan hasil yang tidak signifikan pengaruh kepemilikan manajerial terhadap dividend payout ratio yang merupakan indikasi inkonsisten dengan masalah keagenan.

THE CAPITAL STRUCTURE DECISION AND DIVIDEND POLICY AS THE MECHANISM FOR DECREASING THE AGENCY THEORY

Abstract

The managerial opportunistic behaviour on the financing activity decision can generate a conflict between the management and the stockholder or creditor as a consequence of the opportunity management behaviors. This paper aims to provide empirical evidence on the managerial ownership (agency costs hypothesis) which suggests debt equity ratio and dividend payout ratio may reduce agency costs. This research was conducted at manufacturing firms listed at Indonesian Stock Exchange from 2008 to 2011. In this research, two regression models were used. Management ownership is positively associated with debt equity ratio. It indicates that the increase of monitoring, done by creditors, due to the increasing amount of debt. However, there is not a significant relationship between management ownership and dividend payout ratio, it indicates that the finding is inconsistent with the agency conflict.

JEL Classification: G, G1, G11

✉ Alamat korespondensi:
Gedung C6 Lantai 1 FE Unnes
Kampus Sekaran, Gunungpati, Semarang
Email: ariefyoliyanto@gmail.com

PENDAHULUAN

Pemberian kewenangan oleh *principals* kepada *agents* menimbulkan perilaku manajer yang *imperfect*, yang berorientasi kepada kepentingannya dan *perfect agent* yang akan bertindak demi kepentingan *principals* (Easterbrook, 1984). Manajer sebagai manusia yang rasional cenderung berperilaku sebagai *imperfect agent*, yang lebih berusaha untuk meningkatkan kesejahteraan dirinya dibandingkan dengan peningkatan kesejahteraan pemegang saham, sehingga peningkatan kepemilikan saham manajer akan berpotensi menimbulkan perbedaan kepentingan dengan *principals*. Masalah keagenan antara manajer dan pemegang saham ini masih merupakan isu kontroversi dalam manajemen keuangan (Jensen & Meckling, 1976; Easterbrook, 1984; Crutchley et al., 1999).

Masalah keagenan yang disebabkan karena perilaku manajer yang *imperfect* dapat dikurangi dengan penggunaan dana *discretioner* perusahaan untuk dibagikan kepada pemegang saham (kebijakan dividen), sehingga mengurangi "kesempatan" manajer menggunakan dana tersebut untuk kepentingan dirinya (Crutchley & Hansen, 1989). Selain menggunakan penerbitan saham sebagai mekanisme ekstra *monitoring* dari pasar modal, seperti *investment bankers*, *underwriters*, *bond rating agencies*, yang biasa disebut *capital market-monitoring hypothesis* (Rozeff, 1982).

Kebijakan dividen sebagai mekanisme mengurangi masalah keagenan dapat dipergunakan secara simultan dengan penggunaan utang dalam struktur modal sebagai upaya meningkatkan *monitoring lender* (Noronha, 1996 & Setyawan, 2001). Pandangan lain menyebutkan, bahwa manajer yang berperilaku *perfect* akan menumbuhkan kepercayaan dari *principals*, sehingga *principals* bersedia membayar lebih kepada *agents* dalam rangka peningkatan kontrol terhadap perusahaan. Hal ini dikarenakan *agents* lebih mengetahui kondisi perusahaan dibandingkan dengan *principals*, sehingga tidak memerlukan mekanisme mengurangi masalah keagenan (Faulkender, 2006).

Motivasi melakukan studi ini adalah pertama, adanya inkonsistensi penelitian terdahulu mengenai pengaruh keputusan utang dan kebijakan dividen yang simultan sebagai mekanisme mengurangi masalah keagenan (Jensen & Meckling, 1976; Rozeff, 1982; Easterbrook, 1984; Noronha et al., 1995), kedua, masih sedikit penelitian yang menguji keputusan utang dan dividen secara simultan terhadap masalah keagenan (Setyawan & Hartono, 2001), sehingga studi ini mengkombinasikan pengujian non-simultan (Crutchley et al., 1999) dan simultan (Noronha et al., 1995).

Ketiga, perbedaan penggunaan sampel penelitian, yang dilakukan sebelumnya, yaitu Noronha et al. (1995) menggunakan sampel 400 perusahaan yang tercatat di S&P pada tahun 1986-1988. Setyawan dan Hartono (2001) menggunakan sampel 239 perusahaan tercatat di Bursa Efek Jakarta tahun 1989-1993, sedangkan penelitian ini menggunakan sampel 28 perusahaan manufaktur tercatat di Bursa Efek Indonesia tahun 2008 (tahun awal pasca penggabungan Bursa Efek Surabaya dan Bursa Efek Jakarta menjadi Bursa Efek Indonesia) sampai dengan 2011 sebagai data terakhir yang tersedia pada saat melakukan penelitian (*time series empat tahun*).

Keempat, dukungan penelitian lain dilakukan di Indonesia sesuai dengan argumentasi La Porta et al. (1998), yaitu disebabkan masalah keagenan yang cenderung terjadi di negara berkembang, termasuk di Indonesia, dibandingkan dengan negara maju. Hal ini disebabkan lemahnya perlindungan hukum terhadap investor atau pemegang saham sehingga perilaku manajer seringkali tidak memperhatikan kepentingan pemegang saham. Berdasarkan latar belakang tersebut tujuan penelitian ini adalah menguji secara empiris mekanisme utang dan dividen dalam mengurangi masalah keagenan yang disebabkan peningkatan kepemilikan saham manajer (*insider*).

Agency Problem (Masalah Keagenan)

Jensen dan Meckling (1976) menyebutkan bahwa perusahaan modern melakukan pe-

misahan fungsi kontrol dan kepemilikan (*the separation of ownership and control*), untuk efektivitas pencapaian tujuan perusahaan. Namun, hal ini masih merupakan *issue* yang belum terpecahkan, karena adanya kepentingan dari setiap pihak (*ownership-principals* dan *control-agents*) untuk memaksimalkan kepentingannya. Pada saat proporsi kepemilikan saham manajer (*agents*) sebesar 100% pada perusahaan, maka tidak akan terjadi masalah keagenan (*the zero agency-cost*).

Teori keagenan diawali dari teori motivasi (McGregor, 1960), menyebutkan bahwa terdapat dua model perbedaan perilaku dan motivasi pekerja yang dianalogikan dengan X (diasumsikan pekerja pada dasarnya malas, berusaha menghindari pekerjaan dan tidak suka bekerja) dan Y (diasumsikan pekerja pada dasarnya ambisius, mempunyai *self-motivated, self control*). Ross (1973) mengembangkan dalam kerangka yang lebih luas dan dalam cakupan interaksi sosial, dimana setiap pihak berusaha untuk mengembangkan *expected utility*-nya. Sehingga setiap pihak yang berinteraksi seperti pekerjamempekerjakan, pemerintah-warga negara berpotensi menimbulkan masalah keagenan.

Jensen dan Meckling (1976) menjelaskan dalam ruang lingkup lebih spesifik masalah keagenan ini pada *agents-principals* dalam perusahaan serta mekanisme mengurangi masalah keagenan tersebut dengan menggunakan utang dan dividen. Pada saat kepemilikan saham manajer (*agents*) meningkat akan menurunkan biaya keagenan. Hal tersebut disebabkan mekanisme *entrenchment* dari manajer untuk mempertahankan reputasi perusahaan dan melindungi karir personal. Namun, mekanisme *entrenchment* akan mengurangi masalah keagenan sampai titik tertentu, yang selanjutnya akan meningkatkan masalah keagenan yang berdampak kepada biaya keagenan dengan bentuk U (*U-shaped*) (Crutchley et al., 1999).

Mengurangi Masalah Keagenan

Jensen dan Meckling (1976) menjelaskan mekanisme *bonding* dan *monitoring* melalui

kebijakan dividen dapat dipergunakan untuk mengurangi masalah keagenan. *Bonding* dapat dilakukan melalui kebijakan dividen (mengurangi *free cash flow*), sedangkan *monitoring* dapat dilakukan dengan melibatkan *lender* dalam mengurangi perilaku manajer oportunistik. Berbagai biaya yang dapat timbul karena adanya masalah keagenan adalah:

The monitoring expenditures by the principal, merupakan pengeluaran yang dibayar oleh prinsipal untuk mengukur, mengamati dan mengontrol perilaku agen agar tidak menyimpang. Biaya ini timbul karena adanya ketidakseimbangan informasi antara prinsipal (pemilik) sebagai pegawai dan *agent* (manajer) sebagai pelaksana.

The bonding expenditures by the agent, merupakan pengeluaran yang dibayar oleh *agent* (manajer) untuk membuat struktur organisasi yang meminimalkan tindakan manajer yang tidak diinginkan, sehingga menjamin *principals* akan memberikan kompensasi jika telah melaksanakan perintah *principals*.

The residual loss, biaya yang dikeluarkan karena adanya *opportunity cost*, sebab *agents* tidak dapat mengambil keputusan tanpa persetujuan *principals*. Hal ini dilatarbelakangi karena adanya potensi perbedaan kepentingan *principals* dan *agent*, sehingga kemakmuran *principals* berkurang. Kondisi ini terjadi manakala *agent* melaksanakan keputusan dari *principals* namun kesejahteraannya tidak meningkat, begitu juga sebaliknya, keputusan dari *principals* tidak dilaksanakan tetapi dapat meningkatkan kesejahteraan *agents*, sehingga *principals* harus menanggung biaya kerugian (*residual loss*).

Utang dan Kebijakan Dividen sebagai Mekanisme Mengurangi Masalah Keagenan

Kepentingan manajer dan pemegang saham sulit untuk disatukan (Ruan et al., 2011), sehingga dilakukan berbagai mekanisme untuk mengurangi masalah keagenan yang disebabkan karena perbedaan kepentingan ini, yaitu melalui utang dan kebijakan dividen.

Gambar 1 menjelaskan *U-shaped hypothesis* mengenai keterkaitan *agency cost* (AC)

dan prosentase kepemilikan saham manajer (αC), yang mengindikasikan bahwa peningkatan proporsi kepemilikan manajerial yang tidak berhubungan dengan masalah keagenan, yaitu pada saat manajer berubah orientasi dari kesejahteraan pemegang saham menjadi orientasi kesejahteraan personal (*trade-off*-berhubungan negatif menjadi positif) dan keputusan diversifikasi portofolio manajemen.

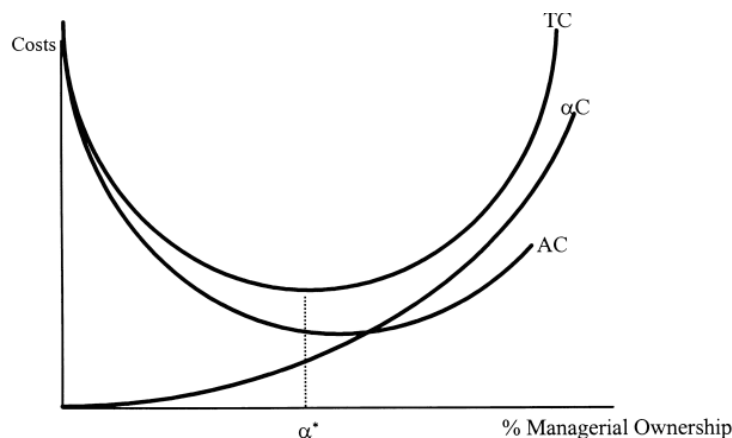
Jika fungsi total biaya (TC) adalah jumlah dari AC dan αC , sehingga pada saat biaya lainnya konstan maka titik minimal total biaya (TC) pada α^* yang merupakan prosentase optimal dari *insider ownership*. AC merupakan *agency cost* yang terdiri dari *monitoring*, *bonding* dan *residual cost* yang ditimbulkan karena masalah keagenan (Jensen & Meckling, 1976). Pada saat kepemilikan saham manajer meningkat maka sampai titik α^* akan mengurangi AC (mekanisme *bonding-alignment* dengan pemegang saham), namun pada saat kepemilikan saham meningkat maka akan meningkatkan AC (*entrenchment*).

Peningkatan kepemilikan saham manajer akan meningkatkan AC sehingga diperlukan utang dan kebijakan dividen untuk mengurangi AC. Utang akan menimbulkan biaya utang yang berpengaruh terhadap biaya keagenan (*agency cost of debt* -AC) dan biaya utang secara keseluruhan (*Leverage Cost*-LC). Penggunaan utang akan menurunkan AC disebabkan oleh peningkatan *monitoring* dari *lender*, walaupun TC (*total cost-leverage*) akan

meningkat, seperti adanya biaya kebangkrutan. Sehingga peningkatan penggunaan utang akan berdampak kepada penurunan AC namun akan meningkatkan TC. Jika TC berasal dari LC ditambah dengan AC sehingga optimal utang (*leverage*-L) adalah pada saat TC minimal (L^*).

Gambar 2 menunjukkan manfaat dan biaya dividen (*dividend of agency cost*-DC), yaitu jika terjadi peningkatan pembayaran dividen, maka akan menurunkan AC yang dapat disebabkan *monitoring* pasar modal dan pengurangan pendapatan *discretionary* yang mengurangi perilaku oportunistik manajer. Namun, dengan peningkatan pembayaran dividen yang disebabkan karena penerbitan saham maka akan meningkatkan biaya karena penggunaan penjamin emisi (*underwriter*) untuk penerbitan saham seperti terlihat pada DC (biaya finansial yang lain), TC yang merupakan penjumlahan dari DC dan AC sehingga pembayaran dividen yang optimal pada saat pembayaran dividen (D^*).

Berdasarkan pada Gambar 2 dan 3 maka hipotesis mayor dalam penelitian ini adalah Peningkatan kepemilikan saham manajerial akan menurunkan biaya keagenan, namun sampai pada titik tertentu akan meningkatkan biaya keagenan. Utang yang merupakan mekanisme *monitoring* lender dapat dipergunakan untuk mengurangi masalah keagenan, namun peningkatannya akan mengakibatkan biaya utang seperti kebangkrutan dan kesulitan finansial meningkat. Selain utang, kebijakan dividen akan



Gambar 1. *Optimal Managerial Ownership* (Crutchley et al., 1999)

mengurangi pendapatan discretionary sehingga manajemen akan bonding. Namun hal tersebut akan berdampak kepada peningkatan biaya penerbitan saham seperti underwriter, auditor publik.

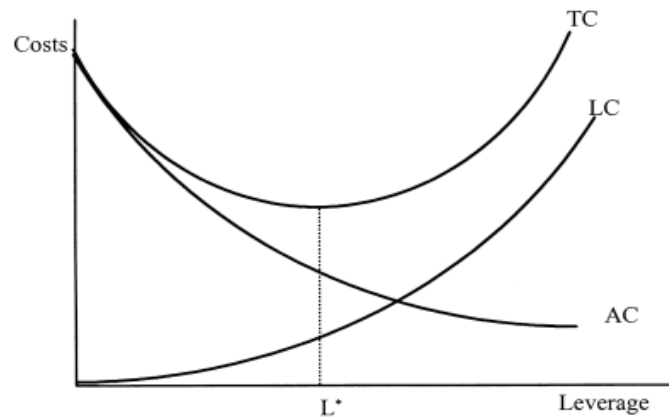
Berdasarkan pada hipotesis mayor tersebut, maka dapat diuraikan hipotesis minor mengenai pengaruh kepemilikan saham manajer secara parsial terhadap utang dan kebijakan dividen.

Kepemilikan Saham Manajer dan Utang

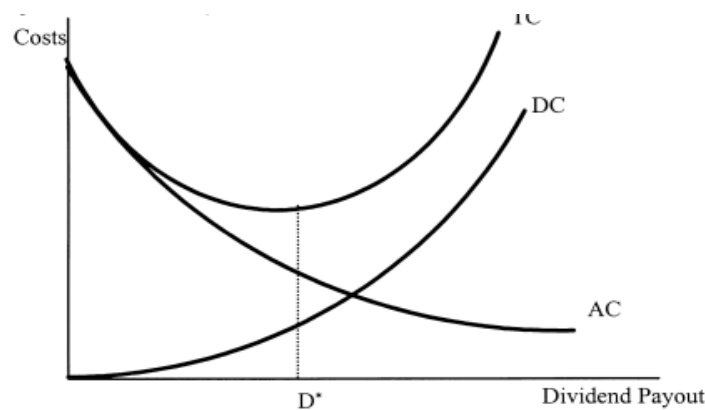
Salah satu penjelasan pada *paper* Jensen dan Meckling (1976) adalah pembatasan pinjaman yang dilakukan *lenders* dan perusahaan (*borrowers*). Utang berdasarkan pendekatan *agency cost of debt* merupakan mekanisme mengurangi masalah keagenan, namun karena adanya risiko bagi *lender* dan *borrowers*, maka dilakukan pembatasan terhadap utang perusahaan.

Crutchle et al. (1999) menemukan hasil penelitian bahwa utang merupakan mekanisme *monitoring* yang dilakukan *lender* untuk mengurangi perilaku oportunistik manajer dalam penggunaan sumber daya perusahaan demi kepentingannya atau berpengaruh positif. Hasan dan Butt (2009) melakukan penelitian di Pakistan dan menemukan hasil yang berbeda, yaitu kepemilikan saham manajer mempunyai pengaruh negatif terhadap utang. Walaupun utang mempunyai fungsi untuk meningkatkan *monitoring*, namun semakin meningkatkan risiko kesulitan keuangan dan kebangkrutan, oleh karena itu perusahaan akan mengurangi utang dalam struktur modalnya

Arifin (2010) melakukan penelitian di Indonesia menemukan hasil, bahwa manajer akan mengambil keputusan untuk mengurangi utangnya karena pasar tenaga kerja manajer di Indonesia. Risiko kebangkrutan karena peningkatan utang dalam struktur modal akan ber-



Gambar 2. Optimal Leverage (Crutchley et al., 1999)



Gambar 3. Optimal Dividend Payout (Crutchley et al., 1999)

dampak kepada dikeluarkannya manajer dari pekerjaan, selain itu kondisi pasar tenaga kerja di Indonesia saat ini adalah lebih besar penawaran dibandingkan permintaan manajer, sehingga probabilitas mencari pekerjaan bagi manajer yang dikeluarkan lebih sulit.

Ruan et al. (2011) menjelaskan pengaruh kepemilikan manajerial berbentuk N-terbalik (*inverted-N shaped*) terhadap utang. Hal tersebut dikarenakan pada proporsi kepemilikan saham yang relatif rendah (kurang dari 18%) manajer akan melakukan kinerja terbaik. Peran dari *monitoring* eksternal utang sangat efektif, sehingga hanya sedikit *monitoring* dari *lender* yang diperlukan. Apabila kepemilikan saham manajer meningkat hingga 64%, maka peran *monitoring* dan pengawasan lemah, sehingga meningkatkan perilaku oportunistik manajer. Namun, pada saat kepemilikan manajer meningkat lebih dari 64%, hal ini akan mengakibatkan penurunan penggunaan utang, karena manajer menghindari penggunaan utang berlebihan yang akan meningkatkan risiko kebangkrutan.

Berbagai hasil penelitian terdahulu menunjukkan kepemilikan saham manajer berpengaruh terhadap penggunaan utang perusahaan sebagai mekanisme *monitoring lender* kepada manajemen. Argumentasi yang dapat menjelaskan hal ini adalah *over investment problem* (Myers, 1977; Hoshi et al., 1993) dan pemindahan risiko investasi yang telah dilakukan dari *under investment* menjadi *over investment* (Jensen & Meckling, 1976; Berger & Udell, 2002), yang dapat dijelaskan pada Tabel 1

Oleh karena itu berdasarkan hasil penelitian terdahulu, maka kepemilikan saham manajer mempunyai pengaruh terhadap utang, sehingga hipotesis dapat dirumuskan sebagai berikut:

H1: Kepemilikan Manajerial mempunyai pengaruh signifikan terhadap DER

Kepemilikan Manajerial dan Kebijakan Dividen

Crutchley et al. (1999) berargumentasi bahwa kebijakan dividen merupakan mekanis-

Tabel 1. Argumentasi perlunya Mekanisme *Monitoring* dari *Lender* terhadap Peningkatan Kepemilikan Saham Manajer

No	Temuan Penelitian	Peneliti
1	Peningkatan <i>monitoring</i> diperlukan ketika terjadi peningkatan kepemilikan saham manajer sehingga mengakibatkan perubahan orientasi untuk meningkatkan kesejahteraan dirinya selain kepada <i>debtholders</i> melalui <i>under-investment</i> . Sehingga kreditur perlu memastikan bahwa Manajer akan menglokasikan proyek yang <i>under-investment</i> sehingga perusahaan dapat membayar kembali kepada kreditur	Myers (1977); Hoshi et al. (1993)
2	Peningkatan <i>monitoring</i> diperlukan ketika terjadi peningkatan kepemilikan saham manajer. Manajer akan melakukan pemindahan investasi yang berisiko rendah kepada risiko tinggi, sehingga tidak saja memberikan <i>transfer of wealth debtholders</i> namun juga kepada dirinya (<i>Asset substitution problem</i>). Namun hal itu merugikan manajer karena meningkatkan probabilita ketidakmampuan membayar kembali kepada kreditur.	Jensen dan Meckling (1976); Berger dan Udell (2002)

me yang dapat dipergunakan untuk mengurangi masalah keagenan. Peningkatan pembayaran dividen akan mengurangi pendapatan *discretionary* perusahaan, sehingga manajer tidak mempunyai kesempatan untuk menggunakan dana tersebut demi kepentingannya. Hal tersebut berdampak kepada penurunan biaya keagenan karena peningkatan kepemilikan saham manajer (berpengaruh positif antara kepemilikan manajerial dan penggunaan kebijakan dividen). Sedangkan Short et al. (2002) dan Chen et al. (2005) menemukan hasil, bahwa terdapat hubungan negatif antara kepemilikan manajerial dan kebijakan dividen. Selain itu, Wen dan Jia (2010) menemukan hasil bahwa kepemilikan saham institusional dan manajerial mempunyai pengaruh negatif terhadap kebijakan dividen di Hongkong.

Bentuk perilaku oportunistik (Tabel 2) contohnya penggunaan *free cash flow* sesuai dengan kepentingannya bukan kepentingan pemegang saham. Diperlukan mekanisme pengganti untuk mengurangi perilaku oportunistik tersebut dengan dividen sebagai substitusi (hipotesis substitusi dividen). Dikurangnya *free cash flow* melalui dividen sehingga *free cash flow* tinggal sedikit sehingga manajemen tidak dapat berperilaku oportunistik dengan *free cash flow* yang sedikit tersebut (Rozeff, 1982).

H2: Kepemilikan Manajerial mempunyai pengaruh signifikan terhadap DPR.

Mekanisme keputusan utang dan dividen berguna untuk mengurangi AC, karena

peningkatan kepemilikan manajerial. Sehingga Crutchley et al. (1999) menyimpulkan bahwa keputusan utang dan dividen akan mengikuti perubahan proporsi kepemilikan saham manajer (*U-shaped*) sampai titik kritis tertentu. Pada saat kepemilikan saham manajer rendah, maka akan melakukan *alignment*, namun pada saat peningkatan kepemilikan saham melebihi titik kritis, maka manajer melakukan *entrenchment*.

Pemetaan Penelitian Terdahulu

Orisinalitas penelitian adalah menguji utang dalam struktur modal dan kebijakan dividen sebagai mekanisme mengurangi masalah keagenan (struktur kepemilikan) dengan dua pendekatan yang berbeda yaitu utang sebagai mekanisme *monitoring* dan kebijakan dividen sebagai upaya *bonding* manajemen karena berkurangnya pendapatan *discretionary*. Berbagai penelitian telah dilakukan terpisah, diantaranya pertama, pengujian pengaruh kepemilikan saham manajer terhadap utang (Hasan & Butt, 2009; Din & Javid, 2011; Ruan et al., 2011). Pengaruh kepemilikan saham manajer terhadap kebijakan dividen (Short et al., 2002; Chen et al., 2005; Wen & Jia, 2010)

Kedua, pengaruh kepemilikan saham manajer secara simultan terhadap utang dan dividen dalam pendekatan *free cashflow hypothesis*. Temuan penelitian adalah manajemen akan melakukan *bonding* karena hanya sedikit atau tidak tersedianya *free cashflow* (telah dipergunakan membayar dividen dan utang) sehingga

Tabel 2. Argumentasi Dividen sebagai Mekanisme *Bonding* Manajemen

No	Temuan Penelitian	Peneliti
1	Perilaku manajemen yang oportunistik didorong karena ketersediaan <i>free cash flow</i> dalam perusahaan. Dividen merupakan mekanisme untuk mengurangi <i>free cash flow</i> perusahaan sehingga manajemen tidak dapat berperilaku oportunistik dan akan melakukan <i>bonding</i> karena berkurangnya ketersediaan <i>free cash flow</i> perusahaan.	Rozeff (1982); Agrawal dan Jayaraman (1994)

mengurangi perilaku oportunistik manajemen dalam menggunakan *free cashflow* demi kepentingannya (Jensen & Meckling, 1976; Jensen, 1986; Agrawal & Jayaraman, 1994; Crutchley et al., 1999; Arifin, 2010). Ketiga, pengaruh kepemilikan saham manajer secara simultan terhadap utang dan dividen dalam pendekatan *monitoring hypothesis* (Mahadwartha & Jogiyanto, 2002). Temuan penelitian ini adalah pasar modal dan *lender* mampu melakukan *monitoring* yang efektif terhadap perilaku oportunistik manajemen.

Perbedaan penelitian ini dibandingkan dengan penelitian sebelumnya adalah dilakukan pengembangan dalam dua pendekatan berbeda (*monitoring* dan *agency cost of free cashflow*). Untuk menguji pengaruh kepemilikan manajerial terhadap utang dipergunakan pendekatan *monitoring hypothesis* (*agency cost of monitoring*) sedangkan menguji pengaruh kepemilikan manajerial terhadap kebijakan dividen dipergunakan pendekatan *agency cost of free cashflow*.

METODE

Penelitian ini adalah penelitian kuantitatif dengan variabel bebas adalah kepemilikan manajerial sedangkan variabel terikat adalah DPR dan DER. Data dalam penelitian ini ada-

lah perusahaan manufaktur yang tercatat di Bursa Efek Indonesia tahun 2008 sampai dengan 2011. Argumentasi menjelaskan data ini yaitu pertama, industri manufaktur mempunyai indeks sektoral lebih besar dibandingkan primer dan tersier pada tahun 2008-2011 seperti pada Tabel 3.

Tingkat indeks sektoral yang lebih besar ini merupakan indikasi perkembangan sektor manufaktur yang berkembang sehingga kemungkinan lebih besar perusahaan yang membagikan dividen maupun meningkatkan utang untuk keputusan investasi. Hal ini akan mendorong perilaku oportunistik manajerial untuk tidak membagikan dividen dan meningkatkan utang untuk kepentingannya, sehingga penelitian yang dilakukan pada sektor manufaktur lebih tepat dibandingkan sektor lainnya untuk memprediksi perilaku oportunistik manajerial.

Kedua, tahun penelitian 2008 merupakan tahun awal transformasi BEJ (Bursa Efek Jakarta) menjadi BEI (Bursa Efek Indonesia) sehingga manajemen lebih efisien oleh karena itu tahun 2008 dipergunakan sebagai tahun awal penelitian. Metode pengambilan sampel dengan menggunakan *purposive sampling* dengan kriteria pertama, (a) membagikan dividen periode 2008-2011, yaitu 28 perusahaan sehingga diperoleh 112 unit pengamatan; (b) kriteria

Tabel 3. Indeks Sektoral Tahun 2008-2011

Sektor dan Sub Sektor	2011	2010	2009	2008
Agriculture	22.41%	30.0%	90.81%	-150.68%
Mining	14.93%	48.59%	151.06%	-256.36%
Rerata Indeks Ekstraktif	18.67%	39.45%	120.94%	-203.52%
Basic Industry	49.04%	41.37%	102.93%	-70.06%
Miscellaneous Industry	117.99%	60.78%	179.84%	-92.36%
Consumer Goods	96.03%	63.06%	105.39%	-27.82%
Rerata Indeks Manufaktur	87.69%	55.07%	129.39%	-63.41%
Property & Real Estate	56.17%	38.35%	41.85%	-120.67%
Infrastructure	-3.99%	12.45%	48.57%	-49.73%
Finance	63.15%	54.82%	70.94%	-40.78%
Trade & Service	111.12%	71.92%	85.91%	-88.67%
Rerata Indeks Service	56.61%	44.39%	61.82%	-74.96%

Sumber: Indonesian Stock Exchange (IDX) Statistics (2008-2011)

kedua mempunyai data yang dipublikasikan dalam *indonesian capital market directory*, *IDX statistics* dan *annual report of firm* tentang kepemilikan saham manajer (INS), *dividend payout ratio* (POR), *equity ratio* (DER); (3) tahun 2011 dipergunakan sebagai tahun akhir penelitian karena pada saat penelitian dilakukan data terakhir yang tersedia adalah tahun 2011.

Pengukuran dan model spesifikasi studi ini merupakan kombinasi dari studi Noronha (1995); Setyawan dan Hartono (2001); Faulkender (2006) dengan uraian INS merupakan proksi kepemilikan saham manajerial sebagai variabel independen dengan pengukuran presentase jumlah saham yang dimiliki oleh *insider* (direktur, manajer dan komisaris), kebijakan dividen diproksikan dengan POR merupakan *dividend payout ratio*, yaitu rasio *dividend per share* terhadap *earning per share*, peningkatan INS akan mengakibatkan penurunan *agency cost of debt* sehingga menurunkan POR. Jadi dapat diprediksikan INS akan mempengaruhi secara negatif POR, struktur modal diproksikan dengan DER merupakan *debt equity ratio* yang merupakan rasio jumlah hutang dengan jumlah ekuitas, peningkatan INS akan mengakibatkan penurunan *agency cost* sehingga menurunkan EQR. Sehingga model estimasi dalam penelitian ini adalah:

$$\begin{aligned} \text{POR} &= f(\text{INS}) \dots\dots\dots (i) \\ \text{DER} &= f(\text{INS}) \dots\dots\dots (ii) \end{aligned}$$

HASIL DAN PEMBAHASAN

Bidang usaha 28 perusahaan sektor manufaktur yang menjadi sampel adalah (a) *ce-ment* sebanyak 2 perusahaan (7,14%); (b) *metal and allied product* sebanyak 2 perusahaan (7,14%); (c) *chemical* sebanyak 2 perusahaan (7,14%); (d) *plastics and packaging* sebanyak 2 perusahaan (7,14%); (e) *animal feed* sebanyak 2 perusahaan (3,57%); (f) *automotive and components* sebanyak 5 perusahaan (17,85%); (g) *footwear* sebanyak 1 perusahaan (3,57%); (h) *cable* sebanyak 2 perusahaan (7,14%); (i) *food and beverages* sebanyak 3 perusahaan (10,71%); (j) *tobacco* sebanyak 2 perusahaan (7,14%);

(k) *pharmaceuticals* sebanyak 4 perusahaan (14,29%) serta (l) *cosmetics and household* sebanyak 2 perusahaan (7,14%).

Perusahaan manufaktur mempunyai rerata DER sebesar 77,85%, prosentase kepemilikan saham manajer sebesar 2,83% dan DPR sebesar 41,59%. Standar deviasi sebagai ukuran dari variabilitas perusahaan menunjukkan bahwa sampel penelitian mempunyai variabilitas kepemilikan saham manajer relatif tinggi dibandingkan dengan variabilitas DER dan DPR, seperti pada Tabel 4.

Pengujian Hipotesis

Hasil pengujian hipotesis pertama (Tabel 4) menunjukkan penerimaan terhadap hipotesis yaitu terdapat pengaruh kepemilikan saham manajerial yang signifikan terhadap DER (sig < 5%). Arah pengaruh kepemilikan saham manajerial menunjukkan indikasi positif signifikan terhadap DER, yang artinya adalah peningkatan kepemilikan manajerial akan meningkatkan masalah keagenan yang selanjutnya akan meningkatkan DER. Hasil pengujian hipotesis kedua yang dilakukan pada Tabel 5 menunjukkan hasil penolakan terhadap hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini, sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat pengaruh yang signifikan kepemilikan saham manajerial terhadap DPR (sig > 5%).

Pengaruh Kepemilikan Saham Manajer terhadap DER

Hasil penelitian menunjukkan kepemilikan saham manajer memiliki pengaruh positif yang signifikan terhadap keputusan utang yang diproksikan dengan DER. Peningkatan kepemilikan saham manajer akan meningkatkan penggunaan utang. Hal itu dikarenakan peningkatan kepemilikan saham manajer akan mendorong manajer berperilaku *entrenchment*, sehingga pemegang saham akan menggunakan utang sebagai mekanisme *monitoring* kreditur terhadap kinerja manajerial yang kemudian berdampak kepada peningkatan biaya keagenan.

Hasil penelitian ini sesuai dengan Crutchley et al. (1999) yang menyatakan bahwa

Tabel 4. Descriptive Statistics

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
DER	112	.00	8.44	.7785	.95659
Manajerial	112	.00	.28	.0283	.07292
DPR	112	-2.00	3.50	.4159	.49940
Valid N (listwise)	112				

Tabel 5. ANOVA^a

Model	Sum of Squares	Df	Mean Square	F	Sig.
1 Regression	8.859	1	8.859	10.511	.002 ^b
Residual	92.712	110	.843		
Total	101.572	111			

a. Dependent Variable: DER

b. Predictors: (Constant), Manajerial

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.295 ^a	.087	.079	.91806

a. Predictors: (Constant), Manajerial

Tabel 6: ANOVA^a

Model	Sum of Squares	Df	Mean Square	F	Sig.
1 Regression	.173	1	.173	.690	.408 ^b
Residual	27.511	110	.250		
Total	27.684	111			

a. Dependent Variable: DPR

b. Predictors: (Constant), Manajerial

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.079 ^a	.006	-.003	.50010

a. Predictors: (Constant), Manajerial

peningkatan kepemilikan saham manajer akan berdampak *agency cost* dalam bentuk U (*U-shaped*), oleh karena itu diperlukan utang untuk menurunkan *agency cost* (pada proporsi kepemilikan tertentu-*trade off*). Jadi, semakin tinggi kepemilikan saham manajer, maka perusahaan akan menggunakan utang untuk menurunkan *agency*

cost. Hasil penelitian ini tidak sesuai dengan penelitian yang dilakukan Hasan dan Butt (2009); Arifin (2010) yang menyebutkan terdapat pengaruh negatif pengaruh kepemilikan saham manajer terhadap utang.

Berdasarkan penelitian ini, secara empiris diketahui bahwa rerata kepemilikan saham

manajerial selama tahun 2008, 2009, 2010, 2011 sangat sedikit yaitu 2,68%; 2,62%; 3,07% serta 2,96% dari keseluruhan saham yang beredar. Hal ini akan berimplikasi yaitu pertama, pada saat kepemilikan saham manajer sedikit maka manajer cenderung berperilaku *alignment*, namun pada saat kepemilikan saham manajer meningkat maka akan meningkatkan perilaku *entrenchment*. Hasil penelitian memberikan indikasi bahwa kepemilikan saham manajer relatif sedikit, sehingga hanya sedikit diperlukan utang sebagai mekanisme *monitoring* eksternal dari *lender*, seperti terlihat pada hasil kontribusi R Square hanya 8,7%.

Kedua, arah penelitian menunjukkan hasil positif signifikan yang dapat diinterpretasikan bahwa peningkatan proporsi kepemilikan saham manajerial akan meningkatkan penggunaan utang sebagai mekanisme pengawasan. Terdapat berbagai titik kritis perubahan perilaku manajer, seperti penelitian Din dan Javid (2011) yang menjelaskan perubahan perilaku manajer tersebut berada pada titik kritis 25%. Ruan et al. (2011) menjelaskan titik kritis pada 18%-46%, sedangkan penelitian ini menunjukkan proporsi kepemilikan yang kurang dari 5%.

Pada proporsi kepemilikan saham manajer tersebut, kontrol dan *monitoring* terhadap kinerja manajer lemah, karena semakin meningkatnya *power* dan *voting* manajer terhadap sumber daya perusahaan, sehingga semakin diperlukan mekanisme *monitoring* eksternal yang lebih besar untuk mengurangi perilaku oportunistik manajerial ini. Pembahasan hasil penelitian ini sekaligus memberikan kontribusi terhadap hipotesis yang berkaitan dengan masalah keagenan.

Hipotesis *under-investment* (Myers, 1977)

Paper Myers (1977) tentang "*Determinants Of Corporate Borrowing*" menjelaskan salah satu hal mengenai perilaku manajemen dalam penggunaan utang sebagai upaya untuk melindungi pekerjaan dan kesejahteraannya. Walaupun utang akan mengakibatkan peningkatan risiko kebangkrutan, namun manajer cenderung untuk melakukan investasi pada

aset berisiko tinggi, sedangkan *lender* lebih menyukai yang berisiko rendah. Jika perusahaan melakukan proyek berisiko rendah, maka akan merupakan jaminan keamanan dan peningkatan kesejahteraan bagi *lender* (adanya *safe cash-flow*), namun tidak meningkatkan kesejahteraan pemegang saham.

Berdasarkan hipotesis ini maka perusahaan cenderung untuk meningkatkan penggunaan utang pada proyek yang berisiko tinggi, sehingga membutuhkan mekanisme pengawasan yang lebih intensif dari *lender*. Adanya *monitoring* dari *lender* ini akan mengurangi masalah keagenan dalam bentuk kesejahteraan manajer lebih besar (adanya kesenjangan) dengan pemegang saham, sehingga dengan *monitoring lender* akan mengurangi kesenjangan ini (Hoshi et al., 1993). Penggunaan utang akan mengurangi perilaku oportunistik manajer dalam mengeksploitasi kepentingan pemegang saham, sehingga apabila terjadi peningkatan kepemilikan saham manajer maka akan semakin dibutuhkan *monitoring* dari kreditur sebagai antisipasi *under-investment problem*.

***Asset-Substitution Problem* (Jensen & Meckling, 1976)**

Jensen dan Meckling menjelaskan bahwa perusahaan memindahkan investasi dari aset yang berisiko rendah pada aset yang berisiko tinggi. Hal ini disebabkan adanya tuntutan pembayaran utang kepada *lender* sementara ketersediaan uang perusahaan untuk membayar utang terbatas, sehingga perusahaan beralih ke proyek berisiko tinggi dengan harapan memperoleh *return* yang tinggi pula guna membayar utang perusahaan. Selain itu pengalihan investasi pada aset yang berisiko tinggi tersebut sebagai upaya meningkatkan kesejahteraan pemegang saham selain *debt-holders*. Berger dan Udell (2002) menjelaskan dengan adanya *monitoring* dari *lender* maka akan mengurangi perilaku manajer yang mengalihkan investasi perusahaan.

Berdasarkan penjelasan tersebut, maka masalah keagenan pada perusahaan manufaktur terjadi karena kepemilikan saham manajer meningkat sehingga membutuhkan peningkatan

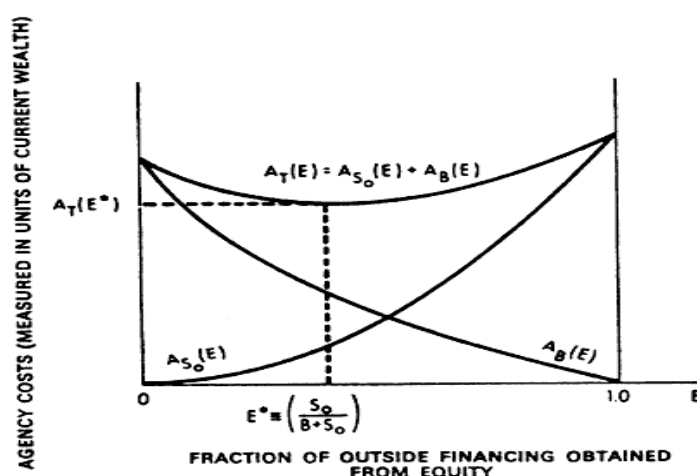
utang sebagai mekanisme *monitoring* dari *lender* untuk menguranginya. *Lender* perlu meningkatkan *monitoring* terhadap manajer, karena peningkatan kepemilikan saham manajer akan meningkatkan *power* manajer dan akan meningkatkan perilaku oportunistik seperti *under-investment* dan *asset-substitution problem*.

Hasil penelitian memperkuat pemikiran Jensen dan Meckling (1976) yaitu (a) apabila terjadi peningkatan kepemilikan saham manajer, maka manajer tidak akan memanipulasi proyek karena akan berdampak kepada dirinya sendiri (*zero agency-cost*). Pada keadaan *non zero agency-cost*, biaya timbul karena pemisahan kepemilikan dan kontrol, sedangkan jika tidak terdapat pemisahan keduanya, maka akan terjadi *zero agency-cost*.

Namun, hasil penelitian ini mengindikasikan bahwa, jika terjadi peningkatan proporsi kepemilikan saham manajer pada perusahaan manufaktur, maka manajer akan berperilaku *entrenchment* dengan menghambur-hamburkan sumber daya perusahaan demi kepentingannya serta mengeksploitasi kepentingan *stakeholders* lainnya seperti *lender*, pemegang saham minoritas, *principals*. (b) Peningkatan utang akan mengurangi *outside equity* bagi kebutuhan pendanaan perusahaan, ketika *outside equity* berkurang maka akan mengurangi masalah keagenan antara manajemen dan pemegang saham (Jensen & Meckling, 1976), seperti pada Gambar 4.

Gambar 4 mendeskripsikan bahwa penggunaan sumber pendanaan eksternal menimbulkan berbagai konsekuensi seperti peningkatan masalah keagenan. Saat kebutuhan pendanaan *outside equity* ($A_{S_0}(E)$) pada titik 0, maka biaya keagenan yang ditimbulkan karena masalah keagenan berada pada titik optimal, sedangkan pada penggunaan utang $A_B(E)$ pada titik 0 maka masalah keagenan juga berada pada titik optimal. Apabila terjadi peningkatan *outside equity* (penurunan *debt*) dan penurunan *outside equity* (peningkatan *debt*) akan mengakibatkan peningkatan (penurunan) masalah keagenan.

Hal ini dapat diinterpretasikan, bahwa *outside equity* dan *debt* dapat mengurangi masalah keagenan dengan saling menggantikan, yaitu apabila perusahaan menggunakan dana berasal dari utang (*outside equity*), maka akan mengurangi *outside equity* (utang) sehingga mengurangi masalah keagenan. Hasil penelitian ini memberikan kontribusi *agency theory* berdasarkan pandangan selain *free cashflow problem*, bahwa masalah keagenan dapat dikurangi dengan penggunaan utang sebagai mekanisme *monitoring* dari *lender*. Hal ini mengindikasikan, bahwa *lender* di Indonesia mampu melakukan *monitoring* yang efektif terhadap perilaku manajemen. Adanya peningkatan kepemilikan saham manajer akan mendorong manajer berperilaku *entrenchment*, sehingga diperlukan *monitoring* yang efektif dari *lender*. Bentuk perilaku manajemen



Gambar 4. Agency Costs Depending on Funding Sources (Jensen & Meckling, 1976)

yang *entrenchment* misalnya pemanfaatan dana perusahaan demi kepentingan manajer.

Penelitian ini sesuai dengan prediksi, bahwa kepemilikan manajerial akan berpengaruh kepada peningkatan penggunaan utang dalam struktur modal sebagai upaya untuk menurunkan *agency cost* (Crutchely et al., 1999). Selain itu, penelitian ini berimplikasi bahwa peningkatan kepemilikan saham manajerial mempengaruhi utang sebagai peningkatan mekanisme *monitoring* dan pengawasan, namun selanjutnya akan berpotensi menimbulkan masalah keagenan yang lain seperti *equityholders-stakeholders* (masalah keagenan iii) dan *agents-principals* (masalah keagenan i).

Hasil penelitian mengindikasikan bahwa perusahaan manufaktur yang tercatat di BEI tahun 2008-2011 meningkatkan penggunaan DER sebagai mekanisme *monitoring* eksternal (*lender*) terhadap masalah keagenan yang disebabkan karena peningkatan kepemilikan saham manajerial. Peningkatan kepemilikan saham manajer dalam perusahaan akan memicu timbulnya perilaku yaitu pertama, manajemen untuk mengalokasikan investasi perusahaan dalam proyek yang berisiko tinggi (*over-investment*) sebagai upaya untuk memperoleh margin dari sisa keuntungan perusahaan setelah membayar bunga kepada kreditur. Sehingga *lender* akan meningkatkan *monitoring* kepada manajemen untuk mengurangi dan menghilangkan perilaku oportunistik dalam penggunaan *free cashflow*. Hipotesis ini sesuai dengan pemikiran Myers (1977) dan Hoshi et al. (1993).

Kedua, manajemen akan memindahkan risiko dari *under-investment* yang kurang memberikan manfaat kepadanya walaupun memberikan manfaat kepada *lender*, kepada risiko *over investment*. Pada praktiknya, pemindahan ini akan diharapkan mampu memberikan margin bagi peningkatan kesejahteraan manajer setelah pembayaran kredit kepada kreditur, walaupun tetap mempunyai konsekuensi peningkatan risiko bagi *lender*. Hasil penelitian ini sesuai dengan konsep pemikiran Jensen dan Meckling (1976); Berger dan Udell (2002) tentang risiko dari *under-investment*.

Pengaruh Kepemilikan Saham Manajer terhadap Kebijakan Dividen

Hasil penelitian menunjukkan penolakan terhadap hipotesis kedua, sehingga DPR mempunyai pengaruh positif tidak signifikan terhadap masalah keagenan yang disebabkan karena proporsi kepemilikan saham manajerial. Salah satu bentuk alternatif kebutuhan pendanaan adalah melalui penerbitan saham dan berdampak kepada pembayaran dividen. Kebijakan dividen merupakan keputusan mengenai seberapa banyak laba yang akan dibayarkan kepada pemegang saham dan seberapa banyak yang dipergunakan untuk investasi perusahaan.

Keputusan tentang seberapa besar bagian dari keuntungan perusahaan yang akan disiapkan sebagai dividen tentunya akan dipengaruhi oleh sifat oportunistik manajer atau cerminan tidak tercapainya kontrak yang optimal (*agency conflict*). Manajer sebagai agen mempunyai kepentingan yang bertujuan memaksimalkan utilitasnya sehingga potensi berpeluang untuk berperilaku oportunistik dengan menggunakan *free cash flow* demi kepentingan pribadi, peningkatan *perquisites cash* untuk kepentingannya.

Hal ini dapat dijelaskan, bahwa ada perbedaan persepsi antara *agents* dan *principals*. *Principals* lebih peduli pada risiko sistematis yang dapat diminimalkan dengan melakukan investasi pada portofolio yang terdiversifikasi dengan baik, sedangkan manajer lebih peduli pada risiko keseluruhan yang dihadapi perusahaan. Manajer perusahaan manufaktur di Indonesia mempunyai tujuan sendiri yang kadang bertentangan dengan pemegang saham, seperti manajer lebih menyukai dividen kecil karena akan lebih meningkatkan investasi sebagai portofolio investasi keseluruhan perusahaan.

Argumentasi yang dapat menjelaskan hal ini yaitu pertama, proporsi kepemilikan saham manajer selama tahun 2008-2011 yang kecil mendorong manajer melakukan *entrenchment*, akibatnya DPR tidak efisien dipergunakan sebagai mekanisme *bonding* (kontribusi *R square* hanya 0,6%); kedua, pengaruh positif kepemilikan saham manajerial terhadap DPR dapat diinterpretasikan bahwa peningkatan kepemili-

kan saham manajerial akan meningkatkan DPR sebagai upaya mengurangi peningkatan *agency cost*.

Hasil penelitian penolakan terhadap hipotesis penelitian. Indikasi ini menunjukkan bahwa manajer perusahaan manufaktur berperilaku oportunistik namun mekanisme untuk mengurangi perilaku tersebut tidak dapat dilakukan dengan strategi pengurangan pendapatan *discretioner* melalui dividen. Berdasarkan pada hipotesis sebelumnya bahwa pengurangan perilaku manajer yang oportunistik hanya dapat dilakukan dengan metode "hard" berupa *monitoring* sedangkan metode "soft" melalui *bonding* terbukti tidak dapat dilakukan. Hasil penelitian sesuai dengan penelitian Manos (2002) dan Mehrani et al. (2011), namun tidak sesuai dengan Crutchley et al. (1999); Wen dan Jia (2009).

Perbedaan hasil penelitian ini dengan yang dilakukan Wen dan Jia (2009) disebabkan karena alasan yaitu pertama, dilakukan pada sektor perbankan sedangkan penelitian ini dilakukan pada sektor manufaktur. Adanya peraturan perbankan dari *Philadelphia Federal Reserve Bank* yang mensyaratkan pembatasan perusahaan perbankan dalam membagikan dividen kepada pemegang saham, mendorong perusahaan perbankan untuk lebih sehat. Hal ini dikarenakan perusahaan perbankan merupakan sektor strategis, sehingga apabila mempunyai pendapatan yang rendah, maka tidak diperbolehkan untuk membayarkan dividen yang melebihi *net earning*.

Perusahaan bisa berinisiatif dalam mengurangi masalah keagenan tersebut dengan menggunakan mekanisme lainnya seperti peningkatan kepemilikan saham manajerial dan institusional (sebagai pengganti kreditur dalam melakukan *monitoring*); kedua, adanya fungsi kepemilikan saham institusional sebagai substitusi masalah keagenan selain menggunakan kepemilikan saham manajerial dan kebijakan dividen, sehingga terdapat pengaruh negatif diantara fungsi tersebut.

Berbagai penelitian yang tidak mendukung hasil penelitian ini, diantaranya pertama,

Crutchley et al. (1999) menjelaskan bahwa pada saat kepemilikan saham manajerial meningkat, maka manajer akan *entrenchment* sehingga mengurangi *agency cost* yang disebabkan karena peningkatan pembayaran dividen sebagai mekanisme mengurangi masalah keagenan. Kedua, Easterbrook (1984) menjelaskan bahwa kebijakan dividen merupakan salah satu mekanisme yang dapat menyelesaikan masalah keagenan antara manajer dan pemegang saham. Pembayaran dividen menyebabkan arus kas bebas perusahaan dalam kendali manajer berkurang, sehingga tidak ada kesempatan baginya untuk melakukan tindakan pemborosan melalui pengeluaran yang tidak bermanfaat bagi peningkatan nilai perusahaan.

Ketiga, Stouraitis dan Wu (2004) menemukan bahwa kebijakan dividen dapat dipergunakan sebagai mekanisme untuk mengatur *under-investment problem*. Pembayaran dividen dari *free cash flow* maka kesempatan manajer untuk mengalokasikan pada proyek yang berisiko berkurang. Hasil penelitian yang mendukung tidak adanya pengaruh kepemilikan saham manajerial terhadap kebijakan dividen memberikan indikasi bahwa kepemilikan saham manajerial mempunyai pengaruh tidak signifikan terhadap kebijakan dividen, seperti hasil penelitian Han et al. (1999) di CRSP/NYSE/AMEX; Mehrani (2011) di Tehran Stock Exchange tahun 2000-2007; Al-Ajmi dan Abo Hussain (2011) di Saudi Securities Market tahun 1990 dan 2006; Zuraidah et al. (2012) di Bursa Malaysia; dan Al-Gharaibeh et al. (2013) di Amman Stock Exchange. Dari berbagai hasil penelitian tersebut, maka penolakan terhadap hipotesis yang telah diajukan penelitian ini dapat disebabkan karena:

Hipotesis *agency cost of free cashflow* (Jensen, 1986)

Reaksi pasar pada saat pengumuman *stock repurchase* berhubungan dengan ketersediaan *excess cashflow* yang dimiliki oleh perusahaan yang dapat dipergunakan untuk membiayai semua proyek perusahaan dengan *net present value* positif. Kelebihan *cashflow* ini akan me-

nimbulkan konflik kepentingan antara manajemen dengan pemegang saham. *Principals* lebih memilih *free cashflow* perusahaan dibagikan dalam *special dividend* atau dalam *stock repurchase*, tetapi manajemen mempunyai dorongan untuk menggunakan pendapatan perusahaan. Selanjutnya Jensen (1986) menyebut sebagai “*control hypothesis*”.

Terdapat berbagai alasan manajemen tidak membagikan *free cashflow* kepada pemegang saham yaitu (a) adanya cadangan kas (tidak dibagikan melalui dividen), maka manajer tidak memerlukan dana yang berasal dari luar perusahaan, yang berarti manajemen “independen” terhadap pasar modal, sehingga mereka dapat menghindari pengawasan dari luar perusahaan (b) memperbesar ukuran perusahaan dengan cara menahan kas dan tidak membagikan melalui dividen namun lebih bertujuan untuk meningkatkan kompensasi manajer (c) manajer mempunyai tingkat sosial yang lebih tinggi dengan memimpin perusahaan berukuran besar dibandingkan dengan perusahaan kecil.

Hasil penelitian ini memberikan indikasi, bahwa proporsi kepemilikan saham manajer yang relatif sedikit menunjukkan dominasi pengambilan keputusan manajemen, yang disebabkan manajemen lebih mengerti informasi mengenai perusahaan dibandingkan pemegang saham. Hal ini mengakibatkan manajemen mempunyai kontrol penuh terhadap *free cash flow* perusahaan dan cenderung tidak membagikan kepada pemegang saham (dividen) maupun *stock repurchase*. Manajer perusahaan manufaktur di Indonesia cenderung tidak melakukan *bonding* dengan mekanisme pengurangan pendapatan *discretionary* atas laba ditahan melalui dividen.

Terlihat bahwa rerata DPR sebesar 41,59% sehingga manajer masih mempunyai kontrol yang lebih besar atas *free cash flow* sebesar 58,41% dan dapat dipergunakan sesuai dengan kepentingannya. Hal ini dapat disebabkan alasan (a) DPR yang kurang besar sehingga manajer masih mempunyai “sisa” *free cash flow* yang relatif besar dan dapat dipergunakan untuk kepentingannya (meningkatkan ukuran

perusahaan dan gengsi sosial manajer); (b) proporsi kepemilikan saham manajer relatif sedikit, namun mempunyai *power* yang besar dalam pengambilan keputusan perusahaan sehingga manajer tidak membagikan dalam kebijakan dividen. Penelitian yang mendukung seperti Mehrani (2011).

Incompleting Contract (Jensen & Meckling, 1976)

Jensen dan Meckling (1976), menyebutkan hubungan keagenan dalam perusahaan (*agents-principals*) tertuang dalam kontrak (*nexus contract*). Apabila terdapat kejelasan kontrak antara *agents* dan *principals* atas aset dan *cashflow* perusahaan maka tidak akan terjadi masalah keagenan. Namun, sangat tidak mungkin membuat kontrak yang kredibel antara *agents* dan *principals*, karena adanya perbedaan kepentingan dan setiap pihak berusaha untuk memaksimalkan *utility*-nya. Hasil penelitian ini mengindikasikan adanya *incomplete contract*, sehingga *agents* yang lebih mengetahui perusahaan akan berperilaku oportunistik dan tidak melakukan *bonding*, namun lebih cenderung untuk menggunakan dana perusahaan demi kepentingannya. Manajer akan membuat *incomplete contract* terutama pada negara dengan perlindungan investor lemah (La Porta et al., 1998).

Hal tersebut merupakan fenomena umum di negara berkembang yang mempunyai perlindungan terhadap investor minoritas lemah sehingga kepentingan investor minoritas seringkali diabaikan. Sehingga dividen bukan merupakan mekanisme mengurangi masalah keagenan namun sebagai substitusi *shareholders* (membangun reputasi). Hal ini mengindikasikan kepentingan investor minoritas seringkali diabaikan dan kepemilikan saham manajerial yang relatif kecil tidak mempunyai pengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen. Selain itu *monitoring* yang dilakukan dividen (*non-dividen*) tidak efektif untuk mengurangi masalah keagenan namun lebih efektif dipergunakan untuk pertumbuhan perusahaan (*return on equity*), atau dengan kata lain dividen efektif sebagai

sinyal prospek perusahaan dibandingkan dengan mengurangi masalah keagenan. Penelitian yang mendukung seperti Hail et al. (2013).

Lebih jauh juga dijelaskan masalah keagenan tidak dapat diselesaikan dengan kontrak antara *agent-principals* (*nexus contract*-Jensen & Meckling, 1976) tentang pemanfaatan *free cash flow*. Kontrak antara *agents* dan *principals* tidak jelas dalam perusahaan di Indonesia sehingga mengakibatkan manajer dapat berperilaku sesuai kepenetringannya dengan mengabaikan kepentingan pemegang saham lainnya. Temuan dalam penelitian ini yang mengungkapkan tidak terdapat pengaruh kepemilikan saham manajer terhadap kebijakan dividen dapat diringkas dalam Tabel 7:

Secara umum pengaruh kepemilikan saham manajer terhadap hutang dan kebijakan dividen dapat diuraikan, bahwa pada saat rerata kepemilikan saham manajerial selama tahun 2008, 2009, 2010, 2011, yaitu 2,68%; 2,62%; 3,07% serta 2,96% yang relatif kecil mengakibatkan permasalahan keagenan yang ditimbulkan juga relatif sedikit. Namun, pada saat kepemilikan saham manajer meningkat maka akan meningkatkan perilaku oportunistiknya dalam memanfaatkan sumber daya perusahaan demi kepentingannya. Perusahaan cenderung untuk

menggunakan utang sebagai mekanisme *monitoring* kreditur terhadap manajer dibandingkan mekanisme *bonding* dari manajer. Hasil penelitian ini tidak konsisten dengan penelitian Jensen dan Meckling (1976) menjelaskan bahwa masalah keagenan dapat dikurangi dengan aktivitas *monitoring* dari *external* (kreditur) dan mekanisme *bonding*.

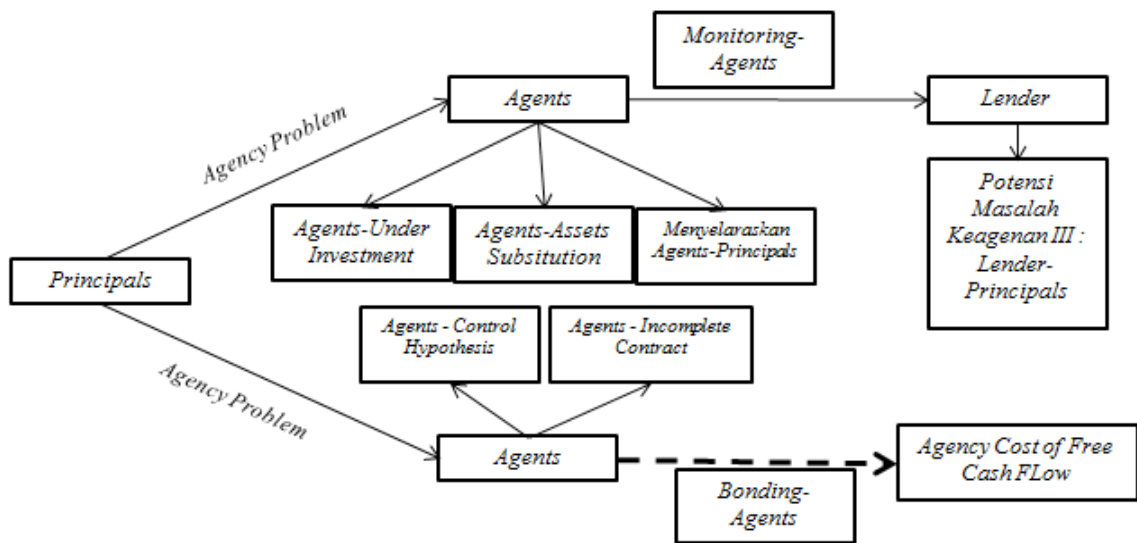
Hubungan keagenan *agents-principals* berpotensi menimbulkan masalah keagenan sehingga mempergunakan mekanisme eksternal dengan tujuan *bonding* melalui dividen dan *monitoring* dari *lender*, untuk menguranginya, namun hanya *monitoring* dari *lender* yang efektif untuk mengurangi masalah keagenan, sedangkan *bonding* dengan *descretional* tidak merupakan cara yang efektif untuk mengurangi masalah keagenan, yang dapat dilihat pada Gambar 5

Gambar 5 menunjukkan bahwa kepemilikan saham manajer merupakan *issue* dalam teori keagenan, yang akan menimbulkan potensi perbedaan kepentingan dengan pemegang saham lainnya. Manajer merupakan pihak yang diberi wewenang oleh pemegang saham untuk menjalankan perusahaan, sehingga manajer lebih mengetahui keadaan perusahaan sebenarnya dibandingkan dengan pemegang saham. Peningkatan kepemilikan saham manajerial akan men-

Tabel 7. Penelitian Terdahulu Kepemilikan Manajerial Tidak Mempunyai Pengaruh terhadap Kebijakan Dividen

No	Temuan Penelitian	Peneliti
1	Manajer tidak melakukan <i>bonding</i> karena fenomena di Indonesia manajer mempunyai kontrol yang kuat terhadap <i>free cashflow</i> sehingga mempunyai “kesempatan” untuk menggunakannya demi kepentingannya bukan kepentingan peningkatan kesejahteraan pemegang saham (dividen). Sehingga kepemilikan manajer tidak mempengaruhi kebijakan dividen	Jensen (1986); Mehrani (2009)
2	Manajer tidak melakukan <i>bonding</i> karena adanya <i>incomplete contract</i> antara <i>agents-principals</i> mengenai aset dan <i>free cashflow</i> perusahaan serta adanya perlindungan investor yang lemah. Maka hal tersebut mengakibatkan manajer akan berperilaku oportunistik dengan bebas menggunakan <i>free cashflow</i> demi kepentingannya.	Jensen dan Meckling (1976); La Porta et al., (1998); Hail et al. (2013)

Sumber: Ringkasan Penelitian Terdahulu (2013)



Gambar 5. Temuan Penelitian

gakibatkan manajer berperilaku *entrenchment* sehingga mengakibatkan masalah keagenan, oleh karena itu diperlukan mekanisme *monitoring* dan *bonding* untuk menguranginya. Hasil penelitian ini mengindikasikan, bahwa peningkatan kepemilikan saham manajer akan semakin membutuhkan *monitoring* eksternal (berpengaruh positif) melalui *lender* karena alasan, (a) manajer akan berperilaku *over-investment* (mengalokasikan pada proyek dengan risiko tinggi dengan harapan memperoleh *return* yang tinggi sehingga terdapat sisa *free cash flow* setelah membayar utang) karena hal tersebut akan meningkatkan kesejahteraannya; (b) manajer akan mengalihkan proyek yang berisiko rendah-*low return* ke proyek yang berisiko tinggi-*high return* sehingga meningkatkan kesejahteraannya.

Disisi lain, kebijakan dividen sebagai mekanisme *bonding* tidak dipengaruhi kepemilikan manajer karena proporsi DPR yang relatif rendah sehingga manajer masih mempunyai kontrol yang kuat terhadap *free cashflow*. *Incomplete contract* antara manajer dan pemegang saham tidak ada kejelasan mengenai aset dan *free cash flow* perusahaan. Perusahaan yang berada pada perlindungan hukum yang lemah terhadap investor (Indonesia) akan mendukung hipotesis ini, dimana manajer akan leluasa untuk tidak melakukan kepentingan pemegang saham.

SIMPULAN DAN SARAN

Simpulan dalam penelitian ini, diantaranya (a) terdapat pengaruh positif yang signifikan kepemilikan saham manajer terhadap keputusan utang. (b) Tidak terdapat pengaruh kepemilikan saham manajer terhadap kebijakan dividen. (c) *Monitoring* kreditur lebih mampu mendisiplinkan perilaku manajer yang oportunistik dibandingkan dengan investor pasar modal.

Saran dalam penelitian ini, diantaranya (a) mempertimbangkan rasio utang terhadap ekuitas karena walaupun utang dapat dipergunakan sebagai mekanisme pengawasan *lender* namun, penggunaan utang yang berlebihan akan semakin meningkatkan risiko kebangkrutan. (b) Mengurangi penerbitan saham sebagai mekanisme mengurangi *discretioner*, tidak mampu mengurangi perilaku manajerial yang oportunistik, sehingga disarankan untuk memprioritaskan penggunaan utang.

Keterbatasan penelitian ini adalah mengasumsikan perilaku manajer dalam perusahaan manufaktur adalah sama karena ketidaktelesediaan data mengenai perilaku setiap manajer dalam setiap perusahaan manufaktur. Agenda penelitian yang akan datang diharapkan pengembangan sampel penelitian pada unit penga-

matan yang lebih besar, baik pada *series* waktu yang lebih panjang maupun jumlah perusahaan yang lebih banyak. Selain itu, diharapkan penelitian ini dilaksanakan pada negara berkembang lainnya yang relatif sama dengan Indoensia, seperti negara Asean lainnya.

DAFTAR PUSTAKA

- Al-Ajmi, J & Abo Hussain, H. 2011. Corporate Dividends Decisions: Evidence from Saudi Arabia. *The Journal of Risk Finance*. 12 (1): 41-56.
- Al-Gharaibeh, M., Zurigat, Z & Al-Harashseh. 2013. The Effect of Ownership Structure on Dividends Policy in Jordanian Companies. *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business*. 4 (9).
- _____. 2013. *Annual Report periode 2008-2011*. Jakarta: PT Bursa Efek Indoensia.
- Arifin, A. Z. 2010. The Ownership Structure on The Capital Structure and The Firm Performance. *Journal of Economics Literature (JEL) Clasification: G32*.
- Berger, A & Udell, G. 1995. Relationship Lending and Lines of Credit in Small Firm Finance. *Journal of Business*. 68: 351-381.
- Chen, Z. H., Cheung, Y., Stouraitis A & Wong, A. 2005. Ownership Concentration, Firm Performance and Dividend Policy in Hong-Kong. *Pac. Bas. Financ. Journal*. 13: 431-449.
- Crutchley, C. E., Jensen, M. R. H., Jahera, J. S & Raymond, Jr. J. E. 1999. Agency Problems and the Simultaneity of Financial Decision Making. The Role of Institutional Ownership. *International Review of Financial Analysis*. 8 (2): 177-197.
- Crutchly, C & Hansen, R. 1989. A Test of the Agency Theory of Managerial Ownership, Corporate Leverage and Corporate Dividends. *Financial Management*. 18: 36-76.
- Din, S & Javid, A. Y. 2012. Impact of Managerial Ownership on Financial Policies and The Firm's Performance: Evidence Pakistani Manufacturing Firms. *MPRA Paper 37560*, 29.
- Din-u, S & Javid, A. 2011. Impact of Managerial Ownership on Financial Policies and the Firm's Performance: Evidence Pakistani Manufacturing Firms. *International Research Journal of Finance and Economic*. Issue 81.
- Easterbrook, F. 1984. Two Agency-Cost Explanations of Dividends. *American Economic Review*. 74: 650-659.
- Faulkender, M., Milbourn, T & Thakor, A. 2006. Capital Structure and Dividend Policy: Two Sides of the Same Coin?. *Seminar Participants at Washington University March 30*.
- Hail, L., Tahoun, A & Wang, C. Dividend Payouts and Information Shocks. Workshop participants at the 2012 HKUST Accounting Research Symposium, 2013 Cherry Blossom Conference at George Washington University, Columbia University, Northwestern University, and University of Pennsylvania. *Journal of Economics Literature (JEL) classification: G14, G15, G35, K22, M41*.
- Han, K. I. C & Suk, D. Y. 1998. The Effect of Ownership Structure on Firm Performance: Additional Evidence. *Review of Financial Economics*. 7 (2): 143-155.
- Hasan, A & Butt, S. A. 2009. Impact of Ownership Structure and Corporate Governance on Capital Structure of Pakistani Listed Companies. *International Journal of Business and Management*. 4 (2).
- Hoshi, T., Kashyap, A & Scharfstein, D. 1993. The Choice Between Public and Private Debt: An Analysis of Post-Deregulation Corporate Financing in Japan. *Working Paper, National Bureau of Economic Research*. (4421) Cambridge, MA.
- Indonesian Capital Market Directory Periode 2008-2011. Jakarta: PT Bursa Efek Indonesia.
- Indonesian Stock Exchange (IDX) Statistics. Jakarta: PT Bursa Efek Indonesia.
- Jensen, Michael C., 1986, Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers, *American Economic Review*. 76: 323-329.
- Jensen, M. C & Meckling, W. H. 1976. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*. 3 (4): 305-360.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F & Shleifer, A. 1998. Corporate Ownership Around The World. *Paper at Harvard University, October*.
- Mahadwartha, P. A & Jogiyanto. 2002. Empirical Test Of Balancing Model Of Agency Costs, Contracting Model Of Agency Theory, Col-

- lateral, And Growth Hypothesis In Indonesian Capital Market. *The research presented at The 5th National Seminar of Accountancy, Diponegoro University, Semarang, Central Java, Indonesia, 5 until 6 September 2002.*
- Manoz. 2002. Dividend Policy and Agency Theory: Evidence on Indian Firms. *Finance and Development Research Programme: Working Paper Series*. Paper No. 41.
- McGregor, D. 1960. *The Human Side of Enterprise*. New York: McGrawHill.
- Mehrani, S., Moradi, M & Eskandar, H. 2011. Ownership Structure and Dividend Policy: Evidence from Iran. *African Journal of Business Management*. 5 (17): 7516-7525.
- Myers, S. C. 1977. Determinant of Corporate Borrowing. *Published at Sloan School of Management Massachusetts Institute of Technology*.
- Noronha, G. M., Shome, D. K & Morgan, G. E. 1996. The Monitoring Rationale for Dividends and the Interaction of Capital Structure and Dividend Decisions. *Journal of Banking & Finance*. 20: 439-454.
- Noronha, G. M., Shome, D. K. & Morgan, G. E. 1996. The Monitoring Rationale for Dividends and the Interaction of Capital Structure and Dividends Decisions. *Journal of Banking and Finance*. 439-454.
- Ross. 1973. The Economic Theory of Agency: The Principal's Problem. *American Economic Association, May*.
- Rozeff, M. 1982. Growth, Beta and Agency Cost as Determinant of Dividend Payout Ratio. *Journal of Financial Research*. 249-259.
- Ruan, W., Tian, G & Ma, S. Managerial Ownership, Capital Structure and Firm Value: Evidence from China's Civilian-run Firms. *Australasian Accounting Business and Finance, Article 6*. Issue 3.
- Setyawan, I. R & Hartono, J. 2001. The Simultaneity of Dividend and Capital Structure Decisions: The Case of Indonesian Capital Market. *Gadjah Mada Internatinal Journal of Business*. 3 (1): 23-33.
- Short, H., Zhang, H & Keasey, K. 2001. The Link Between Dividend Policy and Institutional Ownership. *JEL classification 32*. *Electronic copy available at: <http://ssrn.com/abstract=1788849>*.
- Stouraitis, A & Wu, L. 2004. The Impact of Ownership Structure on the Dividend Policy of Japanese Firms with Free Cash Flow Problem. *AFFI December Meeting, 23rd*.
- Wen, Y & Jia, J. 2010. Institutional Ownership, Managerial Ownership and Dividend Policy in Bank Holding Companies. *International Review of Accounting, Banking and Finance*. 2 (1): 8-21.
- Zuraidah, A., Norhasniza, M. H & Shashazrina, R. 2012. Capital Structure Effect on Firms Performance: Focusing on Consumers and Industrials Sectors on Malaysian Firms. *International Review of Business Research Papers*. 8 (5): 137-155.