

**PENGARUH STRUKTUR KEPEMILIKAN DAN KEBIJAKAN DIVIDEN
TERHADAP KEBIJAKAN HUTANG DALAM PERSPEKTIF *AGENCY
THEORY* PADA PERUSAHAAN MANUFAKTUR YANG TERDAFTAR
DI BURSA EFEK INDONESIA (BEI)**

SKRIPSI

*Diajukan Sebagai Salah Satu Persyaratan Guna Memperoleh
Gelar Sarjana Ekonomi S1 (Strata Satu) pada Program Studi Manajemen
Universitas Negeri Padang*



Oleh:

WIDYA HESTI NENGSI
2009/98538

**PROGRAM STUDI MANAJEMEN
FAKULTAS EKONOMI
UNIVERSITAS NEGERI PADANG
2013**

HALAMAN PENGESAHAN SKRIPSI

*Dinyatakan Lulus Setelah dipertahankan di Depan Tim Penguji Skripsi
Program Studi Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Padang*

PENGARUH STRUKTUR KEPEMILIKAN DAN KEBIJAKAN DIVIDEN TERHADAP KEBIJAKAN HUTANG DALAM PERSPEKTIF *AGENCY THEORY* PADA PERUSAHAAN MANUFAKTUR YANG TERDAFTAR DI BURSA EFEK INDONESIA

Nama : WIDYA HESTI NENGSI
TM/NIM : 2009/98538
Program Studi : Manajemen
Fakultas : Ekonomi

Padang, Februari 2013

Tim Penguji

No Jabatan	Nama
1. Ketua	Hj. Rosyeni Rasyid, SE, ME
2. Sekretaris	Rahmiati, SE, M.Sc
3. Anggota	Ramel Yanuarta RE, SE, M.S.M
4. Anggota	Firman, SE, M.Sc

Tanda Tangan



SURAT PERNYATAAN

Saya yang bertanda tangan di bawah ini:

Nama : Widya Hesti Nengsi
NIM/Th. Masuk : 98539/2009
Tempat/Tgl. Lahir : Kolok/ 12 Juni 1991
Program Studi : Manajemen
Keahlian : Keuangan
Fakultas : Ekonomi
Alamat : Perumnas Cendrawasih 1 No. 16 Padang
No. Hp/Telp : 085271160924
Judul Skripsi : Pengaruh Struktur Kepemilikan dan Kebijakan Dividen dalam Perspektif *Agency Theory* terhadap Kebijakan Hutang pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

Dengan ini menyatakan bahwa:

1. Karya tulis (skripsi) saya ini adalah asli dan belum pernah diajukan untuk mendapatkan gelar akademik (sarjana), baik di Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Padang maupun di perguruan tinggi lainnya.
2. Karya tulis ini merupakan gagasan, rumusan dan penilaian saya sendiri, tanpa bantuan pihak lain kecuali arahan tim pembimbing.
3. Dalam karya tulis ini tidak terdapat karya atau pendapat yang telah ditulis atau dipublikasikan orang lain, kecuali secara tertulis dengan jelas dicantumkan sebagai acuan dalam naskah dengan menyebutkan nama pengarang dan mencantumkan dalam daftar pustaka.
4. Karya tulis ini **Sah** apabila telah ditanda tangani Asli oleh tim pembimbing, tim penguji, dan Ketua Program Studi.

Demikianlah pernyataan ini saya buat dengan sesungguhnya dan apabila di kemudian hari terdapat penyimpangan dan ketidakbenaran dalam pernyataan ini, saya bersedia menerima sanksi akademik berupa pencabutan gelar sarjana yang diperoleh karena karya tulis ini, serta sanksi lainnya sesuai dengan norma yang berlaku pada Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Padang.

Padang, Januari 2012

Yang Menyatakan



Widya Hesti Nengsi

Nim. 98538/2009

ABSTRAK

Widya Hesti Nengsi, 2009/98538. Pengaruh Struktur Kepemilikan dan Kebijakan Dividen terhadap Kebijakan Hutang dalam Perspektif *Agency Theory* pada Perusahaan Manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI).

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis (1) pengaruh *insiders ownership* (2) pengaruh *institutional ownership*, (3) pengaruh kebijakan dividen terhadap kebijakan hutang pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

Penelitian ini tergolong penelitian kausatif. Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) yang berjumlah 149 perusahaan. Sedangkan sampel penelitian ini ditentukan dengan metode *purposive sampling* berdasarkan kriteria perusahaan yang selalu terdaftar di BEI, secara rutin menyajikan dan mempublikasikan laporan keuangan secara lengkap serta menyajikan data terkait *insiders ownership*, *institutional ownership* serta kebijakan dividen semuanya mencakup data dari variabel yang diteliti selama periode penelitian (2005-2010), sehingga diperoleh sampel sebanyak 79 perusahaan. Jenis data yang digunakan adalah data sekunder yang diperoleh dari www.idx.co.id. Metode analisis yang digunakan adalah analisis regresi berganda. Untuk pengujian hipotesis menggunakan uji *t* statistik dengan tingkat α sebesar 5%.

Hasil penelitian ini menyimpulkan (1) Kepemilikan Manajerial (*Insiders Ownership*) berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap kebijakan hutang pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dengan nilai signifikansi $0,057 > \alpha 0,05$, (2) Kepemilikan Institutional (*Institutional Ownership*) berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan hutang pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dengan nilai signifikansi $0,000 < \alpha 0,05$, (3) Kebijakan Dividen berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap kebijakan hutang pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dengan nilai signifikansi $0,098 > \alpha 0,05$.

KATA PENGANTAR



Puji dan syukur penulis ucapkan kehadiran Allah SWT atas segala rahmat dan karunia serta hidayah-Nya yang telah memberikan kekuatan pada penulis, sehingga penulis telah dapat menyelesaikan skripsi ini yang berjudul **“Pengaruh Struktur Kepemilikan dan Kebijakan Dividen terhadap Kebijakan Hutang Dalam Perspektif *Agency Theory* pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia”**. Skripsi ini merupakan salah satu syarat guna menyelesaikan pendidikan program S-1 dan memperoleh gelar Sarjana Ekonomi pada Program Studi Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Padang.

Dalam penyusunan skripsi ini, penulis telah banyak menerima bantuan dan dorongan. Sehingga pada kesempatan ini, penulis dengan segala kerendahan hati menyampaikan terima kasih yang sebesar-besarnya kepada semua pihak yang telah memberikan sumbangan pikiran, waktu dan tenaga serta bantuan moril maupun materil khususnya kepada:

1. Ibu Rosyeni Rasyid, S.E, M.E selaku pembimbing I, dan Ibu Rahmiati, S.E, M.Sc selaku Pembimbing II sekaligus sekretaris prodi Manajemen, dengan penuh kesabaran memberikan ilmu, pengarahan, masukan serta waktu bimbingan kepada penulis dalam menyelesaikan skripsi ini.
2. Bapak Prof. Dr. Yunia Wardi, Drs, M.Si selaku Dekan Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Padang.

3. Ibu Erni Masdupi, S.E, M.Si, Ph.D selaku Ketua Prodi Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Padang.
4. Ibu Dr. Susi Evanita, MS selaku pembimbing akademik yang telah memberikan arahan dan motivasi selama proses perkuliahan penulis.
5. Bapak Hendra Mianto, A.Md selaku staf tata usaha Program Studi Manajemen yang telah membantu dalam kelancaran proses administrasi.
6. Bapak dan Ibu staf perpustakaan pusat dan perpustakaan Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Padang yang telah memberikan penulis kemudahan dalam mendapatkan sumber bacaan.
7. Bapak dan Ibu staf pengajar Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Padang yang telah memberikan ilmu dalam penulisan skripsi ini, serta kepada karyawan dan karyawan yang telah membantu di bidang administrasi.
8. Teristimewa penulis ucapkan pada kedua Orang Tua (Bapak Sugiadi dan Ibu Nurherani) serta adik-adik penulis yang tidak pernah bosan memberikan doa beserta dukungan moril, materil, motivasi dan arahan demi terwujudnya cita-cita penulis.
9. Teristimewa kepada teman-teman terbaik yang telah memberikan motivasi pada penulis yakni bg, uda, Mbak, wiwid, dilla, agnes, ceria (7-jab), sri, mona, rury, ida dan titin.
10. Rekan-rekan seperjuangan Manajemen 2009 yang sedang berjuang menyelesaikan skripsi (tetap semangat ya teman-teman...), serta rekan-rekan Fakultas Ekonomi yang telah memberikan motivasi dan membantu dalam menyelesaikan skripsi ini.

Semoga bantuan, bimbingan, petunjuk, arahan dan kerja sama yang diberikan tidak sia-sia di kemudian hari dan semoga Allah SWT memberikan imbalan yang berlipat ganda. Penulis menyadari bahwa skripsi ini masih jauh dari sebuah kesempurnaan baik segi materi maupun teknik penulisan. Masih banyak hal-hal yang harus dibenahi dan untuk itu penulis mengharapkan kritik dan saran yang membangun untuk kesempurnaan skripsi ini.

Padang, Januari 2013

Penulis

DAFTAR ISI

	Halaman
ABSTRAK	i
KATA PENGANTAR	ii
DAFTAR ISI	iv
DAFTAR TABEL	viii
DAFTAR GAMBAR	ix
DAFTAR LAMPIRAN	x
BAB I PENDAHULUAN	
A. Latar Belakang	1
B. Identifikasi Masalah	12
C. Batasan Masalah	13
D. Perumusan Masalah	13
E. Tujuan Penelitian	14
F. Manfaat Penelitian	14
BAB II KAJIAN TEORI, KERANGKA KONSEPTUAL DAN HIPOTESIS	
A. Kajian Teori	
1. Kebijakan Hutang	15
a. Definisi Hutang	15
b. Jenis-jenis Hutang	15
c. Alasan Penggunaan Hutang oleh Perusahaan	16
d. Definisi Kebijakan Hutang	17
e. Faktor-faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang	17
f. Keuntungan dan Kelemahan Penggunaan Hutang	21
2. Teori Keagenan	22
3. Mekanisme untuk Mengatasi <i>Agency Problem</i>	24
4. Struktur Kepemilikan	25
a. Kepemilikan Manajerial (<i>Insiders Ownership</i>)	26
b. Kepemilikan Institutional (<i>Institutional Ownership</i>)	27

5. Kebijakan Dividen	29
a. Teori Tentang Dividen	29
b. Kebijakan Dividen dalam perspektif <i>Agency Theory</i>	31
c. Prosedur Pembayaran Dividen	32
d. Berbagai Macam Kebijakan Dividen	32
e. Rasio Pembayaran Dividen (<i>Dividen Payout Ratio</i>)	34
6. Hubungan antara Struktur Kepemilikan, Kebijakan Dividen dan Kebijakan Hutang	35
a. Kepemilikan Manajerial dan Kebijakan Hutang	35
b. Kepemilikan Institutional dan Kebijakan Hutang	35
c. Kebijakan Dividen dan Kebijakan Hutang	36
B. Penelitian Terdahulu	38
C. Kerangka Konseptual	39
D. Hipotesis	40
BAB III METODE PENELITIAN	
A. Jenis Penelitian	42
B. Objek Penelitian	42
C. Populasi dan Sampel	42
D. Jenis dan Sumber Data	45
E. Teknik Pengumpulan Data	45
F. Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel	46
G. Teknik Analisis Data	48
1. Analisis Deskriptif	48
2. Model Regresi Berganda	49
3. Uji Prasyarat Analisis (Uji Asumsi Klasik)	48
a. Uji Normalitas	49
b. Uji Multikolonieritas	50
c. Uji Autokorelasi	51
d. Uji Heteroskedastisitas	51
4. Uji Kelayakan Model (<i>Goodness of Fit Test</i>)	52
a. Uji Koefisien Determinasi (R^2)	52

b. Uji <i>F</i> Statistik	53
5. Uji Hipotesis (Uji <i>t</i>)	53
BAB IV HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN	
A. Gambaran Umum Objek Penelitian	54
1. Perkembangan Pasar Modal	54
2. Gambaran Umum Perusahaan Manufaktur di Indonesia	55
B. Deskripsi Variabel Penelitian	60
1. Kebijakan Hutang (<i>Debt Equity Ratio/DER</i>)	61
2. Kepemilikan Manajerial (<i>Insiders Ownership/INSDR</i>)	61
3. Kepemilikan Institutional (<i>Institutional Ownership/INST</i>)	62
4. Kebijakan Dividen (<i>Divident Payout Ratio/DER</i>)	63
C. Analisis Data	64
1. Analisis Regresi Berganda	64
2. Uji Prasyarat Analisis (Uji Asumsi Klasik)	66
a. Uji Normalitas	66
b. Uji Multikolonieritas	67
c. Uji Autokorelasi	68
d. Uji Heterokedastisitas	69
3. Uji Kelayakan Model (<i>Goodness of Fit Test</i>)	70
a. Uji Koefisien Determinasi (<i>R²</i>)	70
b. Uji <i>F</i> Statistik	71
4. Uji Hipotesis (Uji <i>t</i>)	72
D. Pembahasan	74
1. Pengaruh INSDR terhadap DER	74
2. Pengaruh INST terhadap DER	75
3. Pengaruh DPR terhadap DER	76
BAB V SIMPULAN DAN SARAN	
A. Simpulan	79
B. Saran	80
DAFTAR PUSTAKA	81
LAMPIRAN	

DAFTAR TABEL

	Halaman
Tabel 1 Data DER Beberapa Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI	3
Tabel 2 Data INST dan INSDR Beberapa Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI	6
Tabel 3 Data DPR Beberapa Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI	9
Tabel 4 Beberapa Penelitian Terdahulu Terkait dengan Kebijakan Hutang	38
Tabel 5 Sampel Penelitian	44
Tabel 6 Tabel Autokorelasi	51
Tabel 7 Statistik Deskriptif Variabel Penelitian	60
Tabel 8 Hasil Uji Regresi Berganda	64
Tabel 9 Hasil Uji Normalitas dengan One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test	67
Tabel 10 Hasil Uji Multikolonieritas	68
Tabel 11 Hasil Uji Autokorelasi	69
Tabel 12 Hasil Uji Heteroskedastisitas	70
Tabel 13 Hasil Uji Koefisien Determinasi (R^2)	71
Tabel 14 Hasil Uji F	72
Tabel 15 Hasil Uji Hipotesis (Uji t)	73

DAFTAR GAMBAR

	Halaman
Gambar 1 Kerangka Konseptual	40

DAFTAR LAMPIRAN

	Halaman
Lampiran 1 Data Nilai <i>Debt Equity RATIO</i> (DER), <i>Insiders Ownership</i> (INSDR), <i>Institutional Ownership</i> (INST) dan <i>Divident Payout Ratio</i> (DPR) Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2006-2010	84
Lampiran 2 Hasil Pengolahan Data Statistik dengan Program SPSS	86

BAB I

PENDAHULUAN

A. Latar Belakang

Ketersedian dana yang cukup untuk membiayai kegiatan operasional merupakan salah satu faktor yang penting bagi perusahaan, dikarenakan persaingan industri yang semakin ketat akan menjadi faktor penghambat keberlangsungan hidup sebuah perusahaan serta peluang untuk berkembang bagi perusahaan tersebut. Oleh karena itu, perusahaan harus memiliki sumber pendanaan yang cukup dan memadai.

Sumber pendanaan perusahaan biasanya berasal dari dua sumber yakni, dana internal dan dana external. Dana internal perusahaan yaitu dana yang dapat diperoleh dari dalam perusahaan atau dengan kata lain dana yang dihasilkan sendiri oleh perusahaan seperti laba berjalan, laba ditahan, dan modal saham. Dana internal ini akan berkaitan dengan kebijakan dividen, sedangkan dana external adalah dana yang bersumber dari luar perusahaan, seperti hutang yakni hutang jangka panjang, hal ini nantinya akan berkaitan dengan kebijakan hutang perusahaan (Bambang, 2008: 209-220).

Menurut Brigham dan Weston (1994: 150), kebanyakan dari perusahaan yang berskala besar memilih untuk membiayai kegiatan operasionalnya dengan menggunakan hutang, dikarenakan hal ini dapat menekan biaya bunga dalam perhitungan pajak (*deductible*), sehingga menurunkan biaya utang yang sesungguhnya. Selain itu, perusahaan yang menggunakan hutang akan dipercaya

oleh pasar dan investor karena terlihat mereka memiliki kemampuan dan prospek yang bagus.

Dalam perspektif *agency theory*, dengan adanya hutang akan dapat mengendalikan penggunaan *free cash flow* oleh manajer untuk membiayai kegiatan-kegiatan yang tidak optimal. Namun, disatu sisi hutang yang terlalu besar juga akan menimbulkan konflik keagenan antara *shareholders* dan *debtholders* sehingga memunculkan biaya keagenan hutang. Hutang yang terlalu besar meningkatkan keinginan *shareholders* untuk memilih proyek-proyek yang lebih beresiko dengan harapan akan memperoleh *return* yang lebih tinggi. Apabila proyek berhasil maka *return* akan meningkat, dan *debtholders* hanya menerima sebesar tingkat bunga, dan sisanya dinikmati oleh *shareholders*. Sebaliknya, jika proyek tersebut gagal maka mereka dapat mengalihkan penanggungungan resiko pada pihak kreditur (Erni, 2005: 58).

Pada laporan keuangan perusahaan, kebijakan hutang akan terlihat pada DER (*Debt Equity Ratio*) yang sangat berpengaruh pada pencapaian laba perusahaan. Menurut Lukas (2003:272), rasio ini menunjukkan perbandingan antara jumlah hutang yang diberikan oleh para kreditur (berasal dari luar perusahaan) dengan jumlah modal sendiri yang diberikan oleh pemilik perusahaan (dari dalam perusahaan) untuk membiayai kegiatan operasional perusahaan. Jika persentasenya >100%, berarti perusahaan lebih dominan menggunakan hutang dan sebaliknya.

Dalam Tabel 1, menyajikan DER dari perusahaan-perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dari tahun 2008 hingga 2010 yakni sebagai berikut:

Tabel 1, Data DER Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI Periode 2008-2010

NO	NAMA PERUSAHAAN	Debt to Equity Ratio (DER) dalam %		
		2008	2009	2010
1	PT. Colopark Indonesia Tbk	186	90	105
2	PT. Gajah Tunggal Tbk	428	232	194
3	PT. Gudang Garam Tbk	55	48	44
4	PT. Mandom Indonesia Tbk	12	14	10
5	PT. Sumi Indo Kabel Tbk	25	14	22
	Rata-rata	141	80	75

Sumber: ICMD dan diolah.

Berdasarkan Tabel 1, dapat terlihat persentase DER rata-rata perusahaan manufaktur dari tahun 2008 – 2010, dari 3 tahun pengamatan terkecuali di tahun 2008, perusahaan lebih dominan menggunakan modal sendiri dibandingkan dengan hutang. Namun, berbeda dengan tahun 2008, di tahun tersebut perusahaan lebih dominan menggunakan hutang untuk membiayai kegiatan operasionalnya dapat terlihat dari jumlah persentasenya yakni sebesar 141%.

PT. Gajah Tunggal Tbk merupakan perusahaan dengan persentase DER terbesar selama 3 tahun pengamatan yakni >100%, hal ini berarti perusahaan lebih dominan menggunakan hutang untuk membiayai kegiatan operasionalnya dibanding modal sendiri. Lain halnya dengan PT. Mandom Indonesia Tbk yang lebih memilih menggunakan modal sendiri untuk membiayai kegiatan operasionalnya. Dapat dilihat bahwa proporsi penggunaan hutang PT. Mandom

Indonesia Tbk yang paling kecil jika dibandingkan dengan perusahaan lainnya yakni <100%.

Menurut Taswan (2003), besar kecilnya persentase hutang yang digunakan oleh perusahaan, dipengaruhi oleh banyak faktor diantaranya kepemilikan manajerial (*insiders ownership*), kepemilikan institutional (*institutional ownership*), kebijakan dividen, resiko bisnis, profitabilitas, dan pertumbuhan. Dikarenakan banyaknya faktor yang mempengaruhi penggunaan hutang perusahaan, membuat peneliti memfokuskan penelitian pada struktur kepemilikan yang meliputi kepemilikan manajerial dan kepemilikan institutional, dan kebijakan dividen.

Faktor pertama yakni kepemilikan oleh pihak manajerial. Menurut Brealey, Myers dan Marcus (2008: 25), para manajer mempunyai kecendrungan menggunakan hutang yang besar untuk membiayai kegiatan operasional perusahaan, hal ini terkait dengan kontrol manajemen, kontrol manajemen lebih besar dengan adanya hutang baru dibandingkan dengan menerbitkan saham baru.

Menurut Devi dan Gugus (2008: 5) dengan peningkatan kepemilikan oleh pihak manajerial akan memaksa manajer untuk menanggung resiko sebagai konsekuensi dari setiap keputusan yang mereka ambil. Dalam keadaan ini, tentunya manajer sekaligus sebagai pemegang saham akan mensejajarkan kepentingan pribadi dengan kepentingannya sebagai seorang pemegang saham. Hal ini akan membuat manajer sangat berhati-hati dalam menentukan penggunaan hutang untuk membiayai kegiatan operasional perusahaan. Berarti semakin tinggi persentase kepemilikan oleh pihak manajerial, maka penggunaan hutang akan

semakin rendah, dikarenakan penggunaan hutang yang besar akan mengancam kesejahteraan dari manajer yang sekaligus merupakan pemegang saham perusahaan (Dewi dan Gugus 2008: 5).

Faktor kedua yakni kepemilikan oleh pihak institutional, dengan kepemilikan oleh pihak institutional yang besar, ini mengindikasikan bagaimana kemampuannya untuk memonitor jalannya perusahaan sangatlah tinggi. Hal ini berarti semakin besar persentase saham yang dimiliki oleh pihak institutional akan menyebabkan usaha monitoring menjadi semakin efektif karena dapat mengendalikan perilaku *opportunistic* yang dilakukan oleh para manajer. Tindakan monitoring ini dapat mengurangi biaya keagenan karena mendorong perusahaan untuk menggunakan tingkat utang yang lebih rendah untuk mengantisipasi kemungkinan *financial distress* dan resiko kebangkrutan (Abdullah, 2009: 252-253).

Tabel 2 menyajikan persentase kepemilikan manajerial (*insiders ownership*) dan kepemilikan oleh pihak institutional (*institutional ownership*).

Tabel 2 Data terkait dengan Struktur Kepemilikan Saham oleh Insider Ownership (INSDR) dan Institutional Ownership (INST) Perusahaan tahun 2008-2010.

NO	NAMA PERUSAHAAN	INSDR			INST		
		2008	2009	2010	2008	2009	2010
1	PT. Colopark Indonesia Tbk	19,59	26,71	7,31	75	65,81	65,81
2	PT. Gajah Tunggal Tbk	0,12	0,12	0,11	57,75	56,25	59,7
3	PT. Gudang Garam Tbk	0,80	0,80	0,84	73,06	73,06	75,55
4	PT. Mandom Indonesia Tbk	0,19	5,17	5,18	79,24	73,78	78,81
5	PT. Sumi Indo Kabel Tbk	0,10	0,10	0,10	93,06	93,06	93,06
	Rata-rata	4,16	6,58	2,71	75,62	72,39	74,59

Sumber: ICMD dan diolah

Berdasarkan Tabel 2, terlihat persentase kepemilikan saham baik itu kepemilikan oleh pihak manajerial (*insiders ownership*) maupun kepemilikan saham oleh pihak institutional (*institutional ownership*), dengan tingginya INSDR akan membuat kekayaan pribadi manajemen terikat dengan kekayaan perusahaan sehingga manajemen akan berusaha mengurangi risiko kehilangan kekayaannya, dengan cara mengurangi resiko perusahaan melalui penurunan tingkat penggunaan utang (Abdullah, 2009: 252). Sementara itu, dengan persentase INST yang tinggi, hal ini semakin meningkatkan kontrol internal terhadap jalannya perusahaan, selain dapat mengurangi *agency cost* serta dapat mengurangi penggunaan utang oleh manajer (Abdullah, 2009: 253).

Dari Tabel 1 dan Tabel 2, dapat disimpulkan bahwa struktur kepemilikan yang meliputi kepemilikan manajerial (*Insider Ownership*) dan kepemilikan oleh pihak institutional (*Institutional Ownership*) berpengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan yang diukur dengan DER, senada yang dikemukakan oleh Taswan (2003) bahwa salah satu faktor yang mempengaruhi kebijakan hutang adalah struktur kepemilikan. Hal ini dapat dilihat bahwa semakin meningkatnya INSDR dan INST perusahaan akan berdampak pada penurunan persentase DER perusahaan.

Selain itu, Abdullah (2009: 253), juga mengungkapkan bahwa perusahaan dengan persentase kepemilikan saham oleh pihak institutional yang tinggi memiliki nilai DER yang relatif kecil. Berarti dengan besarnya kepemilikan saham institutional akan meningkatkan pengawasan yang lebih optimal dan

efektif, sehingga memungkinkan perusahaan menggunakan tingkat hutang yang lebih rendah.

Faktor yang ketiga adalah kebijakan dividen. Dividen merupakan salah satu keuntungan yang akan diperoleh selain keuntungan lain berupa *capital gain*. Kebijakan dividen yang stabil yang besarnya tetap, maka pembayaran dividen tersebut akan merupakan beban tetap bagi perusahaan, maka perusahaan yang menggunakan *leverage* yang tinggi akan sulit untuk mempertahankan pembayaran dividen yang tetap tersebut (Suad, 2008: 336).

Rozzef (1982 dalam Taswan, 2003) menyatakan bahwa pembayaran dividen adalah bagian dari monitoring perusahaan. Rozzef (1982) dan Esterbook (1984) dalam Taswan (2003), menyatakan bahwa pembayaran dividen kepada pemegang saham akan mengurangi sumber-sumber dana yang dikendalikan oleh manajer, sehingga akan mengurangi kekuasaan manajer dan membuat pembayaran dividen mirip dengan monitoring *capital market* yang terjadi bila perusahaan memperoleh modal baru. Selain itu dengan adanya pembayaran dividen, akan membuat pemegang saham mempunyai tambahan *return* dan *capital gain*, dan juga dividen akan membuat pemegang saham mempunyai kepastian pendapatan dan mengurangi *agency cost of equity* (Crutchley & Hansen, 1989 dalam Abdullah, 2009: 250).

Perusahaan yang mempunyai *Dividend Payout Ratio* (DPR) yang tinggi akan menyukai pendanaan dengan modal sendiri, disamping itu pula, pembayaran dividen dapat dilakukan setelah kewajiban terhadap pembayaran bunga dan cicilan hutang dipenuhi. Hal ini akan membuat manajer semakin berhati-hati dan

efisien dalam menggunakan hutang. Dengan demikian berarti semakin tinggi DPR, maka perusahaan akan semakin menekan penggunaan hutang oleh perusahaan untuk pembiayaan kegiatan operasional perusahaan dan sebaliknya jika dividen yang dibagikan kepada perusahaan semakin kecil, berarti perusahaan akan semakin dominan menggunakan hutang dalam pendanaan kegiatan operasionalnya (Nisa, 2003: 24).

Tabel 3, menyajikan persentase DPR dari perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2008 hingga 2010.

Tabel 3, Data terkait dengan *Divident Payout Ratio (DPR)* Perusahaan tahun 2008-2010.

NO	NAMA PERUSAHAAN	DPR		
		2008	2009	2010
1	PT. Colopark Indonesia Tbk	30,47	29,93	0,00
2	PT. Gajah Tunggal Tbk	0,00	5,77	5,03
3	PT. Gudang Garam Tbk	35,81	36,19	40,84
4	PT. Mandom Indonesia Tbk	52,52	51,63	52,01
5	PT. Sumi Indo Kabel Tbk	39,16	14,92	66,52
Rata-rata		31,59	27,69	32,88

Sumber: ICMD dan diolah

Berdasarkan Tabel 3, terlihat bahwa rata-rata persentase DPR perusahaan mengalami penurunan pada tahun 2009 dan kembali meningkat ditahun 2010, hal ini mengindikasikan bahwa perusahaan pada tahun pada tahun 2009 mengurangi proporsi keuntungannya yang ditujukan untuk membayar dividen, dan sebaliknya di tahun 2010, proporsi keuntungan yang dibagikan untuk para pemegang saham dalam bentuk dividen meningkat jika dibandingkan tahun sebelumnya. Perusahaan yang memiliki DPR paling tinggi adalah PT. Mandom Indonesia Tbk yakni sebesar 52,52%, 51,63% dan 52,01% untuk masing-masing tahunnya.

Sementara perusahaan yang DPR nya mengalami peningkatan dari tahun ke tahun adalah PT. Gudang Garam Indonesia Tbk, hal ini berarti mengindikasikan bahwa perusahaan menggunakan sebagian besar keuntungannya untuk membayarkan dividen.

Dari Tabel 1 dan 3, dapat disimpulkan bahwa ada hubungan antara kebijakan dividen yang dalam penelitian ini diukur dengan DPR terhadap kebijakan hutang perusahaan yang diukur dengan DER. Ternyata perusahaan yang DPR dari tahun ke tahun mengalami peningkatan, DER perusahaannya justru mengalami penurunan seperti PT. Gudang Garam Tbk. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan yang mempunyai DPR yang tinggi, akan menyukai pendanaan perusahaan dengan menggunakan modal sendiri dibanding dengan hutang (Abdullah, 2009: 251).

Penelitian mengenai pengaruh dari struktur kepemilikan terhadap kebijakan hutang perusahaan telah dilakukan oleh banyak peneliti. Penelitian Frenn dan Hasbrouk (1988) dan Jensen *et al* (1992) dalam Wahidahwati (2001), menemukan hubungan negatif antara persentase saham yang dipegang oleh manajer dengan rasio hutang perusahaan. Bathala *et al* (1994) dalam Wahidahwati (2001), menemukan bukti bahwa institusional mempunyai pengaruh negatif terhadap rasio hutang dan kepemilikan manajerial. Moh'd *et al* (1998) dalam Erni (2005) menemukan bukti bahwa kepemilikan saham oleh pihak institusional mempunyai hubungan negatif dan signifikan dengan *debt ratio*. Wahidahwati (2001) menemukan bukti bahwa kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang. Tetapi dalam penelitian

selanjutnya, Wahidahwati (2002, dalam Abdullah, 2009) menemukan bahwa kepemilikan manajerial mempunyai pengaruh positif terhadap kebijakan hutang perusahaan. Mahadhawarta dan Hartono (2002) menemukan bahwa kepemilikan manajerial mempunyai pengaruh negatif terhadap leverage. Hanafi dan Ismiyanti (2003) menemukan bukti bahwa kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang. Sedangkan penelitian Tarjo (2005) dan Erni (2005) menemukan bukti bahwa kepemilikan manajerial mempunyai pengaruh negatif terhadap level hutang.

Sementara penelitian terdahulu terkait pengaruh kebijakan deviden terhadap kebijakan hutang menemukan bukti bahwa terdapat pengaruh negatif yang signifikan antara kebijakan deviden dan kebijakan hutang (Moh'd *et al*, 1992; Jensen *et. al*, 1992 dalam Erni, 2005). Ismiyanti dan Hanafi (2003) menemukan bahwa kebijakan deviden mempunyai pengaruh positif terhadap kebijakan hutang. Tarjo dan Jogiyanto (2003) menemukan bukti bahwa deviden tidak berpengaruh apapun terhadap kebijakan hutang. Sedangkan penelitian Abdullah (2009) dan Rizka & Ratih (2009) membuktikan bahwa kebijakan deviden berpengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan.

Adanya perbedaan dari hasil penelitian terdahululah yang menjadi motivator bagi peneliti untuk melakukan penelitian ini. Penelitian ini menggunakan *debt equity ratio* sebagai variabel dependen, struktur kepemilikan dan kebijakan deviden sebagai variabel independen, selain itu penelitian ini mengambil sampel perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Alasan pemilihan sampel perusahaan manufaktur dikarenakan perusahaan manufaktur merupakan

salah satu sektor bisnis yang mempunyai spesifikasi yang berbeda dengan jenis industri lain dan mempunyai aspek pengganggu external yang disebabkan perusahaan manufaktur rata-rata hampir keseluruhan menggunakan bahan impor, sehingga kebijakan yang dijalankan manajemen seperti kebijakan hutang, tentunya juga akan berbeda. Perusahaan di industri ini juga rata-rata mempunyai total hutang yang cukup tinggi. Maka oleh karena itu perusahaan manufaktur perlu membuat strategi kebijakan hutang yang optimal untuk memperoleh dana dalam rangka mengembangkan perusahaannya. Berdasarkan uraian di atas maka penelitian ini diberi judul: **“Pengaruh Struktur Kepemilikan dan Kebijakan Deviden terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan dalam Perspektif *Agency Theory* pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI)” Periode 2005-2010.**

B. Identifikasi Masalah

Berdasarkan latar belakang di atas, maka permasalahannya dapat diidentifikasi sebagai berikut:

1. Adanya konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham.
2. Manajer yang cenderung berperilaku oportunistik yakni dengan menggunakan kelebihan kas untuk membiayai proyek yang menguntungkannya.
3. Kecendrungan manajer lebih memilih menggunakan hutang yang besar untuk membiayai kegiatan operasional perusahaan, ini terkait dengan kontrol manajemen.

4. Dengan meningkatnya kepemilikan oleh pihak manajerial akan membuat kekayaan manajer terikat dengan perusahaan, hal ini akan mendorong manajer untuk berhati-hati dalam penggunaan utang.
5. Kepemilikan institutional yang tinggi akan semakin meningkatkan pengawasan akan jalannya perusahaan dan tindak tanduk manajer yang dapat merugikan perusahaan.
6. Kebijakan dividen yang stabil akan menyebabkan adanya keharusan bagi perusahaan untuk menyediakan sejumlah dana guna membayar jumlah dividen yang ditetapkan oleh perusahaan.
7. Fakta yang ada menunjukkan bahwa pengawasan jalannya sebuah perusahaan didominasi oleh individu atau keluarga.
8. Adanya perbedaan hasil penelitian tentang pengaruh struktur kepemilikan dan kebijakan deviden terhadap kebijakan hutang.

C. Batasan Masalah

Berdasarkan identifikasi masalah di atas agar penelitian ini lebih terfokus dan terarah, mengingat banyak sekali faktor struktur kepemilikan yang mempengaruhi kebijakan hutang, maka peneliti hanya membatasi penelitian pada pengaruh struktur kepemilikan dan kebijakan deviden terhadap perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI dalam periode 2005-2010. Kemudian kebijakan hutang perusahaan diukur dengan *Debt Equity Ratio* (DER).

D. Perumusan Masalah

Adapun perumusan masalah yang dapat diteliti, yaitu:

1. Bagaimana pengaruh *kepemilikan saham oleh pihak manajerial* terhadap *kebijakan hutang* pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI?
2. Bagaimana pengaruh *kepemilikan saham oleh pihak institusional* terhadap *kebijakan hutang* pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI?
3. Bagaimana pengaruh *kebijakan deviden* terhadap *kebijakan hutang* pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI?

E. Tujuan Penelitian

Adapun tujuan penelitian ini dilakukan untuk menguji dan menganalisis:

1. Pengaruh *kepemilikan saham oleh pihak manajerial* terhadap *kebijakan hutang* perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI.
2. Pengaruh *kepemilikan saham oleh pihak institusional* terhadap *kebijakan hutang* perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI.
3. Pengaruh *kebijakan deviden* terhadap *kebijakan hutang* perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI.

F. Manfaat Penelitian

Peneliti mengharapkan penelitian ini agar dapat bermanfaat bagi semua pihak baik bagi peneliti itu sendiri maupun bagi pihak-pihak lainnya, diantaranya adalah sebagai berikut:

1. Bagi peneliti, untuk menambah dan memperdalam ilmu pengetahuan dan sebagai syarat untuk mendapatkan gelar Sarjana Ekonomi di Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Padang.
2. Bagi pengembangan akademisi, sebagai referensi bagi ilmu pengetahuan manajemen keuangan dan penunjang lainnya.
3. Bagi Investor, sebagai bahan pertimbangan terkait dengan penggunaan kebijakan deviden dan pengawasan akan pencapaian kesejahteraannya sendiri.
4. Bagi perusahaan, untuk dapat mengetahui apakah struktur kepemilikan dan kebijakan deviden akan berdampak pada penggunaan hutang, dalam hal meminimalisasi konflik keagenan itu sendiri.
5. Bagi peneliti selanjutnya, dapat dijadikan sebagai referensi yang akan mengadakan kajian lebih luas dalam bahasan ini.

BAB II

KAJIAN TEORI, KERANGKA KONSEPTUAL DAN HIPOTESIS

A. Kajian Teori

1. Kebijakan Hutang

a. Definisi Hutang

Menurut Bambang (2008: 227), “Utang/modal asing adalah modal yang berasal dari luar perusahaan, yang pada saatnya nanti harus dikembalikan”. Sementara menurut Mamduh (2007:51), hutang adalah suatu pengorbanan ekonomis yang mungkin timbul di masa mendatang dari kewajiban perusahaan sekarang untuk mentransfer aset atau memberikan jasa ke pihak lain di masa mendatang, sebagai akibat transaksi dari kejadian masa lalu.

b. Jenis-jenis Hutang

Menurut Bambang (2008:227), Utang dapat dikelompokkan menjadi 3 kelompok, yaitu:

1. Utang jangka pendek (*short term debt*)

Merupakan hutang yang jangka waktunya kurang dari satu tahun. Sebagian besar utang ini terdiri dari kredit perdagangan, yaitu kredit yang diperlukan untuk dapat menyelenggarakan usahanya. Yang termasuk kedalam utang ini diantaranya: a) rekening koran, b) kredit dari penjual, c) kredit dari pembeli, d) kredit wesel.

2. Utang jangka menengah (*intermediate term debt*)

Merupakan utang yang jangka waktu atau umumnya adalah lebih dari satu tahun dan kurang dari sepuluh tahun. Kebutuhan membelanjai usaha dengan jenis kredit ini dirasakan karena adanya kebutuhan yang tidak dapat dipenuhi dengan kredit jangka pendek disatu pihak dan juga sukar untuk dipenuhi dengan kredit jangka panjang lainnya. Bentuk-bentuk utama dari kredit jangka menengah adalah: a) *tearm loan*, b) *leasing*, c) *financial leases*.

3. Utang jangka panjang (*long term debt*)

Merupakan utang yang jangka waktunya adalah panjang, yakni lebih dari 10 tahun. Utang jangka panjang ini pada umumnya digunakan untuk membelanjai perluasan perusahaan (ekspansi) atau modernisasi dari perusahaan, karena kebutuhan modal untuk keperluan tersebut meliputi jumlah yang besar. Adapun jenis dari utang jangka panjang antara lain: a) pinjaman obligasi (*bonds payable*), b) pinjaman hipotik (*mortgage*).

c. Alasan Penggunaan Hutang Oleh Perusahaan

Menurut Brealey, Myers dan Marcus (2008: 25), dalam perspektif *pecking order* terdapat beberapa alasan yang melatar belakangi perusahaan menggunakan hutang, yaitu:

1. Asumsi asimetris, dimana manajer mengetahui lebih banyak daripada investor luar tentang profitabilitas. Maka investor tidak dapat menilai nilai sebenarnya dari penerbitan sekuritas baru.
2. Hutang dan saham sama-sama membutuhkan biaya transaksi bagi perusahaan. Namun biaya transaksi hutang lebih kecil jika dibandingkan dengan saham.
3. Dengan penggunaan hutang, perusahaan mendapatkan manfaat pajak dengan mengeluarkan sekuritas hutang. Manfaat pajak ini diperoleh oleh perusahaan karena adanya biaya bunga yang dapat dibebankan sebagai pengurang penghasilan kena pajak.
4. Dari sisi pengawasan, kontrol manajemen lebih besar dengan adanya hutang baru dibandingkan dengan menerbitkan saham baru.

d. Definisi Kebijakan Hutang

Menurut Suad (2008: 253), keputusan tentang *external financing* sering juga disebut sebagai keputusan pendanaan. Pada dasarnya kebijakan hutang perusahaan merupakan tindakan manajemen perusahaan dalam rangka mendanai operasional perusahaan dengan menggunakan modal yang berasal dari hutang. Hal ini erat kaitannya dengan struktur permodalan yang dipilih oleh perusahaan.

e. Faktor-faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang

Menurut Brigham dan Houston (2011: 186-187), menyatakan bahwa menggeser sasaran struktur modal menuju jumlah utang yang lebih besar

dengan harapan persyaratan utang yang lebih tinggi akan memaksa manajer bertindak untuk lebih hati-hati, dikarenakan manajer dalam bertindak sering kali menggunakan kelebihan kas untuk mendanai proyek kesayangan mereka atau untuk fasilitas, yang kesemuanya hanya memberikan manfaat yang kecil bagi para pemegang saham. Sebaliknya, manajer dengan arus kas bebas yang terbatas akan memiliki kemampuan yang lebih kecil untuk melakukan pengeluaran yang bersifat sia-sia. Selain itu perusahaan dapat mengurangi kelebihan arus kas diantaranya dengan cara mengalirkan sebagian diantaranya kembali kepada para pemegang saham melalui dividen yang lebih tinggi

Senada dengan itu, Taswan (2003) mengemukakan bahwa kebijakan hutang dipengaruhi oleh beberapa faktor, faktor-faktor tersebut diantaranya sebagai berikut:

1. Kepemilikan Manajerial (*Insiders Ownership*).

Para manajer mempunyai kecenderungan untuk menggunakan hutang yang tinggi, tapi bukan didasari untuk peningkatan nilai perusahaan, melainkan hanya untuk kepentingan opportunistiknya saja, hal ini akan menimbulkan resiko kebangkrutan. Solusi dari permasalahan ini adalah dengan meningkatkan kepemilikan oleh pihak manajerial dalam perusahaan, karena cara ini akan memaksa para manajer untuk menanggung resiko sebagai konsekuensi dari setiap keputusan yang mereka ambil. Dalam kondisi ini manajer sekaligus

pemegang saham tentunya akan menselaraskan kepentingannya dengan kepentingannya sebagai pemegang saham.

2. Kepemilikan Institutional (*institutional ownership*)

Kepemilikan saham institutional umumnya bertindak sebagai pihak yang memonitor perusahaan. perusahaan dengan kepemilikan institutional yang besar mengindikasikan kemampuan untuk memonitor manajemen. Hal ini berarti semakin tinggi persentase saham yang dimiliki oleh pihak institutional akan menyebabkan usaha monitoring menjadi semakin efektif karena dapat mengendalikan perilaku opportunistik yang dilakukan oleh pihak manajer. Tindakan ini akan mengurangi biaya keagenan karena memungkinkan perusahaan menggunakan tingkat utang yang lebih rendah.

3. *Dividend Policy*

Kebijakan dividen akan memiliki pengaruh terhadap tingkat penggunaan hutang perusahaan. Perusahaan yang mempunyai *dividend payout ratio* yang tinggi lebih menyukai pendanaan dengan menggunakan modal sendiri, sehingga dapat mengurangi biaya keagenan hutang. Disamping itu pembayaran dividen dapat dilakukan apabila semua kewajiban terhadap cicilan hutang beserta bunganya terpenuhi. Dengan begini, akan membuat manajer sangat berhati-hati dalam menggunakan hutang.

Senada dengan teori yang dikemukakan oleh Suad (2008: 332), apabila perusahaan cenderung membagikan dividen yang besarnya tetap,

maka pembayaran dividen tersebut akan merupakan beban tetap bagi perusahaan. Dengan demikian maka perusahaan yang menggunakan *leverage* yang tinggi akan sulit untuk membayarkan dividen yang tetap tersebut. Hal ini disebabkan karena *leverage* yang tinggi juga akan menimbulkan beban tetap yang tinggi pula.

4. Resiko Bisnis

Pada perusahaan yang memiliki resiko bisnis lebih tinggi akan cenderung memiliki rasio hutang yang lebih rendah.

5. Profitability

Profitabilitas menunjukkan kemampuan dari modal yang diinvestasikan dalam keseluruhan aktiva untuk menghasilkan keuntungan bagi para investor.

6. Pertumbuhan

Pada dasarnya perusahaan yang memiliki tingkat pertumbuhan yang tinggi cenderung membutuhkan dana dari sumber external yang besar.

Jensen (1986) berpendapat bahwa dengan hutang maka perusahaan harus melakukan pembayaran periodik atas bunga dan *prinsipal*. Hal ini bisa mengurangi keinginan manajer untuk menggunakan *free cash flow* guna membiayai kegiatan-kegiatan yang tidak optimal. Penggunaan hutang juga akan meningkatkan resiko, oleh karena itu manajer akan berhati-hati karena risiko hutang *nondiversifiable* manajer lebih besar daripada investor publik. Dengan kata lain, perusahaan yang mempergunakan hutang dalam

pendanaannya dan tidak mampu melunasi kembali hutang tersebut akan terancam likuiditasnya sehingga pada gilirannya akan mengancam posisi manajemen.

f. Keuntungan dan Kelemahan Penggunaan Hutang

Menurut Weston dan Copeland (1996: 260), pembiayaan dengan menggunakan hutang memiliki beberapa keunggulan diantaranya: a) biaya hutang terbatas, pemegang obligasi tidak ikut dalam menikmati laba perusahaan yang sedang melambung, b) hasil pengembalian yang diharapkan biasanya lebih rendah dibanding saham biasa, c) jika digunakan pembiayaan dengan hutang, pemilik perusahaan (pemilik saham mayoritas) tidak berbagi pengendalian dan pengelolaan manajemen, d) pembayaran bunga hutang dapat berfungsi sebagai pengurang beban pajak.

Namun dibalik kelebihan tersebut, pembiayaan menggunakan hutang juga memiliki kelemahan, kelemahannya adalah sebagai berikut: a) hutang memiliki biaya tetap, jika laba perusahaan mengalami penurunan tajam maka perusahaan mungkin tidak dapat memenuhi kewajiban membayar hutang, b) hutang memiliki masa jatuh tempo yang pasti sehingga perusahaan harus mampu melunasi hutang tersebut sesuai dengan waktu yang telah ditetapkan, c) hutang jangka panjang merupakan suatu ikatan dalam jangka waktu relatif lama sehingga bobot risiko yang tercakup di dalamnya cukup tinggi, d) dalam ikatan kontrak jangka panjang, persyaratannya cenderung lebih berat dibanding persyaratan dalam kredit jangka pendek.

2. Teori Keagenan

Pearce dan Robinson (2009: 47), mendefinisikan bahwa teori keagenan merupakan sekelompok gagasan mengenai pengendalian organisasi yang didasarkan pada keyakinan bahwa pemisahan kepemilikan dengan manajemen menimbulkan potensi bahwa keinginan pemilik diabaikan.

Ketika pemilik (atau manajer) mendelegasikan otoritas pengambilan keputusan pada pihak lain, terdapat hubungan keagenan antara kedua pihak tersebut. Hubungan keagenan, seperti hubungan antara pemegang saham dengan manajer, akan efektif selama manajer mengambil keputusan investasi yang konsisten dengan kepentingan pemegang saham. Namun, ketika kepentingan manajer berbeda dengan kepentingan pemilik, maka keputusan yang diambil oleh manajer kemungkinan besar akan mencerminkan preferensi manajer dibanding dengan pemilik.

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

Secara umum, para pemilik ingin memaksimalkan nilai saham. Ketika manajer juga memiliki saham perusahaan tersebut, mereka pasti akan memilih strategi yang menghasilkan apresiasi nilai saham. Namun, ketika lebih berperan sebagai “orang sewaan” dan bukan sebagai rekan sekaligus pemilik, manajer lebih

memilih strategi yang akan meningkatkan kompensasi pribadi mereka dan bukan pengembalian kepada pemilik.

Lukas (2003: 12), mengatakan hubungan keagenan atau *agency relationship* muncul ketika satu atau lebih individu (majikan) menggaji individu lain (agen atau karyawan) untuk bertindak atas namanya, mendelegasikan kekuasaan untuk bertindak atas namanya, mendelegasikan kekuasaan untuk membuat keputusan kepada agen atau karyawannya. Dalam konteks manajemen keuangan, hubungan ini muncul antara: 1) pemegang saham (*shareholder*) dengan para manajer, dan 2) *shareholders* dengan kreditor (*bondholder*) atau pemegang obligasi.

Problem keagenan (*agency problem*) antara pemegang saham (pemilik perusahaan) dengan manajer potensial terjadi bila manajemen tidak memiliki saham mayoritas perusahaan. Pemegang saham tentu menginginkan manajer bekerja dengan tujuan memaksimalkan kesejahteraan pemegang saham, dan sebaliknya manajer perusahaan bisa saja bertindak untuk tidak memaksimalkan kekayaan pemegang saham, tetapi memaksimalkan kemakmuran mereka sendiri, maka disini terjadilah *conflict of interest*. Untuk meyakinkan bahwa manajer bekerja sungguh-sungguh untuk kepentingan pemegang saham harus mengeluarkan biaya yang disebut *agency cost* antara lain: 1) pengeluaran untuk memonitor kegiatan manajer, 2) pengeluaran untuk membuat suatu struktur organisasi yang meminimalkan tindakan-tindakan manajer yang tidak diinginkan, dan 3) *opportunity cost* yang timbul akibat kondisi dimana manajer tidak dapat segera mengambil keputusan tanpa persetujuan pemegang saham.

Menurut Jensen dan Meckling dalam Bodi, Kane dan Marcus (2008: 9), masalah keagenan akan terjadi apabila proporsi kepemilikan saham kurang dari 100%, hal ini cenderung mendorong manajer untuk bertindak mengejar kepentingannya sendiri dan sudah tidak berdasarkan maksimisasi nilai dalam pengambilan keputusan pendanaan.

3. Mekanisme Untuk Mengatasi Masalah Keagenan (*agency problem*).

Dalam mengatasi masalah keagenan maka dapat dilakukan beberapa cara alternatif untuk mengurangi *agency cost*. Pertama meningkatkan kepemilikan saham perusahaan oleh pihak manajemen. Dengan adanya kepemilikan saham maka manajer akan merasakan langsung akibat dan manfaat dari keputusan yang diambilnya sehingga tidak mungkin manajer dapat bertindak oportunistik lagi (Jensen dan Meckling, 1976 dalam Diana dan Irianto).

Kedua, peningkatan pendanaan dengan hutang. Dengan adanya hutang akan mengendalikan perusahaan dalam penggunaan *free cash flow* secara berlebihan oleh manajemen (Jensen, 1986 dalam Erni, 2005). Ketiga, dengan menggunakan monitoring melalui investor-investor institusional. Dengan adanya kepemilikan saham institusional lain akan mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja manajemen. Hal ini dikarenakan kepemilikan merupakan sumber kekuasaan yang dapat digunakan untuk mendukung atau sebaliknya menantang keberadaan manajemen (Moh' et al, 1998 dalam Erni, 2005).

Keempat, dengan meningkatkan *dividend payout ratio* sehingga tidak tersedia banyak *free cash flow* dan manajemen terpaksa mencari pendanaan dari luar untuk membiayai investasinya (Abdullah, 2009 250). Pendekatan lainnya

yang dapat dipakai adalah melalui *labor market controls*, *capital control* dan ancaman *takeover* (Mester, 1998 dalam Erni, 2005). Dalam *labor market control*, pemberian kompensasi kepada insiders dikaitkan dengan kinerja dan nilai saham perusahaan.

Manajer yang mempunyai kinerja yang baik akan mendapatkan kompensasi yang lebih baik dan lebih mudah untuk mendapatkan pekerjaan lain jika keluar dari pekerjaan tersebut. Dan begitu pula sebaliknya, manajer dengan kinerja buruk akan kesulitan mendapatkan pekerjaan, khususnya jika perusahaan tersebut diambil alih oleh perusahaan lain. Pendekatan *capital market control* dilakukan melalui rapat umum pemegang saham (RUPS). Pengawasan melalui ancaman *takeover* akan mendisiplinkan manajer sehingga bertindak sesuai dengan keinginan pemegang saham. Sebagai konsekuensinya, manajer yang memiliki kinerja jelek akan tersingkir jika *takeover* terjadi.

4. Struktur Kepemilikan.

Persentase kepemilikan ditentukan oleh besar kecilnya persentase jumlah saham terhadap keseluruhan saham perusahaan. Seseorang yang memiliki saham dari suatu perusahaan dapat dikatakan sebagai pemilik perusahaan walaupun jumlah sahamnya hanya beberapa lembar. Struktur kepemilikan adalah komposisi modal antara hutang dan ekuitas termasuk juga proporsi antara kepemilikan saham *inside shareholders* dan *outside shareholders*.

Menurut Jensen dan Meckling (1976) dan Bathala et.al (1994 dalam Meri, 2011), istilah struktur kepemilikan digunakan untuk menunjukkan bahwa variabel-variabel yang penting dalam struktur modal perusahaan tidak hanya

ditentukan oleh jumlah hutang dan ekuitas, tetapi juga persentase kepemilikan saham oleh *shareholders* dan *outside shareholders*. Kepemilikan yang terkonsentrasi dalam konteks *good corporate governance*. Semakin terkonsentrasinya kepemilikan, principal mempunyai insentif untuk memonitor agen, agar mereka bertindak selaras dengan kepentingan pemilik.

Struktur kepemilikan sangat penting dalam menentukan nilai perusahaan. Dua aspek yang perlu dipertimbangkan ialah: 1) konsentrasi kepemilikan perusahaan oleh pihak luar (*outsiders ownership concentration*), dan 2) kepemilikan perusahaan oleh manajer (*manager ownership*). Pemilik perusahaan dari pihak luar berbeda dengan manajer karena kecil kemungkinan pemilik dari pihak luar terlibat dalam urusan bisnis perusahaan sehari-hari.

a. Kepemilikan Manajerial (*Insider ownership*).

Kepemilikan manajerial dalam sebuah perusahaan dapat diartikan sebagai “persentase kepemilikan atas saham dan option yang dimiliki oleh manajer dan direksi suatu perusahaan”. Secara matematis nilai dari insider ownership dapat diukur dari persentase saham yang dimiliki oleh direksi atau komisaris (Sartono, 2001)”. Manajer menjadi bagian dari pemilik perusahaan apabila manajer tersebut memiliki kepemilikan saham pada perusahaan tersebut.

Insiders ownership juga dapat digunakan untuk mengukur biaya agen. Dengan semakin meningkatnya kepemilikan manajemen, maka biaya agensinya juga akan ikut turun, dengan asumsi bahwa manajer tersebut tetap mengharapkan peningkatan kesejahteraan yang lebih pada keputusan.

Kepemilikan manajerial yang semakin meningkat akan membuat kekayaan pribadi manajemen semakin terikat erat dengan kekayaan perusahaan sehingga manajemen akan berusaha untuk mengurangi risiko kehilangan kekayaannya. Cara yang ditempuh adalah mengurangi financial risk perusahaan melalui penurunan tingkat hutang. Selain itu meningkatnya kepemilikan manajerial dapat mensejajarkan kepentingan para manajer dengan kepentingan outside shareholders dan mengurangi penggunaan hutang secara optimal sehingga dapat meminimumkan biaya keagenan (Hartono & Mahadwarta, 2002 dalam Devi dan Gugus, 2008).

Ada hubungan positif antara kepemilikan manajerial dengan pengambilan resiko. Jika proporsi kepemilikan manajerial meningkat, manajemen cenderung mengambil resiko yang lebih tinggi (Demzet dan Lehn, 1985; Ahmed, HJA, 2009; dalam Rusmawati, 2008). Tetapi pada saat risiko berada pada tingkat tertentu manajer mempunyai sifat *risk averse* yang cenderung akan menurunkan tingkat kepemilikan sahamnya.

Rumus *insiders ownership* menurut Erni (2005) adalah sbb:

$$INSDR = \frac{\text{jumlchscham yang dimiliki manajer dan komisaris}}{\text{jumlchschamberedar}} \times 100$$

b. Kepemilikan Institusional (*Institutional Ownership*).

Menurut Wahidahwati (2001 dalam Abdullah, 2009), kepemilikan institusional adalah kepemilikan saham perusahaan yang berbentuk institusi-institusi seperti bank, perusahaan asuransi, perusahaan investasi dan dana pensiun ataupun institusi lainnya. Institusi bisa menguasai mayoritas saham

karena memiliki sumber daya yang lebih besar dibandingkan dengan pemegang saham lainnya. Kepemilikan institusi sangatlah penting dikarenakan dengan adanya kepemilikan ini akan mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal. *Monitoring*, akan menjamin kemakmuran untuk pemegang saham, pengaruh kepemilikan institusional sebagai agen pengawas ditekan melalui investasi mereka yang cukup besar dalam pasar modal.

Jensen dan Meckling (1976, dalam Devi dan Gugus, 2008), menyatakan dengan peningkatan kepemilikan institusional akan menggantikan peranan kepemilikan manajerial dalam rangka meminimumkan *agency cost* dalam perusahaan. hal ini menunjukkan bahwa peningkatan persentase kepemilikan institusional dapat menurunkan persentase kepemilikan manajerial. Peningkatan kepemilikan institusional menyebabkan kinerja manajemen diawasi secara optimal sehingga manajemen menghindari perilaku yang merugikan prinsipal.

Kepemilikan institusional memiliki kelebihan:

- 1) Memiliki profesionalisme dalam menganalisis informasi sehingga dapat menguji keandalan informasi.
- 2) Memiliki motivasi yang kuat untuk melaksanakan pengawasan lebih ketat atas aktivitas yang terjadi di dalam perusahaan.

Rumus untuk menghitung *institutional ownership* menurut Wahidahwati (2001 dalam Abdullah, 2009) adalah sbb:

$$INST = \frac{\text{jumlah saham kepemilikan institusional}}{\text{total saham beredar}} \times 100$$

5. Kebijakan Dividen

Manajemen perusahaan mempunyai dua alternatif perlakuan terhadap penghasilan bersih setelah pajak (EAT) perusahaan: 1) diinvestasikan kembali ke perusahaan sebagai laba ditahan (*retained earning*) dan 2) dibagi kepada para pemegang saham perusahaan dalam bentuk dividen. Hal ini mengindikasikan bahwa manajemen harus membuat keputusan tentang besarnya EAT yang dibagikan sebagai dividen.

Kebijakan dividen merupakan kebijakan yang menyangkut masalah pembagian laba yang menjadi hak pemegang saham. Pemegang saham mempunyai hak untuk menjual saham setiap saat, sehingga perputaran jual-beli saham sangat cepat dan berubah-ubah. Oleh karena komposisi pemegang saham berubah-ubah maka menentukan siapa yang berhak atas dividen menjadi sulit, sehingga diperlukan prosedur untuk mengatur pembayaran dividen.

a. Teori Tentang Dividen

Secara umum tidak ada aturan baku terkait keputusan pemegang saham dan manajemen tentang dividen. Tetapi yang sudah pasti bahwa besar kecilnya dividen tersebut sangat bergantung pada lingkungan pengambil keputusan. Hal ini dikarenakan lingkungan tidak akan pernah statis, tapi selalu berubah-ubah sewaktu-waktu, seorang manajemen dihadapkan dengan tidak relevannya dividen pada waktu tertentu. Ada berbagai pendapat atau teori tentang kebijakan dividen antara lain sebagai berikut:

1) Dividen tidak relevan dari MM

Menurut Modigliani dan Miller (MM), nilai suatu perusahaan tidak ditentukan oleh besar kecilnya DPR, tapi ditentukan oleh laba bersih sebelum pajak (EBIT) dan kelas resiko perusahaan. Jadi menurut MM, dividen adalah tidak relevan. Pernyataan ini didasarkan pada beberapa asumsi penting yang “lemah” seperti: a) pasar modal sempurna dimana semua investor adalah rasional, b) tidak ada biaya emisi saham baru jika perusahaan menerbitkan saham baru, c) tidak ada pajak, d) kebijakan investasi perusahaan tidak berubah.

Namun pada praktiknya: a) pasar modal yang sempurna sulit ditemui, b) biaya emisi saham baru pasti ada, c) pajak pasti ada, d) kebijakan investasi perusahaan tidak mungkin tidak berubah.

2) Teori “*The Bird In The Hand*”

Gordon dan Lintner menyatakan bahwa biaya modal sendiri perusahaan akan naik jika DPR rendah karena investor lebih suka menerima dividen daripada *capital gains*. Menurut mereka, investor memandang *dividend yield* lebih pasti daripada *capital gains yield*. Tingkat keuntungan yang diisyaratkan investor pada saham merupakan keuntungan dari dividen (*dividend yield*) ditambah keuntungan dari capital gains (*capital gains yield*).

3) Teori perbedaan pajak

Teori ini diajukan oleh Litzenberger dan Ramaswamy, mereka menyatakan bahwa karena adanya pajak terhadap keuntungan dividen

dan *capital gains*, para investor lebih menyukai *capital gains* karena dapat menunda pembayaran pajak. Oleh karena itu investor mensyaratkan suatu tingkat keuntungan yang lebih tinggi pada saham yang memberikan *dividend yield* tinggi, *capital gains yield* rendah daripada saham dengan *dividend yield* rendah, *capital gains yield* tinggi. Jika pajak atas dividen lebih besar daripada pajak atas *capital gains*, perbedaan ini akan makin terasa.

Menurut Bambang (2008), pada dasarnya kebijakan dividen akan sangat terkait dengan kebijakan hutang. Hal ini dikarenakan pembagian dividen ditentukan oleh penentuan penggunaan pendapatan perusahaan yang akan dibagikan ke investor atau digunakan untuk kegiatan operasional perusahaan yang lain atau dengan kata lain ditahan di dalam perusahaan. Bila penggunaannya untuk kegiatan operasional perusahaan maka hutang tidak akan digunakan oleh perusahaan sebagai alternatif pendanaan, dan sebaliknya bila *earning* telah dibagikan ke pemegang saham maka pendanaan perusahaan dimungkinkan akan berasal dari hutang.

b. Kebijakan dividen dalam perspektif *agency theory*

Pembayaran dividen adalah bagian monitoring dari perusahaan, dengan membayarkan dividen pada pemegang saham akan mengurangi sumber-sumber pendanaan yang dikendalikan oleh manajer, sehingga mengurangi kekuasaan manajer dan membuat pembayaran dividen mirip dengan *monitoring capital market* yang terjadi jika perusahaan memperoleh modal baru (Rozzef, 1982 dalam Abdullah, 2009: 251).

Menurut Ross (1977) dan Easterbook (1984) dalam Taswan (2003) mengemukakan bahwa untuk mengurangi biaya keagenan salah satu upaya adalah dengan pembayaran dividen, hal ini menyebabkan tidak tersedianya *free cash flow* sehingga memaksa manajemen untuk mencari pendanaan dari luar untuk membiayai investasinya.

c. Prosedur pembayaran dividen

Dalam hal pembayaran, dividen tidak dibagikan begitu saja, semua memiliki prosedur pembayaran aktual yang telah ditetapkan, Brigham dan Houston (2011: 227), mengemukakan beberapa hal terkait prosedur pembayaran dividen diantaranya adalah sbb: 1) tanggal deklarasi (*declaration date*), ini terkait dengan tanggal dimana direksi suatu perusahaan mengeluarkan pernyataan yang mendeklarasikan dividen, 2) tanggal pemilik tercatat (*holder of record date*), jika perusahaan menyusun daftar pemegang saham sebagai pemilik pada tanggal ini, maka pemegang saham tersebut akan menerima dividen, 3) tanggal eks dividen (*ex-dividend date*), tanggal dimana hak atas dividen berjalan tidak lagi dimiliki oleh suatu saham, biasanya dua hari kerja sebelum tanggal pemilik tercatat, 4) tanggal pembayaran (*payment date*), tanggal dimana perusahaan benar-benar mengirimkan cek pembayaran dividen.

d. Berbagai Macam Kebijakan Dividen

Menurut Bambang (2008: 269-271), ada macam-macam kebijakan dividen yang dilakukan oleh perusahaan, antara lain sebagai berikut:

1. Kebijakan dividen yang stabil

Kebijakan dividen yang stabil artinya jumlah dividen per lembar yang dibayarkan setiap tahunnya relatif tetap selama jangka waktu tertentu meskipun pendapatan per lembar saham per tahunnya berfluktuasi. Dividen yang stabil ini dipertahankan untuk beberapa tahun, dan kemudian apabila pendapatan perusahaan meningkat dan kenaikan pendapatan tersebut nampak mantap dan relatif permanen, barulah besarnya dividen per lembar saham dinaikkan. Dan dividen yang sudah dinaikkan ini akan dipertahankan untuk jangka waktu yang relatif panjang.

Alasan perusahaan menjalankan kebijakan dividen yang stabil pada dasarnya adalah:

a) Kebijakan dividen yang stabil yang dijalankan oleh perusahaan akan dapat memberikan kesan kepada para investor bahwa perusahaan tersebut mempunyai prospek yang bagus di masa mendatang. Dengan demikian manajemen dapat mempengaruhi harapan para investor dengan melalui politik dividen yang stabil.

b) Banyak pemegang saham yang hidup dari pendapatan yang diterima dari dividen. Golongan ini dengan sendirinya tidak akan menyukai adanya dividen yang tidak stabil. Mereka lebih senang membayar harga ekstra bagi saham yang akan dapat memberikan dividen yang sudah dapat dipastikan jumlahnya.

2. Kebijakan dividen dengan penetapan jumlah dividen minimal plus jumlah ekstra tertentu

Kebijakan ini menetapkan jumlah rupiah minimal dividen per lembar saham setiap tahunnya. Dalam keadaan keuangan yang lebih baik perusahaan akan membayarkan dividen ekstra di atas jumlah minimal tersebut. Bagi pemodal ada kepastian ada kepastian akan menerima jumlah dividen yang minimal setiap tahunnya meskipun keadaan perusahaan memburuk. Tetapi di lain pihak kalau keadaan keuangan perusahaan baik maka pemodal akan menerima dividen yang minimal tersebut ditambah dengan dividen tambahan. Kalau keadaan keuangan memburuk lagi maka yang dibayarkan dividen yang minimal saja.

3. Kebijakan dividen dengan penetapan dividen payout ratio yang konstan

Kebijakan dividen ini menetapkan DPR yang konstant misalnya 50%. Ini berarti jumlah dividen per lembar saham yang dibayarkan setiap tahunnya akan berfluktuasi sesuai dengan perkembangan keuntungan netto yang diperoleh setiap tahunnya.

4. Kebijakan dividen yang fleksibel

Merupakan penetapan DPR yang besarnya setiap tahunnya disesuaikan dengan posisi finansial dan kebijakan finansial dari perusahaan yang bersangkutan.

e. Rasio Pembayaran Dividen (*Dividend Payout Ratio*).

Menurut Brigham dan Houston (2006), *Dividend Payout Ratio* adalah besarnya bagian persentase dari laba bersih yang dibagikan kepada pemegang saham. Sementara Lukas (2003: 285) mengartikan sebagai persentase dividen yang dibagi dari pendapatan sesudah pajak (*earning after tax*).

Menurut Suad (2001: 316) perusahaan hanya bisa membagikan dividen semakin besar kalau perusahaan mampu menghasilkan laba yang makin besar. Kalau laba yang diperoleh tetap besarnya, perusahaan tidak bisa membagikan dividen yang makin besar karena berarti perusahaan akan membagikan modal sendiri. Dengan demikian kalau perusahaan bisa memperoleh laba yang makin besar, maka secara teoritis perusahaan akan mampu membagikan dividen yang makin besar, dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$DPR = \frac{\text{dividen}}{\text{labasetelchpajak}} \times 100\%$$

6. Hubungan antara Struktur Kepemilikan, Kebijakan Deviden dan Kebijakan Hutang

a. Kepemilikan Manajerial dan Kebijakan Hutang

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. Menurut Faisal (2000) dalam Murni

dan Andriana (2007), kepemilikan manajerial (*insider*) atas sekuritas perusahaan dapat menyamakan kepentingan *insider* dengan pihak extern dan akan mengurangi peranan hutang sebagai mekanisme untuk meminumkan *agency cost*. Semakin meningkat kepemilikan oleh *insider*, akan menyebabkan *insider* semakin berhati-hati dalam menggunakan hutang dan menghindari perilaku *opportunistic* karena mereka ikut menanggung konsekuensi dari tindakannya, sehingga mereka cenderung menggunakan hutang yang rendah.

Berdasarkan teori yang dikemukakan oleh Friend dan Lang (1988) dalam Erni (2005), menjelaskan bahwa *insiders* perusahaan mempunyai kepentingan yang lebih besar dalam menjamin kelangsungan hidup perusahaan karena resiko hutang *nondiversiable* manajemen lebih besar dari *investor public*. Dengan kata lain, apabila perusahaan tidak mampu melunasi hutang maka akan mengancam likuiditas perusahaan dan manajemen. *Insiders* yang kepemilikannya lebih besar dalam perusahaan akan memiliki keinginan yang lebih besar dalam meminimalkan resiko struktur modal.

b. Kepemilikan Institusional dan kebijakan hutang.

Sheiler dan Vishny (1986) dalam Rizka dan Ratih (2009), menyatakan bahwa adanya pemegang saham besar seperti kepemilikan institusional memiliki arti penting dalam memonitor manajemen dengan pengawasan yang lebih optimal. Erni (2005) dan Wahidawati (2002) dalam Rizka dan Ratih (2009) menemukan bahwa kehadiran kepemilikan

institusional dapat mengurangi hutang perusahaan dalam rangka kepemilikan institusional dapat mengurangi hutang (*agency cost of debt*).

Menurut Abdullah (2009), variabel kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang. Semakin tinggi variabel kepemilikan institusional maka diharapkan semakin kuat kontrol internal terhadap perusahaan dimana akan dapat mengurangi biaya keagenan pada perusahaan, serta penggunaan hutang oleh manajer.

c. Kebijakan Dividen dan Kebijakan Hutang

Kebijakan dividen akan memiliki pengaruh pada tingkat penggunaan hutang suatu perusahaan, kebijakan deviden yang stabil akan menyebabkan adanya keharusan bagi perusahaan untuk menyediakan sejumlah dana guna membayar jumlah dividen yang tetap tersebut.

Pembayaran dividen adalah salah satu upaya untuk mengurangi biaya keagenan, hal ini didasarkan pada hasil penelitian Ross (1977) dan Easterbook (1984) dalam Abdullah (2009), namun pembayaran dividen akan berpengaruh pada kebijakan pendanaan perusahaan, karena akan mengurangi arus kas perusahaan sehingga dalam memenuhi kebutuhan operasionalnya akan mencari alternatif sumber pendanaan yang relevan misalnya dengan hutang.

Menurut Faisal (2002) dalam Murni dan Andriana (2007), menyatakan bahwa perusahaan yang mempunyai *dividend payout ratio* tinggi akan menyukai perusahaan dengan modal sendiri. Disamping itu, pembayaran dividen dapat dilakukan setelah kewajiban pembayaran bunga

dan cicilan hutang dipenuhi. Adanya kewajiban tersebut, akan membuat manajer semakin hati-hati dan efisien dalam menggunakan hutang.

B. Penelitian Terdahulu

Beberapa penelitian terdahulu yang terkait dengan variabel yang diteliti dalam penelitian ini disajikan dalam tabel berikut ini:

Tabel 4
Penelitian Terdahulu

No	Peneliti Metode	Variabel Bebas	Variabel Terikat	Hasil
1	Abdullah (2007), Regresi Berganda	Kebijakan dividen, struktur kepemilikan	Kebijakan utang	Kebijakan dividen tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan utang yang diukur dengan DEBT. Struktur kepemilikan tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap kebijakan utang
2	Diana dan Irianto (2008), Regresi	Kepemilikan Manajerial, Institutional dan Sebaran Kepemilikan	Kebijakan Hutang	Kepemilikan manajerial, institutional dan sebaran kepemilikan berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan hutang
3	Erni (2005) Regresi	Kepemilikan manajerial, institutional dan sebaran kepemilikan	Kebijakan hutang	Kepemilikan manajerial, institutional berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang, serta sebaran kepemilikan tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang
4	Rizka dan Ratih (2009), Regresi Berganda	Kepemilikan manajerial, institutional, dividen, pertumbuhan, <i>free cash flow</i> dan profitabilitas	Kebijakan hutang	Kepemilikan manajerial, dividen dan pertumbuhan tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Kepemilikan institutional, profitabilitas dan <i>free cash flow</i> berpengaruh terhadap kebijakan hutang.
5	Taswan (2005), Amos	Insiders ownership, kebijakan hutang dan dividen	Nilai perusahaan	Insiders ownership, kebijakan hutang dan dividen berpengaruh terhadap nilai.

Sumber: Berbagai jurnal.

C. Kerangka Konseptual

Kerangka konseptual dimaksudkan sebagai konsep untuk menjelaskan, mengungkapkan dan menunjukkan keterkaitan antara variabel yang akan diteliti berdasarkan pada batasan masalah dan perumusan masalah penelitian.

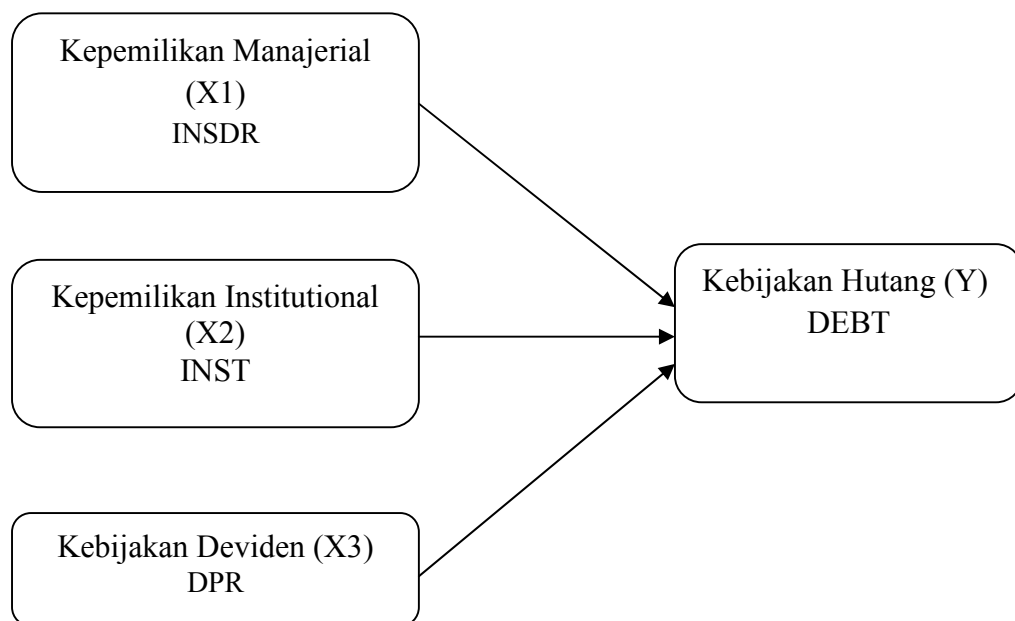
Kebijakan hutang merupakan keputusan pendanaan terkait penggunaan hutang perusahaan (struktur modal), apakah itu penggunaan hutang jangka pendek maupun hutang jangka panjang. Kebijakan pendanaan dalam sebuah perusahaan haruslah bertujuan untuk memaksimalkan kemakmuran. Penggunaan hutang ini akan terlihat pada DER (*Debt to Equity Ratio*), dengan cara membandingkan antara komposisi hutang dan modal sendiri.

Dalam penelitian ini kebijakan hutang dipengaruhi oleh beberapa faktor yang pertama yaitu struktur kepemilikan yang terdiri dari kepemilikan manajerial (*insiders ownership*) dan kepemilikan institutional (*institutional ownership*), kepemilikan manajerial merupakan pemilik atau pemegang saham yang sekaligus menjadi pengelola perusahaan. Semakin tingginya persentase kepemilikan saham oleh pihak manajerial akan mendorong pihak manajerial untuk mengambil tindakan yang tidak beresiko bagi kekayaannya, salah satu upayanya yakni dengan mengurangi penggunaan hutang perusahaan.

Sementara kepemilikan institutional merupakan kepemilikan atas saham yang dimiliki oleh institusi-institusi dan lembaga-lembaga lain. Dengan adanya kepemilikan ini akan mendorong peningkatan pengawasan atas kinerja agen sehingga dapat menghindari dari perilaku-perilaku agen yang dapat merugikan prinsipal.

Faktor berikutnya yakni kebijakan dividen, kebijakan dividen merupakan kebijakan yang menyangkut masalah pembagian laba yang menjadi hak pemegang saham. Kebijakan dividen ini akan berpengaruh pada tingkat penggunaan hutang, karena dengan adanya kebijakan dividen akan menyebabkan perusahaan menyediakan dana untuk membayar jumlah dividen yang telah ditetapkan. Hal inilah yang akan mendorong manajer untuk berhati-hati dan efisien dalam menggunakan pendanaan yang bersumber dari hutang.

Berdasarkan uraian teoritis dan hasil-hasil penelitian maka kerangka konseptual dari penelitian ini adalah:



Gambar 1 Kerangka Konseptual

D. Perumusan Hipotesis

Berdasarkan teori dan bukti empiris yang ada maka dapat diturunkan hipotesis sebagai berikut:

- H1: Kepemilikan Manajerial berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan hutang.
- H2: Kepemilikan Institusional berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan hutang.
- H3: Kebijakan Dividen berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan hutang.

BAB V

SIMPULAN DAN SARAN

A. Simpulan

Berdasarkan pendahuluan, kajian teori dan pengolahan data serta pembahasan terkait hasil pengolahan data yang telah dikaji pada Bab terdahulu, maka dapat ditarik kesimpulan :

1. *Insiders Ownership* (INSDR) berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap kebijakan hutang perusahaan (DER) pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.
2. *Institutional Ownership* (INST) berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan hutang perusahaan (DER) pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.
3. *Dividen Payout Ratio* (DPR) berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap kebijakan hutang perusahaan (DER) pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

B. Saran

Berdasarkan hasil penelitian yang telah dikemukakan maka dapat dikemukakan beberapa saran sebagai berikut:

1. Bagi investor, hasil penelitian menunjukkan bahwa variabel *institutional Ownership* berpengaruh secara signifikan terhadap kebijakan hutang perusahaan (*Debt Equity Ratio*) pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Sehingga variabel tersebut dapat dijadikan sebagai indikasi preferensi

pelaku pasar modal dan perlu diperhatikan investor saat ingin menjadi pemilik saham dari perusahaan-perusahaan tersebut.

2. Bagi peneliti selanjutnya, dengan penelitian ini diharapkan peneliti selanjutnya dapat melakukan penelitian yang lebih lanjut berkaitan dengan faktor-faktor lainnya yang **mempengaruhi** kebijakan hutang perusahaan. Dengan mengganti objek penelitian yakni mungkin saja sektoral ataupun yang lainnya, serta menambah periode pengamatan, dan alangkah lebih bagus dengan menambah variabel-variabel lainnya seperti pajak, ukuran perusahaan, tingkat pertumbuhan perusahaan, profitabilitas, likuiditas dan yang lainnya. Dan dapat pula menggunakan proksi serta metode pengolahan data yang berbeda agar menghasilkan pengolahan data yang lebih akurat serta dapat melihat dampak jangka panjang bagi perusahaan.
3. Bagi perusahaan, lebih berhati-hati terkait keputusan penggunaan sumber modal apakah itu dari hutang maupun modal sendiri, karena jika menggunakan hutang yang terlalu besar juga tidak bagus karena akan berdampak pada resiko kebangkrutan yang akan dialami oleh perusahaan. Selain itu, perusahaan juga harus jeli dalam menyelesaikan problem yang terjadi (*agency problem*).

DAFTAR PUSTAKA

- Abdullah W. Djabid 2009. "Kebijakan Dividen dan Struktur Kepemilikan terhadap Kebijakan Utang: Sebuah Perspektif *Agency Theory*". *Jurnal Keuangan dan Perbankan*. Vol. 13, No.2, 2009, hal. 249-259.
- Agus Sartono. 2001. *Manajemen Keuangan Teori dan Aplikasi*. Yogyakarta: BPFE.
- Bambang Riyanto. 2008. *Dasar-dasar Pembelanjaan Perusahaan*. Edisi 8. Yogyakarta: BPFE-Yogyakarta.
- Brigham, Eugene F dan Joul F Houston. 2010. *Manajemen Keuangan 1 dan 2 Edisi 11*. Jakarta: Salemba Empat.
- Brigham, Eugene F dan Weston Fred J. 1994. *Dasar-dasar Manajemen Keuangan Edisi 9*. Jakarta: Erlangga.
- Bodi, Kane dan Marcus. 2008. *Investasi*. Edisi 6. Jakarta: Salemba Empat.
- Brealey, Richard A, Myers, Stewart C, & Marcus, Alan J. 2008. *Dasar-dasar Manajemen Keuangan Perusahaan*. Jakarta: Erlangga.
- Devi Avri Nurvida dan Gugus Irianto. 2008. "Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan ditinjau dari Teori Keagenan". Emisi Vol, No.1 April2008: 1-16.
- Erni Masdupi. 2005. "Analisis dampak struktur kepemilikan hutang dalam mengontrol konflik keagenan". *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia* Vol.20, No.I, 2005, 57-59.
- Gujarati, Damodar. 1997. *Ekonometrika Dasar*. Jakarta: Erlangga.
- Hunger, David J dan Wheelen L. Thomas. 2003. *Manajemen Strategies*. Yogyakarta: Andi.
- Idris. 2008. *Aplikasi Model Analisis Data Kuantitatif Dengan Program SPSS Edisi Revisi III*. Padang: Fakultas Ekonomi UNP.
- Indah Putri Indahningrum dan Rizka Handayani. "Pengaruh Kepemilikan Institusional, Dividen, Pertumbuhan Perusahaan, Free CASH Flow dan Profitabilitas terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan". *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*. Vol. 11. No. 3, Desember 2009, Hlm. 189-207.