

kebangkrutan tersebut bagi manajer. Penggunaan hutang yang terlalu tinggi sebagai sumber pendanaan perusahaan memunculkan tambahan masalah keagenan.

Dividen merupakan sumber yang memberikan sinyal kepada investor di pasar modal. Dividen yang dibayarkan mencerminkan kemampuan perusahaan untuk mendapatkan laba dan prospek yang baik di masa mendatang. Menurut Jensen (1986) menyatakan bahwa dividen akan mengurangi biaya keagenan atau *agency cost* yang diasosiasikan dengan aliran kas bebas. Peningkatan pembayaran dividen akan mengurangi aliran kas bebas yang terkontrol bagi manajer dan oleh karena itu dapat mengurangi biaya keagenan. Penjelasan tersebut menunjukkan adanya suatu keterikatan antara biaya keagenan dengan kebijakan dividen. Meskipun pembayaran dividen dapat menurunkan permasalahan keagenan, akan tetapi disisi lain justru menimbulkan biaya. Biaya akan timbul karena jika perusahaan membayarkan dividen dalam jumlah yang besar, aliran kas yang dihasilkan dari sumber internal tidak cukup lagi untuk memenuhi kebutuhan-kebutuhan investasi perusahaan, sehingga mendorong pengelola perusahaan untuk memenuhi kebutuhan dananya dari pihak eksternal untuk mengisi kembali dana yang sudah dikeluarkan dalam bentuk dividen. Usaha untuk mendapatkan dana dari luar ini akan menimbulkan biaya yang disebut sebagai biaya transaksi. Semakin banyak dana yang dibutuhkan, semakin tinggi biaya transaksi yang harus ditanggung perusahaan. Biaya transaksi yang tinggi menyebabkan perusahaan harus berpikir kembali untuk membayarkan dividen

negatif dengan ukuran perusahaan, selain itu semakin besar ukuran perusahaan maka akan meningkatkan pembayaran dividen dan penggunaan hutang.

2.1.4 Penelitian empiris dengan variabel-variabel kepemilikan orang dalam, hutang dan kebijakan deviden secara serempak memiliki hubungan yang signifikan dan saling mempengaruhi (Sartono : 2001)

2.1.5 Wahidahwati (2002) menguji mengenai hubungan antara kepemilikan manajerial, risiko, hutang dan dividen. Hasil analisis menunjukkan tidak terdapat hubungan non linier antara kepemilikan manajerial dengan risiko. Disimpulkan pula bahwa risiko pada level-level yang rendah merupakan determinan negatif dari kepemilikan manajerial, hal ini mengindikasikan ketidak konsistenan dengan pendapat bahwa kepemilikan manajerial memecahkan konflik antara *equity holder external* dan para manajer. Hasil penelitian juga menyatakan bahwa hubungan antara *manajerial ownership* dan *debt policy* serta antara *manajerial ownership* dengan *debt* dan *dividend policy*, semuanya mempunyai arah positif dan signifikan, sedangkan hubungan antara *manajerial ownership* dengan *dividend policy* yang tidak signifikan, tetapi estimasi parameternya juga positif. Hasil ini mengindikasikan bahwa *financial policy (debt dan dividend policy)* dan *non financial policy (manajerial ownership)* untuk sampel yang diobservasi tidak dapat dijadikan alat pengontrol dan tidak dapat mereduksi *cost agency*, karena tidak dapat digunakan sebagai *monitoring substitute agents*. Tetapi penelitian ini membuktikan adanya pengaruh *substitutions-monitoring* antara *manajerial ownership* dengan *institutional ownership*.

disebabkan karena perusahaan akan dikenai bunga tetap atas penggunaan hutang jangka panjangnya dan ini akan meningkatkan risiko yang harus ditanggung oleh pemegang saham.

***H5 : Ada hubungan positif antara risiko dengan hutang dalam mekanisme pengawasan masalah agensi.***

### **2.3.6 Hubungan Dividen dengan Hutang**

Jensen, Solberg, dan Zorn (1992) menghasilkan hubungan sebab akibat negatif dari dividen terhadap kebijakan hutang. Selain itu Jensen (1986) berpendapat bahwa baik dividen maupun hutang dapat bekerja untuk mengendalikan biaya keagenan dari aliran dana bebas. Sebagai akibatnya, semakin besar pembayaran dividen maka semakin kecil kebutuhan hutang untuk mengontrol biaya keagenan. Chen dan Steiner (1999) dan argument Jensen et al (1992) yang menyatakan bahwa pembayaran dividen muncul sebagai pengganti hutang didalam struktur modal. Selain itu, pembayaran dividen akan mengurangi sumber-sumber dana yang dikendalikan oleh manajer, sehingga mengurangi kekuasaan manajer dan membuat pembayaran dividen mirip dengan *monitoring capital market* yang terjadi jika perusahaan memperoleh modal baru, sehingga mengurangi kos keagenan.

***H6 : Ada hubungan negatif antara dividen dengan hutang dalam mekanisme pengawasan masalah agensi.***

melindungi pemegang saham dengan meningkatkan rasio dividennya dengan tujuan agar perusahaan tersebut selalu direspon positif, sehingga meningkatkan nilai perusahaan. Jensen, Solberg dan Zorn (1992) menyatakan bahwa terdapat hubungan positif antara profitabilitas dengan dividen. Semakin tinggi profitabilitas perusahaan, maka semakin tinggi pula *cash flow* dalam perusahaan, dan diharapkan perusahaan akan membayar dividen yang lebih tinggi.

### 3.3 Data dan Teknik Pengumpulan Data

Penelitian ini menggunakan data sekunder. Data diperoleh dari laporan keuangan tahunan perusahaan yang dimuat dalam *Indonesian Capital Market Directory*.

### 3.4 Populasi dan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan yang terdaftar di BEJ untuk periode pengamatan 2001-2004. Pengambilan tahun 2001-2004 karena pada saat itu keadaan perekonomian Indonesia cukup stabil dan tidak banyak terjadi gejolak ekonomi. Sampel diambil dengan metode *purposive sampling* yaitu mengambil anggota populasi dari saham yang tercatat di BEJ, adapun sampel diambil dengan kriteria :

3.4.1 Sampel telah terdaftar (*listed*) di BEJ sejak tahun 2001 atau sebelumnya.

3.4.2 Sampel memiliki data tentang *insider ownership*.

### 3.5 Teknik Analisis

#### 3.5.1 Kepemilikan Manajerial

$$IOWN = \frac{\sum \text{saham milik manajer}}{\sum \text{saham beredar}}$$

Dari hasil penelitian terdapat beberapa hubungan negatif dan tidak signifikan mungkin disebabkan oleh data yang sedikit. Sampel yang kecil tersebut terjadi karena hanya perusahaan yang telah terdaftar sejak tahun 2001 dan sebelumnya serta terdapat memiliki struktur kepemilikan manajerial saja yang digunakan sebagai sampel dalam penelitian ini. Penyebab lain mungkin dikarenakan tidak efektifnya beberapa variabel pengurang masalah agensi untuk mengurangi masalah agensi di Indonesia. Hal ini mungkin disebabkan juga dengan adanya teori agensi yang berasumsi bahwa di Indonesia konflik kepentingan terjadi antara pemegang saham mayoritas dengan pemegang saham minoritas. Di Indonesia masalah agensi memang tinggi, kemungkinan karena di Indonesia kepemilikannya lebih dominan pada kepemilikan terkonsentrasi pada keluarga.

Hubungan negatif dan signifikan antara kepemilikan manajerial dengan ukuran perusahaan (SIZE), temuan ini mendukung asumsi bahwa perusahaan besar akan memberikan batasan bagi manajer, jika mereka memiliki kepemilikan saham yang besar. Nilai perusahaan yang semakin besar akan mereduksi kepemilikan manajerial sehingga berkurangnya kendali manajer terhadap perusahaan karena perusahaan dengan skala besar akan membatasi tindakan manajer.

Profit dengan risiko memiliki hubungan positif namun tidak signifikan yang mengindikasikan bahwa perusahaan yang *profitable* akan mempunyai banyak dana yang tersedia untuk investasinya sehingga akan menurunkan penggunaan dana hutang yang dimungkinkan akan menaikkan risiko. *Faset* mempunyai hubungan

negatif namun tidak signifikan dengan risiko, aset tetap yang tinggi merupakan kolateral sehingga perusahaan tersebut dipandang sebagai perusahaan dengan risiko yang rendah untuk penanaman saham.

Pertumbuhan perusahaan (GROWTH) dengan hutang memiliki hubungan positif dan signifikan pada level 0.05 yang menunjukkan pertumbuhan perusahaan yang besar membutuhkan modal atau sumber dana yang tinggi yang diperoleh dari hutang untuk membiayai investasi. Hubungan positif namun tidak signifikan antara aset tetap dengan hutang menunjukkan bahwa perusahaan dengan *fix asset* yang besar cenderung kurang menggunakan hutang dalam jumlah yang besar.

Ukuran perusahaan dengan dividen mempunyai hubungan positif dan signifikan pada level 0.01 yang mengindikasikan bahwa semakin besar ukuran perusahaan (SIZE) semakin besar pula rasio dividen. Hal tersebut terjadi karena perusahaan yang ukuran perusahaannya tinggi cenderung ingin melindungi pemegang saham dengan meningkatkan rasio dividennya dengan tujuan agar perusahaan tersebut selalu direspon positif, sehingga meningkatkan nilai perusahaan. Profit dengan dividen mempunyai hubungan yang positif dan signifikan pada level 0.01 yang menunjukkan bahwa semakin tinggi profitabilitas perusahaan, maka semakin tinggi pula *cash flow* dalam perusahaan, dan diharapkan perusahaan akan membayar dividen yang lebih tinggi.