BAB II

KAJIAN PUSTAKA

2.1 Penelitian Terdahulu

2.1.1 Chen dan Steiner (1999) dalam penelitiannya yang berjudul " *Manajerial ownership and Agency Conflict: A nonlinier Simultaneous Equation Analysis of Manajerial Ownership, Risk taking, Debt Policy, and Divuden Policy* menggunakan metode analisis 2SLS. Hasil yang diperoleh adalah 1) Manajerial ownership berhubungan dengan risiko secara non linier, dimana pada saat risiko rendah, peningkatan risikonya menyebabkan manajer meningkatkan kepemilikan sahamnya, tetapi pada saat risiko pada tingkat tertentu, maka manajer mempunyai sifat *risk averse* yang cenderung akan menurunkan tingkat kepemilikan sahamnya. 2) Pengambilan risiko (*risk taking*) berhubungan secara positif dengan *manajerial ownership*, ini mengindikasikan bahwa *manajerial ownership* dapat mengurangi konflik antara manajemen dengan pemegang saham luar tetapi memperparah hubungan antara *debtholder* dengan *shareholder*. 3) *Manajerial ownership* mempunyai hubungan yang negatif dengan hutang dan dividen. Hasil ini mengindikasikan bahwa hutang dan dividen sebagai *monitoring agent* yang dapat mereduksi *agency cost*.

2.1.2 Jensen, et, al (1994). menguji pengaruh *insider ownership,* kebijakan dividen terhadap kebijakan hutang, penelitian ini menyatakan bahwa rasio *debt* merupakan

fungsi dari insider *ownership, dividend, business risk, profitability, R&D dan Fixed Asset.* Hasil penelitian yaitu terdapat hubungan yang negatif antara *insider ownership* dengan *ratio debt.* Hasil ini mengindikasikan bahwa dengan peningkatan *insider ownership*, maka akan mensejajarkan kepentingan antara pemegang saham dan manajer, sehingga kepemilikan manajerial bisa menggantikan peranan hutang dalam mengurangi kos agensi. Hasil tersebut juga menemukan bahwa peningkatan kepemilikan manajerial menyebabkab penurunan rasio pembayaran dividen.

2.1.3 Crutley dan Hansen (1989) menguji mengenai *agency theory*, yaitu menghubungkan karakteristik perusahaan sebagai *proxy* dari kos agensi antara lain (*diversifikasi cost, earning volatility*, pengeluaran *advertising, R&D, flotation cost*, dan ukuran perusahaan) terhadap *manajerial ownership, leverage* perusahaan dan dividen perusahaan. Hasil penelitiannya menyatakan bahwa semakin terdiversifikasinya saham yang dimiliki investor mempengaruhi kepemilikan manajerial secara positif. Hasil lain menyatakan bahwa *earning volatility* berpengaruh secara negatif dan signifikan terhadap *manajerial ownership* maupun dividen. Pengeluaran *advertising* dan *R&D* berpengaruh secara negatif dan signifikan terhadap hutang dan dividen, tetapi tidak signifikan terhadap kepemilikan saham manajer. *flotation cost* berhubungan negatif dengan pembayaran dividen, dan manajer cenderung meningkatkan hutang serta kepemilikan manajerialnya. Ukuran perusahaan mengindikasikan bahwa kepemilikan saham manajer berhubungan

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 subtitue agents.* Tetapi penelitian ini membuktikan adanya pengaruh *subtitutions-monitoring* antara *manajerial ownership* dengan *institutional ownership.*

2.2 Landasan Teori

2.2.1 Teori Keagenan

Teori agensi pertama kali diperkenalkan oleh Jansen dan Meckling (1976). Hubungan agensi merupakan kontrak antara pemegang saham (prinsipal) dengan manajemen yang mengelola perusahaan (agen). Dalam kontrak tersebut prinsipal mendelegasikan wewenang kepada agen untuk membuat keputusan, tetapi tidak ada jaminan bahwa agen akan memaksimalkan kepentingan prinsipal (Arifin : 2005). Dalam mewujudkan kontrak kerja yang dimaksudkan, prinsipal menyediakan fasilitas dan dana untuk kebutuhan operasi perusahaan. Dilain pihak agen sebagai pengelola perusahaan mempunyai kewajiban untuk mengelola perusahaan sebagaimana diamanatkan pemegang saham (prinsipal) yaitu meningkatkan kemakmuran prinsipal melaui peningkatan nilai perusahaan. Sebagai imbalannya, agen akan memperoleh gaji, bonus dan berbagai kompensasi lainnya. Sedangkan menurut Agus Sartono (2001), teori agensi memberikan gambaran analisis dalam mengkaji berbagai konflik kepentingan antara agen dengan prinsipal , antara manajer dengan kreditur (*debtholders*) dan antara *stockholders*, manajer serta *debtholders* disebabkan adanya hubungan keagenan. Namun dalam kenyataannya, agen yang bertindak sebagai manajemen perusahaan tidak selalu memaksimalkan kemakmuran pemegang saham, melainkan cenderung meningkatkan kesejahteraan mereka. Para manajer perusahaan mempunyai kecenderungan untuk memperoleh keuntungan

sebesar besarnya dengan biaya pihak lain. Perilaku ini disebut sebagai keterbatasan rasional (*bounded ratonality*) dan tidak suka menanggung risiko (*risk averse*) sehingga akan menimbulkan *agency problem.* Dalam perusahaan besar *agency problem* sangat potensial terjadi karena proporsi kepemilikan perusahaan oleh manajer relatif kecil.

Jensen dan Meckling (1976) mengidentifikasi ada dua tipe mekanisme untuk mengurangi masalah agensi, yaitu mekanisme *monitoring* dan mekanisme *bonding.* Mekanisme pertama dilakukan oleh pihak luar manajemen, sedangkan mekanisme kedua dilakukan oleh pihak manajemen dengan memberikan sinyal-sinyal yang menunjukkan bahwa probabilitas mereka melakukan tindakan yang menimbulkan masalah agensi menjadi kecil. Mekanisme *bonding* yang dapat dipakai manajemen untuk menunjukkan bahwa mereka berusaha memperkecil masalah agensi adalah dengan membuat keputusan-keputusan yang berakibat memperkecil jumlah *free cash flows* yang ada diperusahaan. Dengan *free cash flows* yang kecil manajemen tidak mempunyai banyak peluang menggunakan dana untuk kepentingan pribadi yang bertentangan dengan peningkatan nilai perusahaan. Dengan kata lain masalah agensi akan semakin berkurang ketika *free cash flows* semakin kecil. Ada dua cara yang dapat dipakai untuk memperkecil *free cash flows* yaitu meningkatkan hutang dan meningkatkan dividen. Ketika hutang meningkat maka manajer harus menyisihkan dana yang lebih besar untuk membayar angsuran maupun bunga hutang sehingga dana yang tersisa menjadi kecil. Sedangkan ketika dividen meningkat maka secara

otomatis dana tunai perusahaan langsung berkurang sebesar peningkatan dividen tersebut.

2.2.2 Kepemilikan Manajerial

Kepemilikan manajerial adalah pemegang saham dari pihak manajemen yang secara langsung dan aktif dalam melakukan pengambilan keputusan perusahaan. Kepemilikan manajerial merupakan suatu kekuatan pemonitoran internal yang penting dan telah diargumenkan sebagai sebuah fungsi dari risiko serta sebagai determinan risiko. Disamping itu kepemilikan manajerial merupakan mekanisme *bonding* yang digunakan untuk mengurangi masalah agensi antara manajemen dengan pemegang saham

2.2.3 Kebijakan Hutang

Kebijakan hutang adalah kebijakan untuk menentukan jumlah proporsi hutang yang harus diambil oleh pihak manajer. Hutang merupakan mekanisme penting yang digunakan untuk mengontrol tindakan manager dan mengurangi masalah *agency* dalam perusahaan. Kebijakan hutang merupakan salah satu mekanisme bonding yang dianjurkan oleh Jensen (1986) dalam Arifin (2003) semakin besar hutang maka semakin banyak dana kas yang harus dikeluarkan oleh perusahaan yang membayar bunga dan angsuran dengan demikian akan mengurangi jumlah dan kas yang disimpan perusahaan. Pada penelitian Wahidahwati (2002) menerangkan bahwa penggunaan hutang akan akan mengurangi konflik antara *shareholder* dan *agent* (Jensen dan Meckling, 1976). Penggunaan hutang dalam

struktur modal bertujuan untuk meningkatkan nilai perusahaan tetapi mempunyai akibat bahwasanya perusahaan akan menghadapi risiko kebangkrutan dan *financial distress*.

2.2.4 Kebijakan Dividen

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. Dalam penelitian Wahidahwati (2002) dan Rozeff (1982) menyatakan bahwa pembayaran dividen adalah bagian dari *monitoring* perusahaan. Berarti perusahaan cenderung untuk membayar dividen yang tinggi jika manajer memiliki proporsi saham yang lebih rendah. Pembayaran dividen pada pemegang saham akan mengurangi sumber-sumber dana yang dikendalikan oleh manajer, sehingga dapat mengurangi kekuasaan manajer dan membuat pembayaran dividen mirip dengan *monitoring capital market* yang terjadi jika perusahaan memperoleh modal baru.

Penetapan dividen yang rendah oleh suatu perusahaan disebabkan manajer mempunyai harapan investasi pada masa mendatang yang dibiayai dari sumber internal. Namun jika sebagian pemegang saham memilih dividen yang tinggi maka akan timbul perbedaan kepentingan, sehingga diperlukan peningkatan dividen. Begitupun sebaliknya, jika terjadi kesamaan preferensi antara keduanya maka tidak diperlukan peningkatan dividen. Disamping itu, peningkatan dividen tersebut dapat memperkuat posisi perusahaan untuk mencari tambahan dana dari pasar modal.

Perusahaan yang membayar dividen tinggi mempunyai risiko lebih kecil jika dibandingkan dengan menahannya dalam bentuk laba ditahan. Besarnya laba yang akan dibayarkan sebagai dividen terkait dengan besarnya dana yang akan dibutuhkan perusahaan dan kebijakan manajer perusahaan yang berkaitan dengan sumber dana yang akan digunakan baik dari sumber internal maupun eksternal.

2.2.5 Kebijakan Risiko

Risiko merupakan indikator ketidakstabilan harga dan saham yang diterima oleh pemegang saham. Penelitian Wahidahwati (2002) menjelaskan bahwa manajer lebih menyukai investasi kurang berisiko dan menggunakan hutang lebih rendah supaya dapat menurunkan risiko ketidakpastian investasi mereka (Amihud et al) dan mengurangi kemungkinan kebangkrutan perusahaan (Jensen dan Meckling, 1976). Dewan komisaris dan manajer dipandang sebagai pihak internal yang mempunyai informasi mengenai kinerja dan risiko perusahaan. Pada saat menghadapi peningkatan risiko, pihak internal mengendalikan presentase kepemilikan saham dalam jumlah kecil atau sebaliknya.

2.3 Pengajuan Hipotesis

2.3.1 Hubungan Kepemilikan Manajerial dengan Risiko

Demzetz (1983) dan Demzets dan Lehn (1985) menegaskan bahwa perusahaan yang beroperasi di pasar yang berisiko akan lebih sulit untuk memantau dari luar. Berdasarkan pemikiran ini, risiko yang lebih tinggi menaikkan nilai

kepemilikan manajerial sebagai mekanisme pemantauan dari dalam. Namun, sebagaimana Demzetz dan Lehn (1985) lebih lanjut menegaskan, pada level risiko yang cukup tinggi, suatu keengganan terhadap risiko dapat mendominasi, yang menunjukkan suatu hubungan kausal negatif dari risiko terhadap kepemilikan manajerial. Treynor dan Black (1976) membuat argumentasi yang menunjang hipotesis ini dan Amihud dan Lev (1981) dan Chen Steiner (1999) telah menemukan bukti empiris yang konsisten dengan hipotesis ini.

H1 ***: Ada hubungan negatif antara kepemilikan manajerial dengan risiko dalam mekanisme pengawasan masalah agensi.***

2.3.2 Hubungan Kepemilikan Manajerial dengan Dividen

Jensen (1986) yang mengargumenkan bahwa dividen mengurangi kos agensi yang terkait dengan *free cash flows*. Jika dividen dan kepemilikan manajerial berfungsi sebagai *substitute* dalam mengontrol *problem agency free cash flows*, maka dapat diperkirakan suatu hubungan kausal negatif dari dividen terhadap kepemilikan manajerial. Chen dan Steiner (1999) menemukan hubungan negatif antara dividen dengan kepemilikan manajerial. Rozeff (1982) telah menemukan tingkat kepemilikan yang lebih tinggi menyebabkan tingkat pembayaran dividen yang lebih rendah. Penetapan dividen rendah disebabkan manajer memiliki harapan investasi di masa mendatang yang dibiayai dari sumber internal. Apabila sebagian pemegang saham menyukai dividen tinggi maka menimbulkan perbedaan kepentingan sehingga diperlukan peningkatan dividen. Sebaliknya, apabila terjadi

kesamaan preferensi antara pemegang saham dan manajer maka tidak diperlukan peningkatan dividen. Pada sisi lain penambahan dividen memperkuat posisi perusahaan untuk mencari tambahan dana dari pasar modal sehingga kinerja perusahaan dimonitor oleh tim pengawas pasar modal. Pengawasan ini menyebabkan manajer berusaha mempertahankan kualitas kinerja dan tindakan ini menurunkan masalah agensi.

H2 : Ada hubungan negatif antara kepemilikan manajerial dengan dividen dalam mekanisme pengawasan masalah agensi.

2.3.3 Hubungan Kepemilikan Manajerial dengan Hutang

Friend dan Lang (1988) meneliti hubungan kausal dari kepemilikan manajerial terhadap hutang, hipotesis dari mereka bahwa suatu kausalitas terbalik bisa terjadi dari hutang terhadap kepemilikan manajerial. Penggunaan hutang yang berlebihan meningkatkan risiko kebangkrutan yang pada akhirnya meningkatkan risiko yang tidak dapat terdiversifikasi bagi para manajer sehingga melemahkan kepemilikan manajerial. Chen dan Steiner (1999),Tandelililn dan Wilberforce (2002) menemukan bahwa hutang signifikan secara statistik berkoralasi dengan *insider ownership*, korelasinya negatif. Hasil ini mendukung argumen bahwa terdapat efek substitusi antara kebijakan hutang dengan *insider ownership* dalam mengurangi masalah agensi. Perusahaan dengan *insider ownership* yang tinggi akan cenderung mengurangi level hutang mereka untuk mengurangi *agency cost of debt* dan secara bersamaan mengurangi *agency cost of equity*.

Jensen, Solberg dan Zorn (1992) mengindikasikan bahwa kepemilikan *insider* yang tinggi akan menurunkan level hutang perusahaan. Dengan kepemilikan *insider* yang mayoritas maka membuat portofolio manajemen kurang terdiversifikasi dan manajemen membutuhkan insentif lebih untuk mengurangi risiko keuangan dari kekayaannya di perusahaan. Penjelasan lain dari temuan ini bahwa perusahaan-perusahaan dengan kepemilikan *insider* lebih tinggi dapat maminimumkan *agency cost of equity* tetapi akan mempunyai *agency cost of debt* yang lebih tinggi karena disini kepentingan manajer akan lebih sejalan dengan kepentingan *shareholder* daripada dengan *debtholder*. Wahidahwati (2002) yang menyatakan bahwa perusahaan dengan *managerial ownership* yang besar mempunyai andil yang besar dalam mengurangi hutang.

Jensen dan Meckling (1976) berpendapat bahwa penggunaan hutang mengurangi kebutuhan ekuitas eksternal dan meningkatkan proporsi kepemilikan manajerial sehingga pengaruh hutang terhadap kepemilikan manajerial adalah positif. Leyland dan Pyle (1997) dan Kim dan Sorenson (1986) menyatakan hubungan sebab akibat positif dari kepemilikan manajerial terhadap hutang.

H3 : Ada hubungan negatif antara kepemilikan manajerial dengan hutang dalam mekanisme pengawasan masalah agensi.

2.3.4 Hubungan Risiko dengan Dividen

Jensen et.al (1992), Chen dan steiner (1999) menyatakan adanya hubungan negatif antara risiko dengan dividen. Perusahaan dengan risiko bisnis yang tinggi

maka ketidakpastian pendapatan di masa datang juga semakin besar sehingga perusahaan menghindari komitmen untuk membagikan dividen dalam jumlah yang besar di masa datang.

Kale dan Noe (1990) mengembangkan sebuah model dimana risiko yang lebih besar timbul sebagai akibat dari rendahnya pembayaran dividen. Dividen merupakan sinyal dari stabilitas aliran kas di masa mendatang. Semakin tinggi risiko yang dihadapi perusahaan maka semakin besar cadangan *cash flow* yang dibutuhkan perusahaan sehingga menyebabkan rendahnya pembayaran dividen. Turiyasingura (2000) menyatakan bahwa dividen berpengaruh positif terhadap risiko karena banyak perusahaan dalam melakukan pembayaran dividen tidak mempertimbangkan tingkat risiko yang akan ditanggung. Venkatesh (1989) secara empiris telah mengamati hubungan sebab akibat negatif kebijakan dividen terhadap risiko.

H4 : Ada hubungan negatif antara risiko dengan dividen dalam mekanisme pengawasan masalah agensi.

2.3.5 Hubungan Risiko dengan Hutang

Ravid(1988) membahas bagaimana risiko yang lebih tinggi diperkirakan mengurangi antusiasme perusahaan terhadap hutang. Chen dan Steiner (2000), Jensen et al (1992), yang menyatakan bahwa penggunaan hutang yang besar dalam struktur modal perusahaan akan memberikan risiko kegagalan yang lebih tinggi (risiko kebangkrutan). Semakin besar proporsi hutang yang akan dipergunakan oleh perusahaan, pemegang saham akan menanggung risiko yang makin besar, hal ini

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.***

2.4 Model Empiris

$$IOWN = a_1 + a_2 RISK + a_3 RISK^2 + a_4 DEBT + a_5 DIV + a_6 SIZE + e$$

$$RISK = b_7 + b_8 IOWN + b_9 DEBT + b_{10} DIV + b_{11} PROFIT + b_{12} FASET + e$$

$$DEBT = c_{13} + c_{14} IOWN + c_{15} RISK + c_{16} DIV + c_{17} GROWTH + c_{18} FASET + e$$

$$DIV = d_{19} + d_{20} IOWN + d_{21} DEBT + d_{22} RISK + d_{23} SIZE + d_{24} PROFIT + e$$

2.4.1 Persamaan Kepemilikan Manajerial

Variabel yang mempengaruhi kepemilikan manajerial (IOWN) adalah risiko (RISK), risiko yang dinaikkan ($RISK^2$), hutang (DEBT), dividen (DIV) dan ukuran perusahaan (SIZE). Ukuran perusahaan sebagai variabel kontrol dalam persamaan ini. Ukuran perusahaan (SIZE) mempunyai hubungan negatif dengan kepemilikan manajerial (IOWN), hal tersebut mengindikasikan bahwa ukuran perusahaan yang semakin besar akan mengurangi kepemilikan manajerial. Sebagaimana Chen dan Steiner (1999), Jensen et al (1992), Bathala et al (1994), mereka menyatakan bahwa perusahaan besar akan memberikan batasan bagi manajer, jika mereka mempunyai kepemilikan saham perusahaan yang besar, hal tersebut dikarenakan keterbatasan kekayaan mereka. Joher, Ali dan Nazrul dalam studinya menyatakan adanya hubungan negatif antara ukuran perusahaan dengan kepemilikan manajerial. Chen dan Steiner (1999) menyatakan adanya hubungan non linier antara kepemilikan manajerial dengan risiko, dimana pada saat rsiko rendah, peningkatan risikonya menyebabkan manajer meningkatkan kepemilikan sahamnya, tetapi pada saat risiko

pada tingkat tertentu ($RISK^2$), maka manajer mempunyai *sifat risk averse* yang cenderung akan menurunkan tingkat kepemilikan sahamnya.

2.4.2 Persamaan Risiko

Variabel yang mempengaruhi risiko (RISK) adalah kepemilikan manajerial (IOWN), hutang (DEBT), dividen (DIV), Aset tetap (FASET) dan keuntungan (PROFIT). Aset tetap dan keuntungan sebagai variabel kontrol. Menurut Chen Steiner (1999) aset tetap menunjukkan struktur aset suatu perusahaan. Aset tetap yang tinggi merupakan kolateral sehingga perusahaan tersebut dipandang sebagai perusahaan dengan risiko yang rendah untuk penanaman saham dan dipercaya oleh pemberi hutang (*debtholders*). Keuntungan (PROFIT) mempunyai hubungan negatif dengan risiko. Jensen et al (1992) dan Turiyasingura (2000) menyatakan bahwa perusahaan yang *profitable* akan mempunyai banyak dana yang tersedia untuk investasinya sehingga akan menurunkan risiko melalui penurunan penggunaan dana melalui hutang.

2.4.3 Persamaan Hutang

Variabel yang mempengaruhi hutang (DEBT) adalah kepemilikan manajerial (IOWN), dividen (DIV), risiko (RISK), pertumbuhan perusahaan (GROWTH) dan asset tetap (FASET). Pertumbuhan perusahaan dan asset tetap sebagai variabel kontrol. Chen Stainer (1999), Hasil ini sesuai dengan penelitian Chen Stainer (1999), Jensen et al (1992), Scott (1976) dan Turiyasingura (2000) yang menyatakan bahwa terdapat hubungan positif antara FASET dengan hutang. Hal ini mengindikasikan

bahwa investor akan senang memberikan pinjaman jika disertai dengan jaminan. Jika perusahaan tersebut mempunyai hutang dengan jaminan yang tinggi, maka perusahaan tersebut akan terhindar dari risiko kebangkrutan. GROWTH mempunyai hubungan negatif terhadap hutang. Penelitian Titman dan Wessels (1988) yang menyatakan adanya hubungan negatif antara pertumbuhan perusahaan (GROWTH) terhadap hutang. Koefisien negatif tersebut menjelaskan bahwa pertumbuhan perusahaan yang tinggi mengindikasikan fleksibilitas yang besar pada investasi dimasa mendatang dan memberikan kesempatan yang besar untuk mengambil alih kekayaan dari *debtholders.* Penjelasan lain adalah pertumbuhan perusahaan yang tinggi menunjukkan keuntungan dan kesuksesan dalam menggunakan sumber penghasilan perusahaan. Koefisien yang negatif tersebut berkaitan dengan penelitian Myers dan Majluf (1984), pendapat tersebut menghasilkan koefisien negatif untuk variabel pertumbuhan perusahaan.

2.4.4 Persamaan Dividen

Variabel yang mempengaruhi dividen (DIV) adalah kepemilikan manajerial (IOWN), hutang (DEBT), risiko (RISK), ukuran perusahaan (SIZE) dan pertumbuhan (GROWTH). Ukuaran perusahaan dan keuntungan sebagai variabel kontrol. Wahidahwati (2002) menghasilkan penelitian bahwa SIZE mempunyai hubungan positif dengan dividen (DIV). Hal ini 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. 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.

UNIVERSITAS ISLAM INDONESIA