

KONFLIK PADA *LEVERAGE POLICY* DAN *DIVIDEND POLICY*

Oleh: Jenny Sihombing

Abstract: *Shareholders, debtholders and management (managers) are parties that have different interest and perspective regarding value of the firm. Shareholders will tend to maximize their shares, forcing managers to act in their interest despite of debtholders interest. Debtholders on the other side will protect their funds that already placed in firm with covenant and strict monitoring policy. Conflict of interest between parties in firm is known as agency problems.*

From an analysis of the effect of agency conflict among the groups suggests that the proportion of equity controlled by insiders (Managerial Ownership) should influence the firm's policies

Condition in Indonesia may vary, but generally found that dividend policy has a negative and significant relationship with the managerial ownership, means when the company has a low leverage policy there is a tendency for the company to joint with managerial ownership programs. While this general conditions may is not perfectly applicable in a specifict situation in term of period as well as industries

Key words: *agency problems, agency theory, managerial ownership, agency conflict, agency cost*

PENDAHULUAN

Pos-pos yang berada pada sisi kanan Neraca terdiri dari berbagai jenis utang, saham preferen dan ekuitas saham biasa disebut sebagai komponen modal (*capital components*). Setiap kenaikan total aktiva perusahaan harus dibiayai oleh kenaikan satu atau lebih komponen modal tersebut.

Kegiatan bisnis perusahaan pada dasarnya memiliki dua sumber pendanaan yaitu dana yang bersumber dari aktivitas operasional perusahaan itu sendiri dan dana yang bersumber dari aktivitas perusahaan selain aktivitas operasional.

Dalam rangka memperoleh dana tambahan selain dari aktivitas operasional perusahaan dengan menahan laba operasi, ada dua cara yang umum digunakan oleh perusahaan yaitu dengan cara menerbitkan saham yakni sebagai bukti kepemilikan perusahaan (baik dari saham biasa maupun saham istimewa) dan menerbitkan obligasi (surat hutang perusahaan).

Setiap upaya untuk memperoleh dana tambahan yang dimaksud akan menimbulkan biaya bagi perusahaan. Menurut Brigham (1999) apabila perusahaan memilih menaikkan modal dengan cara menerbitkan obligasi maka akan timbul biaya yang disebut dengan biaya

hutang yang besarnya adalah $k_d(1-T)$. apabila perusahaan memilih untuk menaikkan modal dengan cara menerbitkan saham baru atas saham biasa maka perusahaan akan dibebankan biaya pemerolehan saham itu yakni $k_e = \frac{D_c}{P_0(1-F)} + g$. perusahaan juga dapat meningkatkan modal perusahaan dengan cara menahan sebahagian atau keseluruhan dari keuntungan operasional perusahaan, yang tentunya juga akan menimbulkan biaya yang sering disebut dengan biaya laba ditahan (*cost of retained earnings*). besarnya menurut pendekatan CAPM (*cost assets pricing model*) adalah $k_s = k_{RF} + (k_M - k_{RF}) b_i$. di samping sumber itu perusahaan dapat juga meningkatkan modalnya dengan cara menerbitkan saham preferen yang mana perusahaan juga akan menanggung beban biaya yang disebut dengan biaya saham preferen (*cost of preferred stock*) yang besarnya adalah $k_{ps} = \frac{D_{ps}}{P_n}$.

Dari sisi manajemen perusahaan keseluruhan sumber ini adalah merupakan pilihan, dalam arti manajemen akan memilih sumber modal yang mana akan dipilih atau kombinasi sumber modal dan komposisi yang bagaimana yang akan dilakukan yang sesuai dengan keadaan perusahaan.

Di sisi lainnya, baik saham maupun obligasi masing-masing memiliki karakteristik yang berbeda. Pemegang saham atau *stockholders*, yang memiliki perusahaan yang jumlahnya sesuai dengan proporsi kepemilikan saham mereka pada perusahaan tersebut berhak atas pembagian *dividend*. Sebaliknya, perusahaan yang mengeluarkan obligasi memiliki hutang kepada pihak pemegang obligasi atau pemegang surat hutang (*debtholders*) berhak atas pembayaran kupon dan juga pembayaran nilai nominal obligasi pada tanggal jatuh temponya obligasi tersebut.

Perbedaan karakteristik antara obligasi dan saham pada akhirnya akan menimbulkan kepentingan-kepentingan yang berbeda baik bagi *stockholders* maupun *debtholders*. Pemegang saham (*stockholders*), pemegang surat hutang (*debtholders*), dan juga manajemen (*managers*) perusahaan masing-masing merupakan pihak yang memiliki kepentingan dan sudut pandang yang berbeda dalam memandang nilai perusahaan (*value of the firm*). *Stockholders* akan senantiasa menginginkan pembagian keuntungan yang lebih besar atas saham mereka, sebaliknya *debtholders* akan senantiasa berusaha menjaga dana yang telah mereka tempatkan dalam perusahaan melalui berbagai kebijakan yang ketat (*strict monitoring policy*) agar menjamin bahwa seluruh dana yang mereka telah tempatkan pada perusahaan beserta dengan bunganya (*interest*) akan dapat dikembalikan oleh perusahaan sesuai dengan waktu yang telah ditetapkan sebelumnya. Konflik kepentingan yang timbul antar pihak-pihak

dalam perusahaan (*managers, stockholders, debtholders*) dikenal sebagai *agency problems* yang pada akhirnya melahirkan *agency theory*.

Kebijakan keuangan perusahaan baik yang berupa *dividend policy* maupun *leverage policy* akan mempengaruhi kebijakan manajerial perusahaan secara umum dan minat manajer perusahaan itu sendiri untuk ikut serta sebagai pemilik perusahaan. Dari uraian di atas dapat dilihat permasalahannya adalah apakah yang harus dilakukan untuk mengendalikan kepentingan antar pihak yang ada dalam perusahaan (*managers, stockholders, debtholders*), sehingga tidak mengganggu kegiatan usaha yang berlangsung.

Penulisan ini merupakan penelitian pustaka dengan membandingkan antar teori yang ada dengan penelitian yang telah dilakukan sebelumnya sehubungan dengan permasalahan dalam kebijakan leverage dan kebijakan dividend.

STRUKTUR MODAL PERUSAHAAN

Besarnya *debt-equity ratio* yang ditentukan oleh suatu perusahaan senantiasa bermuara pada tujuan yang dimiliki oleh setiap perusahaan yaitu bagaimana besaran kombinasi antara saham dan hutang yang dapat memaksimalkan nilai perusahaan (*value of the Firm*) tersebut.

Sebagaimana dijelaskan oleh Ross (2005), nilai perusahaan merupakan hasil dari penjumlahan.

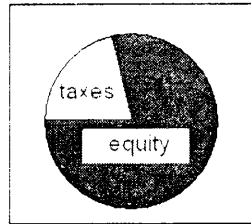
$$V = B + S$$

Dimana *V* melambangkan nilai perusahaan (*value of the firm*), *B* mencerminkan nilai pasar atas hutang (*debt*) yang dimiliki oleh perusahaan, dan *S* menunjukkan besarnya nilai pasar atas equity perusahaan.

Setiap manajer perusahaan hendaknya senantiasa memilih struktur modal perusahaan yang diharapkan dapat memaksimalkan nilai perusahaan, yaitu dengan cara memaksimalkan keuntungan bagi para pemegang saham (*Share holder*) yang ditandai oleh besarnya nilai *dividend* yang dibagikan oleh perusahaan.

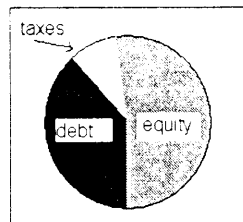
Sehubungan dengan hutang, Ross (2005) memaparkan bahwa nilai perusahaan memiliki hubungan yang positif dengan hutang perusahaan semata-mata disebabkan oleh keberadaan pajak perusahaan (*corporate tax*).

Gambar 1. *All - Equity Firm*



Dilihat pada *pie chart* Gambar di atas (terlepas dari besar porsinya), untuk perusahaan yang tidak memiliki hutang sama sekali (*all equity firm*), nilai perusahaan (*value of the firm*) jumlahnya adalah sebesar nilai *equity*. Sedangkan pajak (*taxes*) merupakan biaya yang harus dikeluarkan oleh perusahaan yang dapat mengurangi nilai perusahaan itu sendiri.

Gambar 2. *Levered Firm*



Pada perusahaan yang memiliki hutang (*debt*) maka *pie chart* akan terbagi menjadi tiga yang mencerminkan tiga pihak yang berkepentingan atas perusahaan yaitu *equity holders* (pemegang saham), *debt holders* (pemegang surat hutang perusahaan), dan pihak pajak (*taxes*). Untuk Gambar di atas, nilai perusahaan merupakan jumlah dari nilai hutang dan nilai ekuitas perusahaan. Pajak yang dikenakan akan lebih rendah apabila perusahaan yang bersangkutan memiliki hutang, hal ini disebabkan adanya *tax shield*.

Dalam memilih struktur modal antara Gambar 1 dan Gambar 2 di atas, seorang manajer keuangan harus memilih struktur modal yang menghasilkan nilai perusahaan yang paling tinggi. Dengan asumsi besarnya total area untuk kedua gambar *pie chart* di atas adalah sama, maka struktur modal yang akan memaksimalkan nilai perusahaan adalah apabila perusahaan memiliki hutang. Karena pemerintah akan

mengenaikan pajak yang lebih rendah pada *levered firm* dibandingkan dengan *equity firm*.

Selain memberikan *tax benefit* adanya hutang dilain sisi juga akan mendatangkan tekanan bagi perusahaan karena hutang diiringi dengan bunga dan *principal payment* yang wajib dibayar sesuai dengan perjanjiannya. Menurut Liem (2006). Secara ringkasnya keuntungan dan kerugian atas penggunaan hutang pada perusahaan dapat dilihat pada tabel berikut ini:

Tabel 1. *Advantages and Disadvantages Using of Debt*

No	<i>Advantages of Debt</i>	<i>Disadvantages of Debt</i>
1	<i>Tax Benefits: the higher the tax rates, the higher the tax benefit.</i>	<i>Direct Bankruptcy Costs: the higher the business risk, the higher the cost of bankruptcy. Hence lower the ability to take financial risk.</i>
2	<i>Added Discipline: the greater shareholder manager agency problems, the greater the benefit of debt.</i>	<i>Incentive Distortion: the greater the separation between stockholders and lenders, the higher the cost because the incentive distortion problems will be more severe.</i>
3	<i>Avoid Sending Adverse Signals: the greater the information asymmetry, the greater the benefit of issuing debt than equity because debt issuance has less pronounce announcement effects.</i>	<i>Loss of Future Financing Flexibility: the greater the uncertainty about future financing needs, the higher the cost.</i>
4		<i>Forgo the Gain of Timing the Equity Market</i>

Sumber : Liem (2006)

Kewajiban yang timbul atas hutang sangat berbeda dengan kewajiban yang timbul atas penerbitan saham. Walaupun *Stockholders* menyukai dan mengharapkan pembagian *dividend*, namun hak *stockholder* atas *dividend* tidak dinaungi oleh hukum. Sebaliknya, kewajiban perusahaan perusahaan untuk membayar bunga dan nilai pokok dari hutang yang dimiliki oleh perusahaan merupakan kewajiban yang telah diatur oleh hukum yang dengan demikian apabila dilanggar perusahaan yang bersangkutan dapat dikenai sanksi hukum.

Masalah keuangan (*financial distress*) yang dapat muncul akibat adanya hutang perusahaan yang bisa saja menyebabkan kebangkrutan perusahaan antara lain :

- 1 *Direct Costs of Financial Distress - Legal and Administrative Costs of Liquidation or Reorganization.*

Apabila perusahaan mengalami kebangkrutan maupun kepailitan, maka akan muncul biaya-biaya tambahan seperti biaya pengacara yang umumnya terlibat dalam seluruh tahapan proses, biaya administrasi dan juga biaya akuntan, terlebih apabila kasus kepailitan perusahaan akan disidangkan maka biaya akan semakin membengkak terutama berkaitan dengan pemanggilan saksi ahli.

2 *Indirect Costs of Financial Distress.*

a. *Impaired Ability to Conduct Business.* Kebangkrutan menghambat hubungan perusahaan baik dengan konsumen maupun dengan supplier. Peluang penjualan seringkali akan menghilang dengan sendirinya akibat munculnya dugaan atas menurunnya pelayanan perusahaan serta hilangnya kepercayaan.

b. *Agency Costs.* Ketika perusahaan memiliki hutang, maka konflik kepentingan akan muncul antara *stockholders* dan *debtholders*. Baik *stockholders* maupun *debtholders* memiliki kepentingan-kepentingan yang berbeda. Pemegang saham (*stockholders*), pemegang surat hutang (*debtholders*), dan juga manajemen perusahaan masing-masing merupakan pihak yang memiliki kepentingan dan sudut pandang yang berbeda dalam memandang nilai perusahaan (*value of the firm*). *Stockholders* akan senantiasa menginginkan pembagian keuntungan yang lebih besar atas saham mereka, sebaliknya *debtholders* akan senantiasa berusaha menjaga dana yang telah mereka tempatkan dalam perusahaan melalui berbagai kebijakan yang ketat (*strict monitoring policy*). Konflik kepentingan yang timbul antar pihak-pihak dalam perusahaan (*managers, stockholders, debtholders*) dikenal sebagai *agency problems* yang pada akhirnya melahirkan *agency theory*.

Sementara sehubungan dengan *dividend*, Ross mengatakan (2005), *dividend* merupakan pendapatan yang didistribusikan dalam bentuk sejumlah uang tunai. Dalam pengertian yang lebih luas menyebutkan bahwa segala bentuk pembayaran langsung dari perusahaan ke *stockholders* merupakan bagian dari *dividend policy*.

Ada dua jenis bentuk *dividend* yang umum dikenal, yaitu:

1. *Regular cash dividend.* Bentuk *dividend* yang paling umum digunakan oleh perusahaan adalah dalam bentuk uang tunai. *Dividend* merupakan distribusi dari pendapatan perusahaan, sedangkan distribusi dari modal (*capital*) perusahaan dikenal sebagai *liquidating dividend*. Perusahaan publik umumnya membagikan *dividend* empat kali dalam setahun. Kadangkala selain memberikan *regular cash dividend* perusahaan juga

memberikan *extra cash dividend*. Pembayaran *dividend* secara tunai akan mengurangi jumlah kas perusahaan dan jumlah laba ditahan (*retained earnings*) perusahaan yang dicantumkan dalam neraca.

2. *Stock dividend*. Bentuk pembayaran *dividend* lainnya adalah berupa saham (*stock dividend*). Adanya *stock dividend* malah meningkatkan jumlah lembar saham yang beredar, yang dengan demikian akan mengurangi nilai per lembar saham tersebut. *Stock dividend* biasanya diberikan dalam bentuk rasio, misalnya setiap Stockholder akan memperoleh satu lembar saham tambahan untuk tiap 50 lembar saham yang dimilikinya dan berlaku untuk kelipatan. Efek akibat adanya *stock dividend* mirip dengan *stock split*. Ketika perusahaan mengumumkan *stock split* maka jumlah saham yang beredar akan meningkat. Akibat *stock split* setiap lembar saham akan mewakili nilai persentase kepemilikan perusahaan yang semakin kecil dan dengan demikian harga saham tersebut akan jatuh. Baik *stock dividend* maupun *stock split* akan mengakibatkan harga per lembar saham perusahaan turun di pasar.

Pembagian *dividend* dianggap sebagai upaya perusahaan meningkatkan nilai perusahaan dengan cara memaksimalkan kesejahteraan *stockholders*. Walaupun demikian, semakin besar nilai *dividend* yang dibagikan oleh perusahaan maka perusahaan akan dikenai pajak yang lebih tinggi pula. Walaupun demikian, ada beberapa faktor yang dapat mendorong perusahaan untuk tetap memberlakukan *high dividend policy*, yaitu:

1. *Desire for Current Income*

Miller, Modigliani (2004) mengungkapkan adanya individu yang lebih mementingkan aliran kas masuk yang tinggi pada saat ini (*high current cash flow*) dan berpegang pada tingkat keamanan *dividend* yang rendah akan dengan mudah menjual saham miliknya untuk mendapatkan dana tunai segera. Namun, penjualan saham senantiasa diiringi oleh adanya *broker fee* dari biaya transaksi lainnya, dengan memilih untuk menanamkan investasi pada sekuritas yang menawarkan *dividend* tinggi maka *stockholders* dapat terhindar dari biaya-biaya tersebut. Adanya biaya yang timbul ketika seseorang menjual sahamnya akan mendorong sebagian besar individu untuk membeli sekuritas dengan *high dividend policy*.

2. *Behavioral Finance*

Dalam pandangan *behavioral finance*, konsep *self-control* sangat berpengaruh terhadap perilaku *stockholders* atas saham yang dimilikinya. Gambaran paling nyata atas *Self control* tercermin dari investor yang merupakan pensiunan. Misalnya investor pensiunan

tersebut membutuhkan dana sebesar Rp.20.000.000 untuk konsumsi tiap tahunnya, untuk itu Ia dapat membeli saham yang menawarkan dividend yield sebesar Rp. 20.000.000 juta per tahunnya atau membeli saham tanpa dividend dan menjualnya untuk mendapatkan Rp.20.000.000 tiap tahun untuk dana konsumsi. Dilihat dari sudut pandang keuangan, kedua alternatif tersebut sama saja, namun alternatif kedua memiliki kelonggaran lebih besar. Tanpa adanya *self-control* yang cukup tinggi, pensiunan tersebut bisa saja menjual sahamnya lebih banyak dari jumlah uang yang dibutuhkannya sehingga jatah untuk tahun-tahun berikutnya semakin berkurang. Menghindari resiko tersebut akan lebih bijaksana apabila investor memilih untuk menanamkan investasi pada *high dividend security*.

3. *Agency Costs*

Walaupun *stockholders*, *debt holders*, dan manajemen perusahaan dalam satu perusahaan memiliki hubungan yang unik dimana keuntungan untuk satu pihak menimbulkan biaya yang harus ditanggung oleh pihak lainnya. Contohnya adalah potensi konflik antara *debtholders* dan *stockholders*. *debtholders* menginginkan agar *stockholders* meninggalkan kas sebanyak mungkin dalam perusahaan agar kas tersebut dapat digunakan untuk membayar hutang perusahaan kepada *debtholders* terutama pada saat perusahaan tersebut mengalami masalah keuangan (*financial distress*). Sebaliknya, *stockholders* menginginkan kas untuk diri mereka sendiri, *stockholders* senantiasa menunggu pembayaran dividend. Di lain pihak, manajer perusahaan bertindak atas nama kepentingan *stockholders*, rutin membayarkan *dividend* kepada *stockholders* yang pada akhirnya menjauhkan kas dari *debtholders*. Dengan kata lain, *dividend* dapat dipandang sebagai perpindahan kekayaan dari *debtholders* ke tangan *stockholders*. *Debtholders* menyadari adanya potensi keluarnya kekayaan perusahaan ke tangan *stockholders*, maka untuk melindungi kepentingan *debtholders* dalam perjanjian hutang biasanya dicantumkan syarat bahwa perusahaan dapat membayarkan *dividend* hanya apabila pendapatan, *cash flow*, dan *working capital* perusahaan tersebut telah melampaui nilai tertentu. Selain itu, meskipun tampaknya manajer perusahaan selalu bertindak untuk kepentingan *stockholders* sebenarnya manajer dapat juga menghambat peluang peningkatan *dividend*, salah satu cara sederhananya yaitu ketika perusahaan memiliki *free cash flow* yang tinggi manajer tidak bekerja dengan maksimal untuk meningkatkan pendapatan perusahaan. Berdasarkan alasan tersebut maka direksi perusahaan memutuskan untuk membagikan *dividend* sebesar nilai "surplus" pada *cash flow* untuk menurunkan peluang manajemen perusahaan dari menghambur-hamburkan sumber daya yang dimiliki oleh perusahaan.

4. *Information Content*

Satu hal yang dapat dipastikan dari pengaruh dividend terhadap perusahaan adalah bahwa harga saham perusahaan akan langsung naik apabila perusahaan mengumumkan kenaikan dividend dan harga saham akan jatuh apabila perusahaan mengumumkan penurunan dividend.

5. *Dividend Signaling*

Kita telah mengetahui bahwa kebijakan untuk meningkatkan nilai *dividend* yang diambil oleh suatu perusahaan akan mendorong pasar untuk menyimpulkan bahwa perusahaan tersebut telah mengalami peningkatan pendapatan dan aliran kas sehingga harga saham perusahaan yang bersangkutan akan turut meningkat pula. Begitu pula halnya ketika dividend turun maka nilai pasar atas harga saham akan jatuh karena pasar mengangap bahwa dividend turun karena *cash flow* perusahaan buruk. Namun adanya anggapan menimbulkan pertanyaan baru yaitu bisakah manajemen perusahaan meningkatkan nilai dividend mereka untuk menimbulkan anggapan di pasar bahwa *cash flow* perusahaan tersebut mengalami peningkatan walaupun sebenarnya manajemen perusahaan yang bersangkutan telah mengetahui bahwa *cash flow* tidak akan mengalami peningkatan? Ternyata hal tersebut sudah lumrah terjadi dalam pasar. Sebagai contoh misalnya seorang manajer perusahaan bermaksud untuk menjual saham kepemilikan di tempatnya bekerja, agar harga sahamnya naik di pasar maka manajer perusahaan tersebut mengambil kebijakan high-dividend. Namun meningkatkan *dividend* memiliki konsekuensi tersendiri sehingga perusahaan tidak bisa menaikkan dividend tanpa batas karena setiap kali perusahaan meningkatkan *dividend* maka ada cost yang harus ditanggung. Pada saat *cash flow* konstan, *dividend* hanya dapat dinaikkan apabila *capital expenditure* dikurangi, lambat laun pasar akan menyadari bahwa *cash flow* perusahaan tidak meningkat dan bahwa peningkatan dividend didapat dari pemangkasan *capital expenditure*. Begitu pasar menyerap informasi tersebut maka harga saham akan jatuh bahkan lebih rendah dari pada ketika *dividend* belum dinaikkan.

AGENCY THEORY DAN MANAGERIAL OWNERSHIP

Agency relationship merupakan salah satu bentuk interaksi sosial yang paling tua dan paling umum ditemukan dalam kehidupan nyata. Bentuk hubungan agency sangat mudah ditemukan khususnya dalam ruang lingkup bisnis, salah satu contoh elemen dari hubungan agency adalah perjanjian kontrak kerja antara karyawan (*employee*) dengan

pihak yang memperkerjakannya (*employer*) atau dengan pemerintah setempat dimana karyawan tersebut bekerja. Agency theory berangkat dari adanya konflik kepentingan antara manajer perusahaan (*corporate managers*) dengan pemegang saham (*share holders*) dan pemegang obligasi (*bondholders*) dari lingkungan eksternal perusahaan.

Kepemilikan perusahaan (saham) telah terpecah dan terbagi-bagi, investor (*stockholders*) juga umumnya seringkali melakukan diversifikasi portfolio untuk meminimalkan resiko, oleh sebab itulah pengambilan keputusan keuangan dan keputusan lainnya telah didelegasikan kepada manajer perusahaan. Menurut Crutchley dan Hansen (1989), kondisi tersebut telah menimbulkan peluang bagi manajer perusahaan untuk bertindak atas kepentingan mereka sendiri tanpa mengindahkan kepentingan *stockholders* yang dengan demikian akan menimbulkan konflik antara manajer dengan *stockholders*.

Jensen dan Meckling (1976) menyatakan bahwa teori *agency* memandang perusahaan sebagai seperangkat kontrak yang menyangkut faktor-faktor produksi dimana tiap-tiap faktor produksi tersebut dimotivasi oleh kepentingan pribadi. Kepentingan pribadi tersebut dapat berbeda-beda bagi masing-masing pihak, namun untuk dapat menekan *agency cost*, kepentingan manajer perusahaan idealnya sejalan dengan kepentingan para pemegang saham yang bersangkutan.

Pemegang saham (*shareholders*), pemegang surat hutang (*debtholders*), dan manajemen (*managers*) perusahaan masing-masing merupakan pihak yang memiliki kepentingan dan sudut pandang yang berbeda dalam memandang nilai perusahaan (*value of the firm*). *Shareholders* akan senantiasa menginginkan pembagian keuntungan yang lebih besar atas saham mereka, sebaliknya *debtholders* akan senantiasa berusaha menjaga dana yang telah mereka tempatkan dalam perusahaan melalui berbagai kebijakan yang ketat (*strict monitoring policy*).

Pada artikel Basri (2006) disebutkan bahwa industri tekstil Indonesia telah mengalami keterpurukkan tercatat sejak tahun 2001 hingga saat ini sebagai salah satu akibat krisis ekonomi yang berkepanjangan. Krisis ekonomi mengakibatkan pembengkakkan biaya seperti biaya operasional, biaya logistik, dan juga biaya *agency* akibat adanya konflik *agency* dalam perusahaan. Masalah ini masih ditambah dengan pertumbuhan tingkat ekspor tekstil dalam negeri yang mengalami penurunan drastis terutama akibat tekanan dari Cina.

Penerbitan hutang (*leverage*) dianggap relevan karena penggunaan hutang akan menurunkan biaya atas konflik yang muncul dari adanya kepemilikan saham oleh pihak eksternal perusahaan. *Managerial ownership* dan *dividend* juga dianggap relevan karena

keduanya akan menandakan konflik yang terjadi antara *managers* dengan *shareholders* eksternal.

Jensen dan Meckling (1976) dalam penelitiannya menemukan bahwa konflik *agency* timbul karena adanya pemisahan dalam kepemilikan dan kendali atas suatu perusahaan. *Equityholders* eksternal akan senantiasa memantau manajemen perusahaan untuk memastikan pihak manajemen tidak melakukan suatu tindakan dalam perusahaan tersebut atas kepentingan pribadi.

Hingga selanjutnya Jensen dan Meckling (1976) menyimpulkan bahwa proporsi kepemilikan perusahaan (*equity*) oleh manajemen perusahaan itu sendiri (*internal*) sebagai kombinasi atas kepemilikan saham dan surat hutang perusahaan. Oleh pihak eksternal dapat menurunkan biaya akibat adanya konflik *agency* yang ditimbulkan. Hal ini bahwa *managerial ownership* dengan *agency cost* adalah relevan. Maka perlu adanya program untuk mengatasi biaya yang timbul yang cenderung akan meningkat bila terus dibiarkan, program tersebut disebut sebagai *managerial ownership*.

Managerial ownership merupakan salah satu cara yang digunakan untuk membatasi perilaku yang didorong oleh kepentingan pribadi di dalam perusahaan (dari pihak *stockholders* maupun dari pihak *bondholders*) dalam rangka menekan *agency cost*.

Managerial ownership merupakan suatu program pembayaran yang digunakan untuk menurunkan konflik *agency* antara para pemegang saham dan manajer perusahaan. Berbagai penelitian yang dilakukan oleh Murphy (1985), Brickley, Lease dan Smith (1988) serta Jensen dan Murphy (1990) menjelaskan adanya pembagian insentif berupa saham perusahaan kepada manajemen internal perusahaan merupakan langkah yang sangat efektif untuk menyelaraskan kepentingan para pemegang saham dengan manajer perusahaan.

Mahadwartha (2003) dalam penelitiannya, *Predicting of Power Dividend Policy and Leverage Policy to Managerial Ownership in Indonesia: An Agency Theory Perspective* bermaksud untuk menguji bagaimana hubungan dan keefektifan keuangan yang dimiliki perusahaan, baik berupa *dividend policy* maupun *leverage policy*, dalam mempengaruhi *managerial ownership* dalam perusahaan itu sendiri serta apakah *leverage policy* dan *dividend policy* dapat digunakan untuk memprediksikan probabilitas perusahaan mengikuti *managerial ownership* secara akurat.

Penelitian yang dilakukan oleh Mahadwartha tersebut memberikan hasil bahwa kebijakan keuangan (*dividend policy* dan *leverage policy*) yang dimiliki oleh perusahaan memiliki hubungan yang signifikan dengan probabilitas perusahaan untuk bergabung

dengan program *managerial ownership*. *Leverage policy* dan *dividend policy* juga telah terbukti dapat memprediksikan probabilita perusahaan mengikuti *managerial ownership* secara akurat.

Semakin rendah tingkatan dividend perusahaan, maka probabilita perusahaan untuk bergabung dalam program *managerial ownership* akan semakin meningkat dan tetap efektif untuk menurunkan *agency cost equity*.

Hasil pengolahan data dan penelitian oleh Christiawan dan Tarigan (2007:7) membuktikan bahwa hipotesis terdapat perbedaan kebijakan hutang antara perusahaan tanpa kepemilikan manajerial dibanding dengan perusahaan dengan kepemilikan manajerial terbukti. Rata-rata skor variabel kebijakan hutang, perusahaan dengan kepemilikan manajerial dibanding dengan perusahaan tanpa kepemilikan manajerial menguatkan bukti bahwa seorang manajer sekaligus pemegang saham lebih berhati-hati dalam mengambil kebijakan hutang. Manajer tidak ingin perusahaan mengalami kesulitan keuangan atau bahkan kebangkrutan. Kesulitan keuangan atau kebangkrutan usaha akan merugikan ia baik sebagai manajer ataupun sebagai pemegang saham. Maka hal ini dapat dilihat bahwa cara untuk menurunkan resiko ini adalah dengan menurunkan tingkat *debt* yang dimiliki perusahaan. Debt yang tinggi akan meningkatkan resiko kebangkrutan perusahaan, karena perusahaan akan mengalami *financial distress*. Karena itulah maka manajemen akan berusaha menekan jumlah *debt* serendah mungkin.

Demikian juga untuk variabel leverage, semakin rendah tingkat leverage yang dimiliki perusahaan, maka probabilita perusahaan untuk bergabung dalam program *managerial ownership* akan semakin meningkat dan tetap efektif untuk menurunkan *agency cost of equity*.

Penelitian lebih lanjut tentang Hubungan Kebijakan Leverage dengan Kebijakan Dividend Terhadap Manajerial Ownership pada Perusahaan Garment Tahun 2001 – 2005, dengan mengambil data 21 perusahaan garment yang tercatat pada Bursa Efek Jakarta, ditemukan bahwa berdasarkan observasi lima tahun pada perusahaan textile garmen yang terdaftar dalam BEJ, ternyata *dividend policy* lebih berpengaruh secara negatif dan signifikan terhadap *managerial ownership* dibandingkan dengan *leverage policy*.

Secara lebih detail ditemukan bahwa Pengaruh kebijakan hutang perusahaan (*leverage*) terhadap probabilita *managerial ownership* adalah negatif dan signifikan pada tahun 2003 dan 2004 yang ditunjukkan oleh semakin rendah tingkat hutang (*leverage*) yang dimiliki perusahaan akan meningkatkan probabilita perusahaan untuk mengikuti *managerial ownership* perusahaan. Namun pengaruh tersebut tidak berlaku untuk tahun-tahun lainnya. Pada tahun 2005 leverage juga berpengaruh negatif terhadap *managerial*

ownership namun pengaruhnya tidak signifikan. Sedangkan untuk tahun 2001 dan 2002 sebaliknya leverage memiliki pengaruh positif walaupun pengaruh tersebut tidak signifikan.

Sementara pengaruh kebijakan dividend perusahaan terhadap probabilitas *managerial ownership* adalah negatif dan signifikan untuk tahun 2002 hingga 2005 yang ditunjukkan oleh semakin rendah tingkat dividend perusahaan maka akan meningkatkan probabilitas perusahaan untuk mengikuti *managerial ownership* program. Namun pada tahun 2001 meskipun dividend juga berpengaruh negatif terhadap *managerial ownership* tetapi pengaruhnya tidak signifikan.

KESIMPULAN

Perbedaan karakteristik antara obligasi dan saham pada akhirnya akan menimbulkan kepentingan-kepentingan yang berbeda baik bagi *stockholders* maupun *debtholders*. Konflik kepentingan yang timbul antar pihak-pihak dalam perusahaan (*managers, stockholder, debtholders*, dikenal sebagai *agency problems* yang pada akhirnya melahirkan *agency theory*.

Hasil penelitian dari Jensen dan Meckling yang menunjukkan bahwa proporsi kepemilikan perusahaan (*equity*) oleh manajemen perusahaan itu sendiri (*internal*) sebagai kombinasi atas kepemilikan saham dan surat hutang perusahaan oleh pihak eksternal dapat menurunkan biaya yang timbul akibat adanya *conflict agency* program tersebut disebut juga sebagai *managerial ownership*.

Penelitian yang telah dilakukan oleh Mahadwartha (2003), mengenai hubungan dari kebijakan keuangan yang dimiliki perusahaan, berupa *dividend policy* maupun *leverage policy*, dalam mempengaruhi *managerial ownership* dalam perusahaan yang berlaku secara umum di Indonesia. Diungkapkan bahwa *dividend policy* dan *leverage policy* mempengaruhi *managerial ownership* secara negatif dan signifikan. *leverage* dan *dividend* dapat digunakan untuk memprediksikan probabilitas perusahaan untuk bergabung dalam *managerial ownership program* berdasarkan perhitungan model logit.

Sementara keadaan dari 21 perusahaan textile yang tercatat pada Bursa Efek Jakarta, memberikan hasil yang sedikit berbeda dimana pengaruh kebijakan keuangan perusahaan terhadap *managerial ownership* mengalami fluktuasi pada tiap tahunnya, hal ini disebabkan kondisi industri tekstil Indonesia yang pada saat penelitian dilakukan adalah kurang baik.

Jenny Sihombing SE., MBA.
adalah dosen tetap pada Fakultas Ekonomi,
Universitas Advent Indonesia

KEPUSTAKAAN

- Basri, Muhammad Chatib. Tekanan pada Industri Tekstil,
<http://www.freelists.org/archives/ppi/02-2006/msg00519.html>
- Brickley, J.A., R.C. Lease dan C.W. Smith, 1988, *Ownership Structure and Voting On Antitakeover Amendments*, *Journal of Financial Economics*.
- Brigham F. Eugene, Houston F. Joel (1999), *Manajemen Keuangan*, dialih bahasakan oleh: Suharto Dodo dan Wibowo Herman, Penerbit Erlangga, Jakarta.
- Chistiawan Yulius Jogi dan Tarigan Josua (2007), *Jurnal Ekonomi Akuntansi, Kepemilikan Manajerial: Kebijakan Hutang, Kinerja dan Nilai Perusahaan*, Universitas Kristen Surabaya.
- Crutchley, C.E., dan R.S Hansen, 1989. *A Test of The Agency Theory of Managerial Ownership, Corporate Leverage, and Corporate Dividends*, *Financial Management*.
- Jensen, G.R., D.P Solberg dan T.S Zorn, 1992. *Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt, and Dividend Policies*, *Journal of Financial and Quantitative Analisis*.
- Liem Pei Fun (2006), *Downward Sloping Demand Curves for Stock and Leverage*, *Jurnal Ekonomi Manajemen*, Fakultas Ekonomi, Universitas Kristen Petra.
- Mahadwartha, P.A., 2003. *Predictability Power of Dividend Policy and Leverage Policy to Managerial Ownership in Indonesia : An Agency Theory Perspective*, *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*.
- Soliha, Euis, Taswan, September 2002, *Pengaruh Kebijakan Hutang terhadap Nilai Perusahaan serta Beberapa Faktor yang Mempengaruhinya*, *Jurnal Bisnis dan Ekonomi*, STIE STIKUBANK, Semarang.
- Ross, Stephen A., 2005. *Corporate Finance*, Seventh Edition, Irwin McGraw Hill.
- Tambunan, Andy Porman, 2007, *Menilai Harga Wajar Saham*, Elex Media Computindo, kelompok Gramedia, Jakarta