

BAB I

PENDAHULUAN

A. Latar Belakang Masalah

Tujuan utama perusahaan adalah meningkatkan nilai perusahaan melalui peningkatan kemakmuran pemilik atau para pemegang saham (Brigham, 1996). Akan tetapi, di dalam perusahaan terdapat beberapa pihak yang memiliki kepentingan yang berbeda atas nilai perusahaan. Pihak – pihak tersebut yaitu pemegang saham, pemberi utang, dan manajer. Penyatuan kepentingan semua pihak tersebut seringkali menimbulkan masalah – masalah yang dalam bidang keuangan dibahas melalui *agency theory*. Pemegang saham ingin imbal hasil yang sesuai dengan risiko yang ditanggungnya sesuai dengan biaya yang dikeluarkannya. Imbal hasil atas dana yang dipinjamkan yang sesuai kesepakatan dan risiko serta pengembalian yang tepat waktu juga diinginkan oleh kreditor. Untuk itu, manajemen diharapkan dapat membuat kebijakan keuangan yang menguntungkan kedua belah pihak. Bila keputusan manajemen merugikan bagi pemegang saham dan kreditor maka akan terjadi masalah keagenan (Ismiyanti dan Hanafi, 2003).

Menurut teori keagenan Jensen dan Meekling (1976) menyatakan bahwa konflik keagenan disebabkan antara lain oleh pembuatan keputusan aktivitas

pencarian dana (*financing decision*) dan pembuatan keputusan bagaimana dana tersebut diinvestasikan. Selain itu dari perspektif teori agensi laba sangat rentan terhadap adanya manipulasi oleh manajemen (Sanjaya 2004; Sulistyanto, 2004). Penyebab konflik antara pemegang saham dengan pihak manajemen diantaranya adalah pembuatan keputusan yang berkaitan dengan aktivitas pencarian dana dan keputusan investasi yang dipilih untuk dana yang telah diperoleh tersebut.

Konflik antara manajemen dan pemegang saham mengenai kebijakan dividen telah diteliti oleh beberapa peneliti. Dewenter dan Warter (1998) dalam penelitian Nuringsih (2005) meneliti tentang konflik antara manajemen dan pemegang saham mengenai kebijakan dividen untuk perusahaan di Amerika Serikat dan Jepang. Aivazian, *et al.* (2000) dalam Nuringsih (2005) menyatakan bahwa kerangka keagenan menunjukkan adanya konflik antara manajemen dan pemegang saham atas pembagian dividen. Pembagian dividen yang tinggi disamping mengurangi dampak dari sikap *oportunistik* manajemen, juga memungkinkan masuknya utang yang kurang disukai oleh manajemen. Sponholtz (2005) menyatakan bahwa dividen dapat dijadikan alat untuk meminimalkan jumlah aliran kas bebas (*free cash flow*) untuk manajemen. Deloof, *et al.* (2006) dalam Kartika (2005) menyatakan bahwa dividen memainkan peranan sentral dalam konflik keagenan antara manajemen dan pemegang saham karena dividen dapat mengurangi jumlah kas yang ada di perusahaan dan memberikan garansi terhadap pembayaran kas kepada semua pemegang saham. Porta, *et al.* (1999) dalam Nuringsih (2005) menyatakan bahwa dividen memegang peranan menyangkut masalah keagenan

antara manajemen dan pemegang saham. Dengan membayar dividen berarti terdapat perpindahan dana dari perusahaan ke pemegang saham dan karenanya dana tersebut sudah tidak dapat dimanfaatkan lagi bagi pengembangan perusahaan.

Kebijakan dividen suatu perusahaan akan mengakibatkan pihak – pihak yang berkepentingan saling bertentangan (*agency problem*), yaitu kepentingan pemegang saham dengan dividennya, kepentingan perusahaan dengan *retained earnings*, disamping itu juga kepentingan *bondholder* yang dapat mempengaruhi besarnya dividen kas yang dibayarkan. Dividen yang dibayarkan kepada pemegang saham tergantung pada kebijakan masing – masing perusahaan, sehingga memerlukan pertimbangan yang lebih serius oleh manajemen perusahaan.

Pihak pemilik dapat membatasi divergensi kepentingannya dengan memberikan tingkat insentif yang layak kepada manajer dan harus bersedia mengeluarkan biaya pengawasan. Akibat dari munculnya mekanisme pengawasan tersebut menyebabkan timbulnya suatu kos yang disebut *agency cost*. Ada beberapa alternatif untuk mengurangi *agency cost* tersebut yaitu: pertama meningkatkan kepemilikan saham perusahaan oleh manajemen (Jensen dan Meckling, 1976). Penelitian mereka menyatakan bahwa proporsi kepemilikan saham yang dikontrol oleh manajer dapat mempengaruhi kebijakan – kebijakan perusahaan. Selain itu, kepemilikan manajerial akan menyejajarkan kepentingan manajemen dan pemegang saham, sehingga manajer akan merasakan langsung manfaat dari keputusan yang diambil dengan benar dan akan merasakan kerugian

sebagai konsekuensi dari pengambilan keputusan yang salah. Kedua, meningkatkan *dividend payout ratio* (Easterbrook, 1989; Cruthley dan Hansen, 1989 dalam Wahidahwati (2002)). Penelitian mereka menyatakan bahwa pembayaran dividen akan mempengaruhi kebijakan pendanaan karena dengan pembayaran dividen akan mengurangi *cash flow* perusahaan. Hal tersebut mengakibatkan perusahaan akan mencari alternatif sumber pendanaan yang relevan untuk memenuhi kebutuhan operasinya. Ketiga, meningkatkan pendanaan dengan utang. Penurunan utang akan menurunkan besarnya konflik antara pemegang saham dengan manajemen. Disamping itu, utang akan menurunkan *excess cash flow* yang ada dalam perusahaan, sehingga akan menurunkan kemungkinan pemborosan yang dilakukan oleh manajemen. Keempat, Investor institusional sebagai pihak yang memonitor agen. Hal ini disebabkan karena kepemilikan mewakili sumber kekuasaan yang dapat digunakan untuk mendukung atau sebaliknya terhadap keberadaan manajemen. Jadi dengan adanya investor institusional seperti perusahaan asuransi, bank, perusahaan investasi dan kepemilikan oleh institusi lain akan mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja manajemen.

Penelitian mengenai faktor – faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen telah banyak dilakukan baik di luar negeri maupun di dalam negeri, terutama dikaitkan dengan masalah keagenan. Chen dan Steiner (1999) dalam Wahidahwati (2002) melakukan pengujian secara simultan nonlinear antara kepemilikan manajerial, kebijakan utang, kebijakan dividen dan *risk taking* dengan

menggunakan metode analisis *two stage least square* (2SLS) pada perusahaan yang tercatat di *New York Stock Exchange* dari berbagai sektor. Kepemilikan manajerial berpengaruh positif dan signifikan terhadap risiko secara nonlinear, peningkatan risiko menyebabkan manajer meningkatkan kepemilikan sahamnya, tetapi saat risiko berada pada tingkat tertentu maka manajer yang mempunyai sifat *risk averse* cenderung akan menurunkan tingkat kepemilikan sahamnya. Pengambilan risiko (*risk taking*) berpengaruh positif dan signifikan terhadap kepemilikan manajerial. Hal ini mengidentifikasi bahwa kepemilikan manajerial dapat mengurangi konflik antara manajemen dan pemegang saham luar, tetapi memperburuk hubungan dengan *debtholder* dan *shareholder*. Kepemilikan manajerial mempunyai pengaruh negatif dan multikolinieritas terhadap utang dan dividen. Hasil ini mengidentifikasi bahwa utang dan dividen sebagai *monitoring agent* yang dapat mengurangi *agency cost*. Pola hubungan antara *managerial ownership* dengan dividen membentuk pola non linier dan bukannya linear seperti yang dilakukan Chen dan Steiner (1999) dalam Wahidahwati (2002), sebelumnya telah dikembangkan juga oleh Moh'd *et al.* (1995) dalam Wahidahwati (2002).

Moh'd *et al.* (1998) dalam Hartono (2009) menyatakan bahwa kepemilikan institusional dapat mengurangi biaya keagenan. Kepemilikan institusional yaitu kepemilikan saham oleh perusahaan asuransi, bank, perusahaan investasi, dan kepemilikan institusi lain yang mewakili suatu sumber kekuasaan yang dapat digunakan untuk mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja manajemen. Mahadwartha (2002) menyatakan bahwa dividen

mempengaruhi *leverage* secara positif dan signifikan. Baskin (1989), Allen (1993) dan Tong dan Green (2004) dalam Siregar (2005) menemukan bahwa dividen berpengaruh positif dan signifikan terhadap *leverage* keuangan. Pengaruh positif ini terjadi karena pembayaran dividen menyebabkan dana internal berkurang, sehingga perusahaan memutuskan untuk mendapatkan dana tambahan untuk investasi yang berasal dari utang. Baksin (1989) dan Allen (1993) dalam Siregar (2005) juga menemukan bahwa investasi berpengaruh positif dan signifikan terhadap *leverage* keuangan. Pengaruh positif dan signifikan ini terjadi karena keputusan melakukan investasi menyebabkan perusahaan dituntut memperoleh dana eksternal apabila dana internal tidak mencukupi.

Penelitian mengenai pengaruh struktur kepemilikan saham dengan struktur modal perusahaan telah dilakukan oleh banyak penelitian, misalnya, Kim dan Sorensan (1986), Agrawal dan Mendelker (1987) dan Mehran (1992) dalam Wahidahwati (2002) menemukan pengaruh positif dan signifikan kepemilikan manajer terhadap *debt ratio* perusahaan, sedangkan Freed dan Hasbrouk dalam Mahadwarta (2002) menemukan pengaruh negatif dan signifikan persentase saham yang dipegang oleh manajer terhadap *debt ratio* perusahaan. Mahadwartha (2002) menemukan pengaruh negatif dan signifikan kebijakan *leverage* terhadap kepemilikan saham oleh manajer. Jansen, Solberg, dan Zorn (1992) dalam Mahadwarta (2002) menemukan bahwa kebijakan dividen dan kebijakan *leverage* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap struktur kepemilikan perusahaan, sedangkan menurut Mahadwartha (2002) kebijakan dividen dan kebijakan

leverage berpengaruh positif dan signifikan terhadap kepemilikan manajerial. Kumar (2003) menjelaskan keterkaitan antara struktur kepemilikan dan *dividend payout* di India. Dalam penelitiannya, dijelaskan bahwa struktur kepemilikan manajerial berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan *dividend payout*. *Corporate ownership* dan *directors ownership* berpengaruh positif dan signifikan terhadap *dividend payout* secara simultan. Namun secara terpisah, *directors ownership* memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap *dividend payout*. Kebijakan utang berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan dividen, sedangkan peluang investasi di masa lalu berpengaruh positif dan signifikan terhadap dividen.

Di Indonesia, kepemilikan manajerial, kebijakan dividen dan kebijakan utang telah memperoleh perhatian para peneliti, sehingga terdapat beberapa peneliti yang melakukan kajian mengenai pengaruh satu sama lain, terutama yang menggunakan kebijakan dividen sebagai variabel terikat. Fauzan (2002) dalam penelitiannya yang berjudul Pengaruh Biaya Keagenan, Risiko Pasar dan Kesempatan Investasi, hanya menemukan satu variabel yang berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen. Variabel tersebut adalah risiko pasar yang diproksikan dengan *beta*. Biaya keagenan yang diproksikan dengan kepemilikan institusional dan kesempatan investasi yang diproksikan dengan *Market to Book Value of Equity* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan dividen yang dibuat perusahaan. Hal ini menunjukkan perusahaan publik pada tahun 1996 tepatnya sebelum krisis moneter di mana penelitian ini dilakukan, belum

mempertimbangkan kesempatan investasi dan biaya keagenan dalam pembuatan kebijakan. Penelitian Fauzan (2002) yang menyimpulkan bahwa *dividend payout* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kesempatan investasi.

Nuringsih (2005) menganalisis pengaruh kepemilikan manajerial, kebijakan utang, ROA, dan ukuran perusahaan terhadap kebijakan dividen pada perusahaan manufaktur yang terdaftar dalam *Indonesian Capital Market Directory* tahun 1995 – 1996. Berdasarkan pengujian hasil regresi diketahui bahwa terjadi pengaruh positif dan signifikan *managerial ownership* terhadap kebijakan dividen. Hasil ini menunjukkan bahwa semakin besar keterlibatan manajer dalam *managerial ownership* menyebabkan aset tidak terdiversifikasi secara optimal sehingga menginginkan dividen yang semakin besar. Pengaruh positif dan signifikan juga ditunjukkan pada ukuran perusahaan terhadap kebijakan dividen, sedangkan untuk ROA dan utang berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan dividen.

Beberapa penelitian terdahulu yang telah diuraikan di atas menunjukkan hasil yang tidak konsisten. Penelitian ini ingin mengkaji lebih lanjut mengenai pengaruh investasi, kepemilikan manajerial, kebijakan utang dan *leverage* operasi terhadap kebijakan dividen. Dalam penelitian ini akan dikaji ulang, sehingga apa yang menjadi hasil penelitian nantinya akan mempertegas dan memperkuat teori yang ada.

Berdasarkan uraian di atas maka penulis ingin melakukan penelitian mengenai: **“PENGARUH INVESTASI, KEPEMILIKAN MANAJERIAL,**

KEBIJAKAN UTANG DAN *LEVERAGE* OPERASI TERHADAP KEBIJAKAN DIVIDEN”.

B. Identifikasi Masalah

Berdasarkan latar belakang masalah yang telah diuraikan di atas, maka permasalahan dalam penelitian ini dapat diidentifikasi sebagai berikut:

1. Keputusan strategi manajemen keuangan yang tak dapat diabaikan yaitu masalah bagaimana pihak manajemen mengambil kebijakan dividen terhadap keputusan untuk investasi, kepemilikan manajemen, kebijakan utang dan *leverage* operasi.
2. Adanya kesulitan investor dalam mendapatkan informasi yang tepat mengenai kebijakan dividen untuk memilih investasi.
3. Adanya kesulitan perusahaan dalam menentukan kebijakan dividen yang akan mengakibatkan pihak – pihak yang berkepentingan saling bertentangan (*Agency Problem*).
4. Terjadinya konflik antara pihak manajemen dan investor yang timbul ketika pihak – pihak tersebut saling berusaha untuk mempertahankan tingkat kesejahteraan dan kemakmuran yang diinginkan.
5. *Agency problem* yang terjadi pada manajemen dengan pemegang saham mengalami penambahan biaya pengawasan *agency cost* yang mengurangi dana internal perusahaan.

6. Masih ada hasil penelitian – penelitian terdahulu yang hasilnya tidak konsisten tentang faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen dalam perusahaan.

C. Pembatasan Masalah

Permasalahan pada identifikasi masalah tersebut tidak akan dibahas secara keseluruhan karena berbagai keterbatasan dan menghindari meluasnya permasalahan dalam penelitian ini, maka masalah yang akan dikaji dalam penelitian ini dibatasi pengaruh investasi, kepemilikan manajerial, kebijakan utang dan *leverage* operasi terhadap kebijakan dividen.

D. Perumusan Masalah

Berdasarkan pembatasan masalah yang telah diuraikan di atas, pokok permasalahannya dapat dirumuskan sebagai berikut :

1. Bagaimana pengaruh investasi terhadap kebijakan dividen?
2. Bagaimana pengaruh kepemilikan manajerial terhadap kebijakan dividen?
3. Bagaimana pengaruh kebijakan utang terhadap kebijakan dividen?
4. Bagaimana pengaruh *leverage* operasi terhadap kebijakan dividen?
5. Bagaimana pengaruh investasi, kepemilikan manajerial, kebijakan utang dan *leverage* operasi secara simultan terhadap kebijakan dividen?

E. Tujuan Penelitian

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh investasi, kepemilikan manajerial, kebijakan utang dan *leverage* operasi secara parsial maupun simultan terhadap kebijakan dividen.

F. Manfaat Penelitian

Hasil penelitian ini diharapkan akan dapat memberikan manfaat sebagai berikut:

1. Investor

Penelitian ini diharapkan dapat memberikan kontribusi pemikiran kepada para praktisi, seperti investor atau calon investor. Khususnya, hasil penelitian ini diharapkan dapat berguna sebagai bahan pertimbangan untuk membuat keputusan investasi dan juga sebagai bahan pertimbangan apakah kehadiran para investor selama ini cukup efektif dalam melakukan monitoring terhadap pihak manajemen. Hasil penelitian ini mampu memberikan kepada investor terkait dengan faktor – faktor yang dipertimbangkan oleh perusahaan dalam menentukan kebijakan dividen yang akan mempengaruhi kemakmuran para pemegang saham.

2. Perusahaan

Hasil penelitian ini diharapkan dapat memberikan kontribusi kepada manajer mengenai pengaruh investasi, kepemilikan manajerial, kebijakan utang dan *leverage* operasi terhadap kebijakan dividen.

3. Akademisi

Penelitian ini dapat menambah literatur mengenai faktor yang mempengaruhi sebuah perusahaan melakukan praktik kebijakan dividen. Diharapkan juga dapat mendorong munculnya penelitian lebih lanjut di masa yang akan datang untuk dapat mengetahui lebih mendalam tentang adanya praktik kebijakan dividen pada perusahaan.