

**Analisis Hubungan Simultan Antara Kepemilikan
Manajerial, Risiko, Kebijakan Hutang dan Kebijakan
Dividen dalam Masalah Agensi**

SKRIPSI

**Ditulis dan diajukan untuk memenuhi syarat ujian akhir guna
memperoleh gelar Sarjana Strata-1 di Program Studi
Manajemen, Fakultas Ekonomi, Universitas Islam Indonesia**



ditulis oleh

**Nama : Atik Ringayati
Nomor Mahasiswa : 03311198
Program Studi : Manajemen
Bidang Konsentrasi : Keuangan**

**UNIVERSITAS ISLAM INDONESIA
FAKULTAS EKONOMI
YOGYAKARTA
2006**

PERNYATAAN BEBAS PLAGIARISME

" Dengan ini saya menyatakan bahwa dalam skripsi ini tidak terdapat karya yang pernah diajukan orang lain untuk memperoleh gelar kesarjanaan di suatu perguruan tinggi, dan sepanjang pengetahuan saya juga tidak terdapat karya atau pendapat yang pernah ditulis atau diterbitkan orang lain, kecuali yang secara tertulis diacu dalam naskah ini dan disebutkan dalam referensi. apabila dikemudian hari terbukti bahwa pernyataan ini tidak benar, saya sanggup menerima hukuman/sanksi apapun sesuai peraturan yang berlaku"

Yogyakarta, Oktober 2006

Penulis

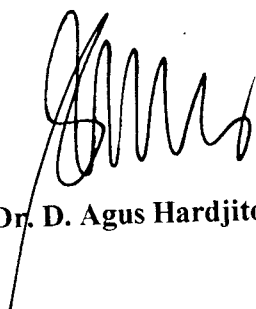
Atik Ringayati

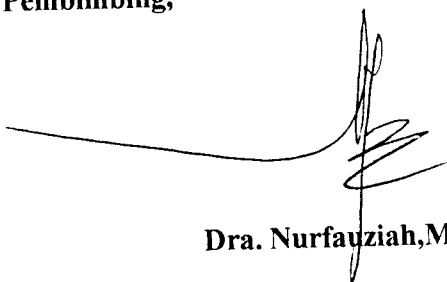
**Analisis Hubungan Simultan Antara Kepemilikan
Manajerial, Risiko, Kebijakan Hutang dan Kebijakan
Dividen dalam Masalah Agensi**

oleh

Nama : Atik Ringayati
Nomor Mahasiswa : 03311198
Program Studi : Manajemen
Bidang Konsentrasi : Keuangan

Yogyakarta,
Telah disetujui dan disahkan oleh
Dosen Pembimbing,


Dr. D. Agus Hardjito, M.Si.


Dra. Nurfauziah, MM.

BERITA ACARA UJIAN SKRIPSI

SKRIPSI BERJUDUL

**Analisis Hubungan Simultan Antara Kepemilikan Manajerial, Risiko,
Kebijakan Hutang dan Kebijakan Dividen dalam Masalah Agensi**

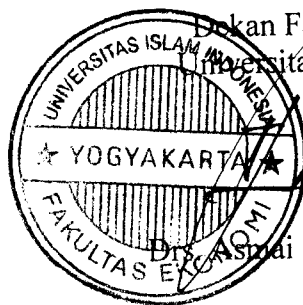
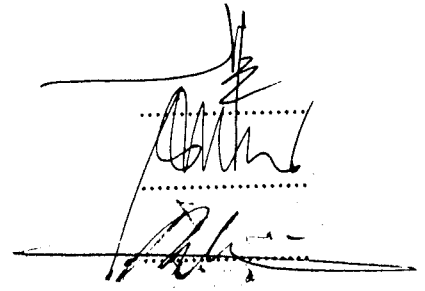
Disusun Oleh : **ATIK RINGAYATI**
Nomor mahasiswa : 03311198

Telah dipertahankan di depan Tim Penguji dan dinyatakan **LULUS**
Pada Tanggal : 17 November 2006

Penguji/Pemb. Skripsi I : Dra. Nurfauziah, MM

Penguji/Pemb. Skripsi II : Dr. D. Agus Hardjito, M.Si

Penguji : Dr. Zainal Arifin, M.Si



Mengatahui

Dekan Fakultas Ekonomi
Universitas Islam Indonesia

Dr. Asmi Ishak, M. Bus, Ph. D

ABSTRAK

Dalam sebuah perusahaan *go public* sering terjadi konflik antara pemegang saham dengan manajer, dimana manajer bertindak sebagai fungsi pengelolaan dan pemegang saham sebagai fungsi kepemilikan. Penyebab konflik tersebut berkaitan dengan perbedaan kepentingan antara manajer dengan pemegang saham. Pemegang saham tentu menginginkan manajer bekerja dengan tujuan memaksimalkan kemakmuran pemegang saham. Sebaliknya, manajer perusahaan bisa saja bertindak tidak untuk memaksimalkan kemakmuran pemegang saham tetapi memaksimalkan kemakmuran mereka sendiri. Penelitian ini menguji hubungan simultan antara kepemilikan manajerial, risiko, hutang dan dividen. Sampel penelitian sebanyak 69 perusahaan, diambil dengan metode *purposive sampling* yaitu hanya perusahaan yang memiliki kepemilikan manajerial yang masuk sebagai sampel. Untuk mencapai tujuan yang diinginkan, penelitian ini menggunakan metode *two stage least square* (metode kuadrat terkecil dua tingkat, 2SLS). Hasil penelitian menunjukkan adanya hubungan yang konsisten antar variabelnya yaitu hubungan negatif antara kepemilikan manajerial dengan risiko, hutang. Hubungan positif antara kepemilikan manajerial dengan dividen, hubungan negatif antara risiko dengan hutang dan dividen, serta hubungan negatif antara dividen dengan hutang.

Kata kunci : *hubungan simultan, kepemilikan manajerial, risiko, kebijakan hutang dan kebijakan dividen masalah agensi, two stage least square.*

KATA PENGANTAR

Puji dan syukur kehadiran Allah SWT, atas rahmat, hidayah dan karunia-Nya, sehingga penulis dapat menyelesaikan skripsi dengan judul “ **Analisis Hubungan Simultan Antara Kepemilikan Manajerial, Risiko, Kebijakan Hutang dan Kebijakan Dividen dalam Masalah Agensi**”. Penulis menyadari bahwa dalam penyusunan skripsi ini tidak lepas dari bimbingan Allah SWT dan juga peran dari banyak pihak. Pada kesempatan ini penulis ingin mengucapkan rasa terima kasih yang sebesar-besarnya kepada :

1. Bapak Prof. Dr. H. Edi Suandi H selaku rektor Universitas Islam Indonesia
2. Bapak Drs. H. Asma'i Ishak, M.Bus.,Ph.D. selaku Dekan Fakultas Ekonomi atas izin menyusun skripsi ini
3. Bapak Drs. H. D. Agus Hardjito, M.Si. dan Ibu Dra. Nurfauziah, MM. selaku dosen pembimbing skripsi I dan II atas kesempatan, bantuan dan bimbingan yang diberikan.
4. Kedua orang tuaku yang selalu ada di hatiku, atas doa, nasehat dan dukungan baik moril maupun materiil.
5. Adek : Ida , atas motivasi, kritik dan sarannya.
6. Kakak : Penky yang selalu setia menemaniku, memperhatikanku, maaf kalau selama ini aku terlalu egois.
7. Rida, Nina, Dina, Putri, atas semua bantuan dan supportnya

8. Tia ma Sendi, atas semua bantuannya dan kebersamaannya selama menyusun skripsi ini dan sory kalau selama ini aku yang sering ngrepotin.
9. Nungki yang selalu jadi teman terbaik.
10. Om Labib atas semua nasehatnya, maaf kalau aku sering merepotkan.
11. Temen-temen manajemen angkatan 2003, atas kebersamaannya selama ini.
12. Serta semua pihak yang telah membantu terselesaikannya skripsi ini.

Penulis menyadari skripsi ini masih dirasakan belum sempurna, untuk itu penulis memohon kritik dan saran untuk perbaikan dikemudian hari. Pada akhirnya penulis mengharapkan semoga skripsi ini dapat berguna bagi semua pihak yang membacanya.

DAFTAR ISI

Halaman Judul -----	i
Halaman Sampul Depan Skripsi -----	ii
Halaman Judul Skripsi-----	iii
Halaman Bebas Plagiarisme -----	iv
Halaman Pengesahan Skripsi-----	v
Halaman Pengesahan Ujian Skripsi-----	vi
Halaman Motto -----	vii
Abstrak -----	viii
Kata Pengantar -----	ix
Daftar Isi -----	xi
Daftar Tabel -----	xiii
Daftar Lampiran-----	xiv
Bab I PENDAHULUAN-----	1
1.1 Latar Belakang -----	1
1.2 Rumusan Masalah -----	7
1.3 Batasan Masalah -----	7
1.4 Tujuan Penelitian -----	8
1.5 Manfaat Penelitian-----	8
Bab II KAJIAN PUSTAKA-----	9
2.1 Penelitian Terdahulu -----	9

2.2	Landasan Teori -----	12
2.3	Pengajuan Hipotesis-----	16
2.4	Model Empiris -----	22
Bab III METODOLOGI PENELITIAN -----		26
3.1	Variabel Penelitian -----	26
3.2	Definisi Operasional Variabel -----	27
3.3	Data dan Pengumpulan Data -----	29
3.4	Populasi dan Sampel -----	29
3.5	Teknik Analisis- -----	29
Bab IV ANALISIS DAN PEMBAHASAN -----		33
4.1	Deskripsi Statistik Data -----	33
4.2	Hasil Penelitian -----	35
Bab V PENUTUP -----		52
5.1	Kesimpulan -----	52
5.2	Saran-----	58
Daftar Pustaka -----		59
Lampiran -----		62

**Analisis Hubungan Simultan Antara Kepemilikan
Manajerial, Risiko, Kebijakan Hutang dan Kebijakan
Dividen dalam Masalah Agensi**

SKRIPSI



ditulis oleh

**Nama : Atik Ringayati
Nomor Mahasiswa : 03311198
Program Studi : Manajemen
Bidang Konsentrasi : Keuangan**

**UNIVERSITAS ISLAM INDONESIA
FAKULTAS EKONOMI
YOGYAKARTA
2006**

HALAMAN MOTTO

- Bacalah dengan (menyebut) nama Tuhanmu Yang Maha Menciptakan (Q.S Al- Alaq : 1).
- Sesungguhnya sesudah kesulitan itu ada kemudahan. Sesungguhnya sesudah kemudahan itu ada kesulitan (Q.S Alam- Nasyrh : 5-6).

DAFTAR TABEL

Tabel	Halaman
4.1 Deskriptif Data -----	33
4.2 Hasil Analisis -----	35

DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran	Halaman
I Daftar Sampel -----	62
II Rata-rata Data Awal Belum Diolah -----	64
III Rata-rata Variabel -----	70
IV Hasil Analisis Two Stage Least Square -----	76

BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang

Tujuan utama perusahaan adalah untuk menaikkan nilai perusahaan dengan cara memaksimalkan kemakmuran pemegang saham. Karena itu diharapkan manajer yang diangkat oleh pemegang saham bertindak atas kepentingan pemegang saham. Hubungan keagenan terjadi ketika para pemegang saham (prinsipal) menyerahkan pembuatan keputusan finansial dan keputusan-keputusan yang lain kepada para manajer (agen). Masalah keagenan antara pemegang saham dengan manajer potensial terjadi apabila pemegang saham tidak memiliki saham mayoritas perusahaan. Pemegang saham tentu menginginkan manajer bekerja dengan tujuan memaksimalkan kemakmuran pemegang saham. Sebaliknya, manajer perusahaan bisa saja bertindak tidak untuk memaksimalkan kemakmuran pemegang saham tetapi memaksimalkan kemakmuran mereka sendiri. Perbedaan kepentingan antara agen dengan prinsipal tersebut menimbulkan konflik yaitu konflik agensi. Dalam kaitannya dengan hubungan prinsipal dan agen, prinsipal akan membatasi atau memperkecil perbedaan kepentingannya dengan cara melakukan *monitoring* agar agen melaksanakan pekerjaan sesuai dengan kontrak yang disepakati. Biaya yang terjadi yang berkaitan dengan monitoring agen ini dinamakan *monitoring cost*. Sebaliknya untuk memaksimalkan kepuasan, agen mengeluarkan *bonding cost* untuk

memberi jaminan bahwa agen tidak akan melakukan tindakan yang membahayakan (berlawanan dengan) kepentingan prinsipal atau untuk menjamin bahwa prinsipal akan memberi kompensasi jika agen melaksanakan sesuai dengan kontraknya. Penelitian terdahulu menjelaskan mengenai masalah keagenan potensial dapat terjadi apabila manajer mempunyai proporsi kepemilikan atas saham perusahaan kurang dari 100 % sehingga manajer akan bertindak untuk mengejar kepentingan pribadinya dan bukan untuk memaksimalkan nilai dalam pengambilan keputusan pendanaan (Jensen dan Meckling, 1976).

Menurut Wahidahwati (2002) berbagai alternatif untuk mengurangi biaya keagenan tersebut antara lain :

1. Meningkatkan kepemilikan saham perusahaan oleh manajemen

Peningkatan kepemilikan saham perusahaan oleh manajemen akan mensejajarkan kepentingan manajemen dengan pemegang saham dan juga proporsi kepemilikan saham oleh manajer dapat mempengaruhi kebijakan perusahaan sehingga manajer dapat merasakan langsung manfaat dari keputusan yang diambil dengan benar dan akan merasakan kerugian sebagai konsekuensi keputusan yang salah.

2. Meningkatkan *dividend payout ratio*

Pembayaran dividen akan mempengaruhi kebijakan pendanaan karena dengan pembayaran dividen dapat mengurangi *cash flow* perusahaan akibatnya

perusahaan dalam memenuhi kebutuhan operasinya akan mencari alternatif sumber pendanaan yang relevan.

3. Meningkatkan pendanaan dengan hutang

Peningkatan hutang akan menurunkan besarnya konflik antara pemegang saham dengan manajemen. Disamping itu hutang akan menurunkan *excess cash flow* pada perusahaan sehingga dapat menurunkan kemungkinan pemborosan yang dilakukan oleh manajemen.

4. Investor institusi sebagai pihak yang memonitor agen

Distribusi saham antara pemegang saham dari luar seperti investor institusi dapat mengurangi *agency cost* yang disebabkan karena kepemilikan mewakili sumber kekuasaan yang dapat digunakan untuk mendukung atau sebaliknya terhadap keberadaan manajemen. Jadi, dengan adanya investor institusi akan mendorong pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja manajemen.

Kepemilikan manajerial merupakan suatu kekuatan pemantauan internal yang penting dan telah diargumenkan sebagai sebuah fungsi dari risiko serta sebagai determinan risiko. Menurut penelitian Demzet dan Lehn (1985) bahwa hubungan kausal positif dari risiko terhadap kepemilikan manajerial dikarenakan meningkatnya nilai dari alat pemantau internal ini untuk memecahkan konflik agensi. Sementara Amihud dan Lev (1981) menemukan bukti dari hubungan penyebab kebalikannya antara kepemilikan manajerial terhadap risiko.

Risiko merupakan salah satu faktor yang mempengaruhi kepemilikan manajerial. Karena dengan peningkatan nilai kepemilikan manajerial, risiko menjadi sebuah mekanisme pemantauan internal. Sehingga pada level risiko yang lebih tinggi, maka suatu keengganan terhadap risiko dapat mendominasi. Risiko yang lebih tinggi tersebut sebagaimana dinyatakan oleh Ravid (1988) menyebabkan menurunnya tingkat utang dan sebagaimana dinyatakan oleh Vankatesh (1989) menyebabkan menurunnya keinginan perusahaan untuk mengeluarkan uang melalui pembayaran dividen.

Hutang merupakan mekanisme penting yang digunakan untuk mengontrol tindakan manager dan juga dapat mengurangi masalah agensi dalam perusahaan. Selain itu hutang juga merupakan salah satu faktor yang menyebabkan terjadinya konflik keagenan. Sebagaimana Jensen (1986) menegaskan bahwa hutang juga dapat berperan untuk mengurangi biaya keagenan yang berkaitan dengan aliran dana bebas. Dengan adanya hutang perusahaan harus melakukan pembayaran secara periodik terhadap bunga dan pinjaman pokoknya dan hal ini mengurangi kontrol manager terhadap aliran kas perusahaan. Hutang juga memaksa manager untuk mengurangi tindakan pengambilan keuntungan dan menjadi lebih efisien untuk mengurangi kemungkinan risiko kebangkrutan dan kehilangan kontrol serta reputasi (Bethala et, al 1994). Penggunaan hutang yang tinggi meningkatkan risiko kebangkrutan perusahaan dan mengurangi risiko tidak terdiversifikasikan

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

apabila masih ada peluang investasi yang bisa diambil dan lebih baik menggunakan dana dari aliran kas internal untuk membiayai investasi tersebut.

Variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian ini yaitu kepemilikan manajerial menunjukkan presentase saham yang dimiliki oleh manajemen. Risiko menggunakan standar deviasi total return perbedaan pertama pendapatan operasi (*operating income*). Kebijakan hutang menunjukkan rasio total hutang dengan nilai buku total aset. Kebijakan dividen menunjukkan besarnya deviden yang dibayarkan oleh perusahaan. Keempat variabel tersebut sebagai variabel utama dalam penelitian ini. Variabel kontrol dalam penelitian ini yaitu ukuran perusahaan menunjukkan kapitalisasi saham perusahaan, *profitabilitas* menunjukkan kemampuan perusahaan menghasilkan laba, aset tetap menunjukkan rasio aset tetap terhadap aset total perusahaan dan pertumbuhan perusahaan menunjukkan peningkatan penjualan setiap tahun.

Penelitian ini merupakan replikasi dari penelitian yang dilakukan Chen dan Steiner (1999) dengan mengkaji kembali variabel-variabel yang digunakan dan mengkombinasikan dengan penelitian penelitian yang lain. Perbedaan penelitian ini dengan penelitian sebelumnya adalah obyek yang diteliti dan periode penelitian. Obyek dari penelitian ini adalah perusahaan yang telah listed di Bursa Efek Jakarta yang mempunyai *insider ownership* pada periode 2001-2004. Selanjutnya penelitian ini bermaksud menguji hubungan antara kepemilikan manajerial, risiko, kebijakan hutang dan kebijakan dividen dengan menggunakan model persamaan simultan *two*

stage least square (2SLS). Melalui pengembangan studi dengan mengacu pada banyak penelitian yang telah ada sebelumnya maka peneliti mengambil judul “ANALISIS HUBUNGAN SIMULTAN ANTARA KEPEMILIKAN MANAJERIAL, RISIKO, KEBIJAKAN HUTANG DAN KEBIJAKAN DIVIDEN DALAM MASALAH AGENSI.”

1.1 Rumusan Masalah

Adakah hubungan secara simultan antara kepemilikan manajerial, risiko, kebijakan hutang dan kebijakan dividen?

1.3 Batasan Masalah

- 1.3.1 Penelitian ini dilakukan pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta (BEJ) pada periode pengamatan tahun 2001-2004, pemilihan periode ini karena pada periode tersebut kondisi perusahaan mulai stabil setelah krisis ekonomi tahun 1998.
- 1.3.2 Perusahaan yang diteliti hanya perusahaan yang memiliki kepemilikan *insider* pada periode pengamatan dan mempunyai kelengkapan data yang di butuhkan dalam penelitian ini.
- 1.3.3 Variabel pengurang masalah agensi yang akan dibahas dalam penelitian ini adalah kepemilikan manajerial, risiko, hutang dan deviden. Keempat

kebijakan tersebut juga akan dihubungkan dengan *fix asset*, *growth*, *size*, *profit* sebagai variabel kontrol.

1.4 Tujuan Penelitian

Mengetahui ada tidaknya hubungan secara simultan antara kepemilikan manajerial, risiko, kebijakan hutang dan kebijakan dividen.

1.5 Manfaat Penelitian

1.5.1 Bagi investor dan calon investor

Dapat memberikan informasi kepada investor maupun perusahaan mengenai hubungan interpendensi variabel kepemilikan manajerial, risiko, kebijakan hutang dan kebijakan dividen yang dapat menimbulkan konflik dalam perusahaan.

1.5.2 Bagi perusahaan

Penelitian ini dapat digunakan untuk meminimumkan *agency cost* dengan mengetahui variabel mana yang dapat menimbulkan konflik agensi.

1.5.3 Bagi pihak lain

Penelitian ini dapat digunakan sebagai bahan acuan untuk analisis mengenai teori keagenan selanjutnya.

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 menyebabkan 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 substitute agents*. Tetapi penelitian ini membuktikan adanya pengaruh *substitutions-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 melalui 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 rationality*) 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 di perusahaan. 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 pemantauan 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 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 Demsetz 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), Tandelilin dan Wilberforce (2002) menemukan bahwa hutang signifikan secara statistik berkorelasi 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 meminimumkan *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 risiko 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 aset tetap (FASET). Pertumbuhan perusahaan dan aset 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). Ukuran 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.

BAB III

METODE PENELITIAN

3.1 Variabel Penelitian

Variabel dalam penelitian ini terdiri dari dua variabel yaitu variabel endogen atau variabel tergantung (dependent) dan variabel eksogen yaitu variabel bebas (independent). Terdapat masalah *endogeneity* dalam penelitian ini yaitu variabel tergantung pada suatu sistem akan dapat menjadi variabel independent dalam sistem yang lain. Variabel dalam persamaan pertama (kepemilikan manajerial) yaitu kepemilikan manajerial sebagai variabel tergantung sedangkan risiko (risk), risiko yang dikuadratkan ($risk^2$), hutang (debt), dan ukuran perusahaan (size) sebagai variabel bebas. Variabel dalam persamaan kedua (risiko) yaitu risiko sebagai variabel tergantung sedangkan kepemilikan manajerial (iown), hutang (debt), dividen (div), keuntungan (profit) dan aset tetap (faset) sebagai variabel bebas. Variabel dalam persamaan ketiga yaitu hutang sebagai variabel tergantung sedangkan kepemilikan manajerial (iown), risiko (risk), dividen (div), pertumbuhan perusahaan (growth) dan aset tetap (faset) sebagai variabel bebas. Variabel dalam persamaan keempat yaitu dividen (div) sebagai variabel tergantung sedangkan kepemilikan manajerial (iown), hutang (debt), risiko (risk), ukuran perusahaan (size) dan keuntungan (profit) sebagai variabel bebas.

3.2 Definisi Operasional Variabel

3.2.1 Kepemilikan Manajerial

Variabel ini disimbolkan IOWN, diukur dari jumlah presentase saham yang dimiliki oleh manajemen. Variabel ini diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD) tahun 2001-2004 pada bagian *shareholder ownership*. (Joher, Ali, dan Nazrul : 2005).

3.2.2 Risiko

Risiko ini disimbolkan RISK, yang dihasilkan dengan menggunakan standar deviasi total return perbedaan pertama pendapatan operasi (*operating income*) selama empat tahun. (Jansen, Solberg dan Zorn : 1992).

3.2.4 Hutang

Variabel ini disimbolkan DEBT yang diukur dengan membagi jumlah hutang dengan nilai buku total aset. Sumber data variabel ini adalah ICMD 2001-2004 pada bagian ICMD tahun 2001-2004 pada bagian *summary of financial statement*. (Rajan dan Zingaels : 1995)

3.2.4 Dividen

Variabel ini diberi simbol DIV. Dividen adalah laba yang dibagikan kepada pemegang saham. Variabel ini merupakan rasio dari pembayaran dividen terhadap laba bersih setelah pajak (EAT).

3.2.5 Ukuran Perusahaan

Variabel ini disimbolkan SIZE, ukuran perusahaan yang merupakan nilai yang menunjukkan kapitalisasi pasar saham perusahaan yang dihitung dari perkalian antara jumlah saham yang beredar dengan harga saham akhir tahun. (Tandelilin & Wilberforce : 2002).

3.2.6 Pertumbuhan

Variabel ini disimbolkan GROWTH, yang merupakan pertumbuhan perusahaan yang dihitung dari pertumbuhan penjualan selama empat tahun (2001-2004). (Tandelilin & Wilberforce : 2002).

3.2.7 Profitabilitas

Variabel ini disimbolkan dengan PROFIT, profitabilitas merupakan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba pada masa yang akan datang dan merupakan indikator dari keberhasilan perusahaan. (Jansen, Solberg dan Zorn: 1992), (Tandelilin & Wilberforce : 2002).

3.2.8 Fixed Asset

Variabel ini disimbolkan dengan FASET, merupakan aset tetap yang dimiliki oleh perusahaan. Diproxikan oleh rasio aset tetap terhadap aset total perusahaan (Tandelilin & Wilberforce : 2002).

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

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

3.5.2 Risiko Bisnis (risk)

$$Risk = \frac{O_t - O_{t-1}}{TA}$$

O_t = Pendapatan operasi tahun t

O_{t-1} = Pendapatan operasi tahun t-1

TA = Total aset

3.5.3 Hutang

$$HUTANG = \frac{htg\ jk\ pendek + htg\ jk\ panjang}{nilai\ buku\ total\ aset}$$

3.5.4 Dividen

$$DIV = \frac{dividen\ yang\ dibayarkan}{EAT}$$

3.5.5 Ukuran perusahaan (size)

Size = LN(Jumlah saham beredar X harga saham pada akhir tahun)

3.5.6 Growth

$$GROWTH = \frac{S_t - S_{t-1}}{S_{t-1}}$$

S_t = Penjualan tahun t

S_{t-1} = Penjualan t-1

3.5.7 Profitabilitas (profit)

$$PROFIT = \frac{Pndptn\ Operasi}{Total\ Aset}$$

3.5.8 Aset Tetap (Faset)

$$FASET = \frac{Aset\ Tetap}{Total\ Aset}$$

3.5.9 Pengujian Hipotesis

Model yang digunakan dalam penelitian ini untuk menguji signifikansi hubungan simultan kombinasi beberapa variabel bebas terhadap variabel tergantung. Penelitian ini menggunakan persamaan simultan dikarenakan adanya hubungan simultan antara keempat variabel pengurang masalah agensi yaitu kepemilikan manajerial, risiko, hutang dan dividen yang merupakan variabel endogen dalam penelitian ini. Dalam persamaan simultan variabel endogen dalam suatu persamaan akan muncul dalam persamaan lain dalam suatu sistem. Penelitian ini menggunakan empat model persamaan.

Untuk menguji hipotesis tersebut penelitian ini menggunakan model persamaan *Two Stage Least Square* (2SLS). Pengujian dengan 2SLS karena *ordinary least square* tidak dapat menjelaskan hubungan timbal balik dalam sistem persamaan simultan, maka dalam menganalisis atau menyajikan model persamaan simultan alat analisis yang relevan adalah regresi simultan 2SLS. Joher et.al (2005) menggunakan model persamaan *Two Stage Least Square* (2SLS) untuk menguji adanya determinasi simultan dalam variabel endogen. Penggunaan 2SLS untuk memberi hasil analisis yang konsisten dan tidak bias. Jika menggunakan *Ordinary Least Square* (OLS) maka akan terjadi bias dalam model persamaan simultan. Asumsi dasar dari OLS

adalah bahwa *error term* tidak berkorelasi dengan variabel independen, padahal ciri dari persamaan simultan adalah bahwa variabel tak bebas dalam suatu persamaan mungkin muncul sebagai variabel yang menjelaskana dalam persamaan lain, sehingga variabel yang menjelaskan tak bebas menjasi stokastik dan biasanya berkorelasi dengan *error term* dari persamaan dimana variabel tadi muncul sebagai variabel yang menjelaskan, Gujaranti (1995), untuk itu OLS tidak relevan.

Signifikan atau tidaknya hubungan antar variabel dapat dilihat dari nilai probabilitasnya. Nilai yang menunjukkan hubungan yang sangat signifikan terjadi jika nilai probabilitasnya sebesar nol. Pada tingkat kepercayaan 10 % dikatakan signifikan apabila probabilitasnya kurang dari 0.1, pada tingkat kepercayaan 5 % dikatakan signifikan jika probabilitanya kurang dari 0,05 dan pada tingkat kepercayaan 1% dikatakan signifikan apabila nilai probabilitasnya kurang dari 0.01.

BAB IV

ANALISIS DAN PEMBAHASAN

Bab ini akan menguraikan mengenai deskriptif data dan hasil analisis dengan model kuadrat terkecil tingkat dua (*two stage least square*).

4.1 Deskripsi Data

Dalam bab ini akan diuraikan hasil analisis terhadap sampel penelitian. Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini merupakan data sekunder, yaitu data laporan keuangan dan catatan atas laporan keuangan perusahaan sampel dan data lain yang relevan dengan penelitian ini.

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan yang *go public* dan terdaftar di Bursa Efek Jakarta selama periode tahun 2001-2004. Hasil penelitian secara *purposive sampling* dengan kriteria-kriteria yang telah ditentukan dalam metoda penelitian diperoleh sampel sebanyak 69 perusahaan.

4.2 Statistik Deskriptif

Berdasarkan variabel-variabel penelitian yang terdiri dari kepemilikan manajerial (IOWN), risiko (RISK), Hutang (DEBT), Dividen (DIV), SIZE(ukuran perusahaan), GROWTH(pertumbuhan), PROFIT (*Profitability*), FASET (*Fixed Asset*), maka akan dilakukan pengujian menggunakan statistik deskriptif.

Dimana statistik deskriptif akan memberikan gambaran tentang suatu data yang akan diteliti, seperti berapa rata-rata, standar deviasi dan sebagainya. Untuk mengetahui tentang karakteristik data sampel yang diteliti dapat dilihat pada tabel 4.1. Tabel tersebut memberitahukan tentang jumlah sampel yang diteliti, nilai rata-rata sampel, serta tingkat standar deviasi data dari masing-masing variabel yang diteliti.

Tabel 4.1

Hasil Uji Statistik Deskriptif

Variabel	Obs	Mean	Standar Deviasi
DEBT	69	0.650526	0.700323
DIVD	69	8.847246	20.25181
FASET	69	0.365916	0.208093
GROWTH	69	0.222074	0.490042
IOWN	69	0.024553	0.047292
PROFIT	69	0.035710	0.075712
RISK	69	-0.000730	0.006380
RISK²	69	0.004059	0.026032
SIZE	69	25.37323	1.675751

Rasio hutang (DEBT) memiliki rata-rata 65.0526% dan standar deviasi 70.0323%. Rasio pembayaran deviden (DIVD) memiliki rata-rata 88.4742% dan standar deviasi 20.2518%. Rasio *fix asset* terhadap total aset memiliki rata-rata 36.5916% dan standar deviasi 20.8093%. Rasio pertumbuhan penjualan (GROWTH) memiliki rata-rata 22.2074% dan standar deviasi 49.0042%. Rasio kepemilikan

insider (IOWN) memiliki rata-rata 2.4553% dan standar deviasi 4.7292%. Profitabilitas perusahaan memiliki rata-rata -0.0730% dan standar deviasi 7.5712%. Risiko bisnis perusahaan (RISK) memiliki rata-rata -0.0730% dan standar deviasi 0.6380%. (RISK²) memiliki rata-rata 0.4059% dan standar deviasi 2.6032%. Log natural ukuran perusahaan (SIZE) memiliki rata-rata 25.37323 dan standar deviasi 1.675751.

4.2 Hasil Penelitian

Tabel 4.2

Hasil Analisis *Two Stage Least Square*

Variabel Independen	Variabel Dependen			
	IOWN	RISK	DEBT	DIV
Konstanta	0.223603 (0.0266)**	0.0000656 (0.7022)	0.432599 (0.0304)**	-114.1083 (0.0041)***
IOWN		-0.051939 (0.0010)***	-0.650029 (0.7312)	20.37326 (0.6640)
DIV	0.000404 (0.2169)	-2.55E-05 (0.5777)	-0.005216 (0.2098)	
DEBT	-0.003722 (0.6357)	-0.000444 (0.6854)		-0.446547 (0.8757)
RISK	-1.207657 (0.4590)		-13.85840 (0.3253)	-29.24627 (0.9304)
RISK²	0.434302 (0.2770)			
PROFIT		0.016722 (0.1832)		90.83801 (0.0094)***
GROWTH			0.405019 (0.0234)**	
FASET		-0.000529 (0.8848)	0.491843 (0.2403)	

SIZE	-0.007995 (0.0453)**			4.708998 (0.0028)***
R-squared	0.210126	0.173272	0.124038	0.433244
Adj R-squared	0.147437	0.107659	0.124038	0.388264

* Signifikan pada level 0.1

** Signifikan pada level 0.05

*** Signifikan pada level 0.01

Secara umum penelitian ini menunjukkan hubungan yang konsisten antar variabelnya serta arah hubungan yang sama dengan kerangka teori agensi yang telah ada, namun hasil penelitian ini menunjukkan hubungan yang kurang signifikan. Kemungkinan tidak signifikannya hubungan tersebut karena sedikitnya sampel yang masuk dalam kriteria penelitian ini atau dimungkinkan juga karena memang masalah agensi di Indonesia masih tinggi dan variabel-variabel yang digunakan kurang dapat menjelaskan hal ini terlihat dari nilai *R-square* yang rendah. Secara ringkas hubungan antar variabelnya dapat dilihat pada tabel 4.2 tersebut, sedangkan hasil secara lengkap terlampir.

Hubungan Antar Variabel Endogen

1. Persamaan Kepemilikan Manajerial

Hipotesis pertama dalam penelitian ini menguji hubungan antara kepemilikan manajerial dengan risiko. Pada tabel 4.2, dari hasil tersebut secara statistik empiris terdapat hubungan negatif antara kepemilikan manajerial dengan risiko terlihat dari nilai koefisien yang menunjukkan nilai negatif yaitu -1.207657. Penelitian ini menghasilkan hubungan negatif namun tidak signifikan. Meskipun tidak signifikan tetapi arah hubungannya sesuai dengan penelitian Treynor dan Black (1976), Amihud dan Lev (1981), Demsetz dan Lehn (1985), Chen Steiner (1999). Hasil yang negatif tersebut dimungkinkan karena pada level risiko yang masih rendah, manajer di Indonesia sudah mempunyai sifat enggan terhadap risiko (*risk averse*), yang artinya jika tingkat risiko perusahaan meningkat maka seharusnya manajer akan cenderung mengurangi porsi kepemilikannya dalam perusahaan. Hasil penelitian menunjukan bahwa risiko yang dikuadratkan ($RISK^2$) memiliki hubungan positif namun tidak signifikan dengan kepemilikan manajerial, ini menunjukkan bahwa pada saat risiko naik manajer justru akan meningkatkan tingkat kepemilikannya di perusahaan dalam rangka untuk mengurangi risiko tersebut, hasil ini tidak sesuai dengan temuan Chen dan steiner (1999), Jensen et.al (1992). Manajer yang *risk aversion* dan keterbatasan kekayaan manajer membuat keinginan manajer untuk menjadi pemilik semakin berkurang, hal ini karena manajer berusaha untuk mendiversifikasi kekayaannya untuk mengurangi risiko atas kekayaannya, padahal

untuk memiliki kontrol di dalam perusahaan dibutuhkan kekayaan manajer yang besar apalagi jika ukuran perusahaan semakin besar sehingga risiko kekayaan yang kurang terdiversifikasi juga semakin besar. Hasil ini sesuai dengan penelitian Demzetz (1983) dan Demzets dan Lehn (1985) yang 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.

Hutang pada persamaan kepemilikan manajerial menunjukkan hubungan negatif dan tidak signifikan dengan nilai koefisien -0.003722 . Meskipun tidak signifikan tetapi arah hubungan ini sesuai dengan penelitian Friend dan Lang (1988). Hasil ini menunjukkan bahwa penggunaan hutang yang berlebihan meningkatkan risiko kebangkrutan yang pada akhirnya meningkatkan risiko yang tidak dapat terdiversifikasi bagi para manajer sehingga melemahkan kepemilikan manajerial. Penemuan ini juga mendukung argumen bahwa terdapat efek substitusi antara kepemilikan *insider* dengan hutang dalam mengurangi masalah agensi, ini sesuai dengan temuan Chen dan Steiner (1999), Tandelilin dan Wilberforce (2002). Meningkatkan kepemilikan orang dalam akan membuat kepentingan manajer sejalan dengan kepentingan *stockholder* dengan begitu *stockholder* dapat mengurangi biaya untuk memastikan bahwa manajer sudah melakukan sesuatu yang benar untuk memaksimalkan nilai bagi *stockholder*, artinya mengurangi *agency cost of equity*. Menaikan hutang akan mengurangi konflik antara manajer dengan *stockholder*,

dengan meningkatkan hutang berarti mengurangi kemungkinan pengambilan *equity financing* dengan begitu akan mengurangi kemungkinan bertambahnya *equityholder*. Dengan begitu kedua kebijakan diatas dapat digunakan sebagai mekanisme untuk mengurangi *agency cost of equity*. Kemungkinan dari hasil yang tidak signifikan tersebut karena kepemilikan manajerial yang tinggi di Indonesia tidak mutlak akan menghasilkan kebijakan level hutang yang lebih rendah.

Dividen pada persamaan kepemilikan manajerial menunjukkan hubungan positif dengan nilai koefisien 0.000404 dan tidak signifikan. Arah hubungan tersebut bertentangan dengan penelitian Jensen (1986), Rozeff (1982), dan Chen dan Steiner (1999) yang menyatakan bahwa terdapat efek substitusi antara dividen dengan kepemilikan manajerial dalam mengontrol masalah agensi. Jika kepemilikan manajerial tinggi berarti manajer sebagai pengelola juga sebagai pemilik perusahaan sehingga konflik kepentingan antara manajemen dengan *stockholder* dapat dikurangi padahal sebelumnya konflik tersebut dikurangi dengan membagikan dividen, ini berarti mengurangi *agency cost of equity*. Hasil positif tersebut sesuai dengan penelitian Wahidahwati (2002), namun menemukan hubungan yang signifikan. Hasil ini mengindikasikan bahwa semakin tinggi tingkat rasio dividen, maka mengindikasikan tingkat kepercayaan manajer atas tingkat *earning* masa depan akan naik, sehingga manajer yang menginginkan keuntungan dari pembagian dividen dimasa depan akan segera meningkatkan kepemilikan sahamnya karena manajer menganggap risiko dividen lebih kecil daripada *capital gain*. Hubungan yang positif

namun tidak signifikan tersebut kemungkinan mengindikasikan bahwa antara kepemilikan manajerial dan dividen tidak berlaku hubungan saling mengganti dalam peranan pengawasan agensi atau tidak ada hubungan *substitution*. Yang ada hubungan saling melengkapi (*complementary*). Selain itu, dengan adanya kepemilikan manajerial yang tinggi, maka manajer semakin mampu dalam melakukan atau mengatur dividen.

2. Persamaan Risiko

Kepemilikan manajerial pada persamaan risiko mempunyai nilai koefisien negatif sebesar -0.051939 dan signifikan pada level 0,01. Arah hubungan yang negatif dan signifikan tersebut sesuai dengan penelitian Wahidahwati (2002), Chen Steiner (1999), Demzets dan Lehn (1985) yang menegaskan pada level risiko yang masih rendah, manajer sudah mempunyai sifat enggan terhadap risiko (*risk averse*), manajer lebih menyukai investasi kurang berisiko dan menggunakan hutang lebih rendah supaya dapat menurunkan risiko ketidakpastian investasi mereka dan mengurangi kemungkinan kebangkrutan perusahaan. Penjelasan lain yang mungkin adalah manajer yang *risk averse* melakukan diversifikasi secara optimal untuk mengurangi risiko pribadi. Pada saat kekayaan pribadi tidak terdiversifikasi, manajer menuntut insentif tinggi untuk mengimbangi risiko yang diterima. Hasil yang negatif tersebut dimungkinkan karena semakin tinggi tingkat risiko perusahaan, manajer mengurangi keterlibatan dalam kepemilikan saham (*risk averse*) untuk mengurangi

kemungkinan kehilangan kekayaan pribadi. Manajer memilih mengalihkan kekayaan pribadi pada instrumen investasi lainnya.

Hutang pada persamaan risiko menunjukkan hubungan negatif dengan nilai koefisien -0.000444 dan tidak signifikan. Hasil ini sesuai dengan penelitian Ravid (1988). Koefisien negatif tersebut mengindikasikan bahwa risiko yang lebih tinggi diperkirakan mengurangi antusiasme perusahaan terhadap hutang. Penjelasan yang mungkin karena ketidaksignifikan hasil adalah dengan risiko yang tinggi perusahaan kurang mempertimbangkan lebih dalam untuk melakukan hutang. Apabila perusahaan melihat bahwasannya risiko akan hutang tersebut rendah, maka perusahaan akan meningkatkan hutang tersebut. Namun apabila risiko dari hutang tersebut tinggi, maka perusahaan akan mengurangi hutangnya. Namun, hasil penelitian ini tidak sesuai dengan penelitian 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.

Dividen menunjukkan hubungan negatif dengan nilai koefisien $-2.55E-05$ dan tidak signifikan dalam persamaan risiko. Meskipun tidak signifikan tapi estimasi

parameter yang negatif sesuai dengan Kale dan Noe (1990), Vankatesh (1989), Jensen et.al (1992), Chen dan steiner (1999). Hasil yang tidak signifikan dapat dijelaskan bahwa perusahaan dengan risiko bisnis yang tinggi maka ketidakpastian pendapatan di masa datang juga semakin besar tetapi perusahaan kurang menghindari komitmen untuk membagikan dividen dalam jumlah yang besar di masa datang. Penjelasan dari hasil tersebut bahwa 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.

3. Persamaan Hutang

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial pada persamaan hutang memiliki koefisien yang negatif dengan nilai koefisien -0.650029 dan tidak signifikan. Meskipun tidak signifikan, akan tetapi arah hubungan yang negatif sesuai dengan penelitian Friend dan Lang (1988). Hasil ini menunjukkan bahwa penggunaan hutang yang berlebihan meningkatkan risiko kebangkrutan yang pada akhirnya meningkatkan risiko yang tidak dapat terdiversifikasi bagi para manajer sehingga melemahkan kepemilikan manajerial, ini sesuai dengan temuan Chen dan Steiner (1999); Tandelilin dan Wilberforce (2002). Penemuan ini juga mendukung argumen bahwa terdapat efek substitusi antara kepemilikan *insider* dengan hutang dalam mengurangi masalah agensi, tetapi karena tidak signifikan

maka kurang mendukung terhadap argumen- argumen tersebut. Penjelasan lain mengenai hubungan negatif antara kepemilikan *insider* dengan hutang adalah dengan *free cash flow hypothesis*, Jensen (1986) menyatakan bahwa dengan meningkatkan hutang maka akan membuat *free cash flow* dalam perusahaan semakin berkurang karena dana yang tersisa dalam perusahaan berkurang untuk membayar biaya bunga dan cicilan pokok dari hutang sehingga akan mengurangi kecenderungan manajer untuk melakukan tindakan *perquisites*. Hasil ini dimungkinkan karena perusahaan dengan kepemilikan manajerial yang besar mempunyai andil yang besar dalam mengurangi risiko.

Risiko pada persamaan hutang memiliki koefisien -13.85840 dan tidak signifikan. Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Ravid (1988). Hasil ini mengindikasikan bahwa risiko yang lebih tinggi diperkirakan mengurangi antusiasme perusahaan terhadap hutang. Penjelasan lain adalah dengan adanya risiko yang tinggi menyebabkan perusahaan untuk mempertimbangkan lebih dalam untuk melakukan hutang. Apabila perusahaan melihat bahwasannya risiko akan hutang tersebut rendah, maka perusahaan akan meningkatkan hutang tersebut. Namun apabila risiko dari hutang tersebut tinggi, maka perusahaan akan mengurangi hutangnya.

Dividen menghasilkan nilai koefisien -0.005216 dan tidak signifikan dalam persamaan hutang, meskipun tidak signifikan tetapi arah hubungannya sesuai dengan temuan Jensen et.al (1992) bahwa perusahaan melakukan *trade off* antara

pembayaran dividen dengan pembayaran hutang. Perusahaan yang memiliki *fix financial cost* yang tinggi akan cenderung menghindari pembayaran dividen. Peningkatan hutang akan mengurangi *agency cost* yang ditanggung *stockholder* karena biaya monitoring atas perilaku manajer akan dibagi dengan *debtholder*, namun secara bersamaan akan menaikan *agency cost of debt* seiring dengan peningkatan hutang karena *debtholder* tentunya menginginkan tingkat pengembalian yang layak atas risiko yang di tanggunginya. Pada saat dividen tinggi maka *internal cash flow* dalam perusahaan akan semakin berkurang padahal perusahaan tetap membutuhkan dana untuk membiayai kegiatan perusahaan maka sumber pendanaan yang mungkin adalah dari *leverage*, tapi dengan peningkatan tingkat *leverage* maka *agency cost of debt* akan meningkat. Dimungkinkan hasil yang negatif tersebut karena pembayaran dividen akan mengurangi sumber-sumber dana yang dikendalikan oleh manajer, sehingga mengurangi kekuasaan manajer dan membuat pembayaran dividen kiriep dengan monitoring capital market yang terjadi jika perusahaan memperoleh modal baru.

4. Persamaan Dividen

Pada persamaan dividen terlihat kepemilikan manajerial mempunyai hubungan positif sebesar 20.37326 namun tidak signifikan. Meskipun tidak signifikan tetapi estimasi parameternya yang positif tersebut sesuai dengan penelitian Wahidahwati (2002), yang menemukan hubungan yang positif dan signifikan. Hasil

ini mengindikasikan bahwa semakin tinggi tingkat rasio dividen, maka mengindikasikan tingkat kepercayaan manajer atas tingkat *earning* masa depan akan naik, sehingga manajer yang menginginkan keuntungan dari pembagian dividen dimasa depan akan segera meningkatkan kepemilikan sahamnya karena manajer menganggap risiko dividen lebih kecil daripada *capital gain*. Hasil yang positif tersebut dimungkinkan karena kepemilikan manajer yang tinggi, maka kekayaannya semakin tidak terdiversifikasi dengan baik, oleh karena itu manajer akan mengharapkan return atas opportunity cost yang lebih besar yaitu dari pembagian dividen yang tinggi. Kemungkinan yang lain bahwa dengan adanya kepemilikan manajerial yang tinggi, manajer semakin mampu untuk mengatur pembagian dividen.

Hutang pada persamaan dividen memiliki koefisien -0.446547 namun tidak signifikan. Hasil ini sesuai dengan penelitian Jensen et.al (1992) yang menyatakan bahwa hutang dan dividen keduanya merupakan mekanisme *bonding* untuk mengurangi masalah agensi. Peningkatan hutang akan mengurangi *agency cost* yang ditanggung *stockholder* karena biaya *monitoring* atas perilaku manajer akan dibagi dengan *debtholder*, namun secara bersamaan akan menaikkan *agency cost of debt* seiring dengan peningkatan hutang karena *debtholder* tentunya menginginkan tingkat pengembalian yang layak atas risiko yang di tanggunginya. Pada saat dividen tinggi maka *internal cash flow* dalam perusahaan akan semakin berkurang padahal perusahaan tetap membutuhkan dana untuk membiayai kegiatan perusahaan maka

sumber pendanaan yang mungkin adalah dari *leverage*, tapi dengan peningkatan tingkat *leverage* maka *agency cost of debt* akan meningkat. Dengan demikian perusahaan akan melakukan *trade off* antara dividen dengan hutang untuk memperoleh kombinasi yang memberikan manfaat yang maksimum. Kemungkinan bahwa penggunaan hutang yang tinggi akan menyebabkan pembayaran beban tetap berupa kos bunga, sehingga akan menyebabkan penurunan laba dan kemudian akan menyebabkan tingkat rasio dividen yang rendah.

Risiko pada persamaan dividen memiliki koefisien -29.24627 namun tidak signifikan. Hasil ini sesuai dengan penelitian 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. Penjelasan lain dikemukakan oleh Kale dan Noe (1990) yang 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.

Hubungan dengan Variabel Kontrol

1. Persamaan Kepemilikan Manajerial

Hasil dari persamaan kepemilikan manajerial menunjukkan bahwa ukuran perusahaan (SIZE) memiliki hubungan negatif dan signifikan pada level 0,05 dengan kepemilikan manajerial, hasil tersebut mengindikasikan bahwa ukuran perusahaan yang semakin besar akan mengurangi kepemilikan manajerial. Hasil ini sesuai dengan penelitian Chen dan steiner (1999), Jensen et al (1992), Bathala et al (1994). Kemungkinan 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.

2. Persamaan Risiko

Koefisien profit pada persamaan risiko menghasilkan hubungan positif dan tidak signifikan. Penemuan ini menunjukkan bahwa perusahaan yang profit akan memiliki risiko yang cukup besar. Hasil ini sesuai dengan Jensen et al (1992) dan Turiyasingura (2000) menyatakan bahwa perusahaan yang *profitable* akan mempunyai banyak dana yang tersedia untuk investasinya sehingga akan menurunkan penggunaan dana hutang yang dimungkinkan akan menaikkan risiko.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa aset tetap (FASET) memiliki hubungan negatif dan tidak signifikan dengan risiko. Meskipun tidak signifikan, akan tetapi hasil yang negatif sesuai dengan penelitian Chen Steiner (1999). Hasil tersebut mengindikasikan bahwa aset tetap menunjukkan struktur aset suatu perusahaan, aset tetap yang tinggi merupakan kolateral sehingga perusahaan tersebut dipercaya oleh pemberi hutang (*debtholders*) dan dipandang sebagai perusahaan dengan risiko yang rendah untuk penanaman saham.

3. Persamaan Hutang

Pertumbuhan perusahaan (GROWTH) pada persamaan hutang memiliki koefisien positif dan signifikan pada level 0,05. Hasil ini bertentangan dengan 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 sesuai dengan penelitian Myers dan Majluf (1984), pendapat tersebut menghasilkan koefisien negatif untuk variabel pertumbuhan perusahaan. Hasil penelitian ini menyatakan adanya koefisien positif dan signifikan

antara pertumbuhan perusahaan dengan hutang yang kemungkinan menunjukkan bahwa pertumbuhan perusahaan yang besar membutuhkan modal yang tinggi yang diperoleh dari hutang untuk membiayai investasi. Hasil penelitian dapat dimungkinkan bahwa dengan adanya penjualan yang naik dari perusahaan tersebut yang mencerminkan pertumbuhan yang besar dapat menimbulkan risiko yang besar pula.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa aset tetap memiliki hubungan negatif dan tidak signifikan dengan hutang. Meskipun tidak signifikan, akan tetapi arah hubungan yang negatif sesuai dengan penelitian Scott (1976), Chen Stainer (1999), Jensen et al (1992) dan Turiyasingura (2000) yang menyatakan bahwa terdapat hubungan positif antara FASET dengan hutang. Perusahaan dengan *fix asset* yang besar cenderung akan menggunakan hutang dalam jumlah yang besar. Hal ini sesuai dengan *collateral hyphotesis* yang menyatakan bahwa *fix asset* dapat digunakan sebagai jaminan untuk mengajukan hutang kepada kreditor, semakin besar *fix asset* yang digunakan sebagai jaminan maka semakin besar hutang yang akan dikucurkan oleh kreditor atau semakin cukup sumberdaya yang dimiliki perusahaan untuk memenuhi kewajibannya. Jika perusahaan bangkrut maka kreditor dapat menyita atau menjual aset yang digunakan sebagai jaminan.

4. Persamaan Dividen

Hasil dari persamaan dividen menunjukkan bahwa ukuran perusahaan (SIZE) memiliki hubungan negatif dan signifikan pada level 0,01 dengan dividen. Hasil ini sesuai dengan penelitian Wahidahwati (2002) 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.

Profit memiliki hubungan positif dan signifikan pada level 0,01 dengan dividen, ini konsisten dengan hasil penemuan Jensen et.al (1992). Semakin tinggi profitabilitas perusahaan, maka semakin tinggi pula *cash flow* dalam perusahaan, dan diharapkan perusahaan akan membayar dividen yang lebih tinggi. Perusahaan dengan profit yang tinggi cenderung akan membayarkan dividen dalam jumlah yang besar begitu juga sebaliknya. Perusahaan dengan profit yang besar mempunyai dua pilihan yaitu membagikan profit sebagai dividen atau menahanya sebagai laba di tahan. Dalam *signaling theory* dikatakan bahwa perusahaan memberi sinyal kepada investor bahwa perusahaan dalam kondisi yang baik dengan membagikan dividen dalam jumlah yang besar dan kontinyu, dengan demikian hanya perusahaan yang yang *profitable* saja yang dapat menggunakan cara ini, jika perusahaan tersebut tidak

profitable maka kemungkinannya kecil untuk membagikan dividen dalam jumlah yang besar dan kontinyu.

BAB V

PENUTUP

5.1 Kesimpulan

Hasil penelitian menunjukkan adanya arah hubungan yang konsisten antar variabel-variabelnya, hal ini menunjukkan bahwa penggunaan 2SLS memberikan estimasi hasil yang konsisten, namun hubungan antara kepemilikan manajerial dengan risiko, hutang dan dividen, hubungan risiko dengan hutang dan dividen, serta hubungan dividen dengan hutang menunjukkan hubungan yang tidak signifikan.

Hasil penelitian hubungan antara kepemilikan manajerial dengan risiko yang rendah adalah negatif namun tidak signifikan. Hubungan yang negatif tersebut kemungkinan dikarenakan pada level risiko yang masih rendah, manajer bersifat *risk averse*. Penelitian ini juga menemukan adanya hubungan positif tetapi tidak signifikan antara kepemilikan manajerial dengan risiko yang naik, penemuan ini dimungkinkan karena manajer di Indonesia pada saat risiko naik justru meningkatkan porsi kepemilikan sahamnya untuk mengurangi risiko yang ada menjadi kecil atau dengan kata lain keterlibatannya yang tinggi dalam kepemilikan saham oleh manajer dalam rangka mengurangi risiko yang naik. Kemungkinan lain dari hasil ini mengindikasikan 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. Hipotesis pertama yang menyatakan ada hubungan negatif antara kepemilikan manajerial dengan risiko dalam mekanisme pengawasan masalah agensi ditolak. Hasil penelitian terbukti secara statistik empiris menunjukkan hubungan negatif dan positif namun hubungan keduanya tidak signifikan sehingga hipotesis pertama ditolak.

Hipotesis kedua yang menyatakan bahwa antara kepemilikan manajerial dengan dividen mempunyai hubungan positif ditolak. Hasil penelitian menunjukkan adanya hubungan yang negatif namun tidak signifikan antara keduanya sehingga hipotesis kedua dalam penelitian ini ditolak. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan-perusahaan di Indonesia antara kepemilikan manajerial dan dividen tidak berlaku hubungan saling mengganti dalam peranan pengawasan agensi atau tidak ada hubungan *substitution*. Yang ada hubungan saling melengkapi (*complementary*). Kemungkinan yang lain bahwa dengan adanya kepemilikan manajerial yang meningkat, manajer tersebut mempunyai kemampuan untuk mengatur dividen.

Hasil dari analisis hubungan antara kepemilikan manajerial dengan hutang menunjukkan hubungan yang negatif namun tidak signifikan. Meskipun tidak signifikan, tetapi arah hubungannya sesuai dengan hipotesis yang diajukan, karena tidak signifikan maka hipotesis ketiga yang menyatakan ada hubungan negatif antara kepemilikan manajerial dengan hutang dalam mekanisme pengawasan masalah agensi ditolak. Hasil ini mengindikasikan bahwa hutang yang tinggi akan menyebabkan risiko kebangkrutan, yang pada akhirnya meningkatkan risiko yang

tidak terdiversifikasi bagi para manajer sehingga melemahkan kepemilikan manajerial. Hubungan yang kurang signifikan tersebut dimungkinkan bahwa perusahaan-perusahaan di Indonesia dengan kepemilikan manajerial yang tinggi tidak mutlak dalam menggunakan hutang yang rendah. Hal ini jika dikaitkan dengan teori *signaling model of financial structure* dengan asumsi adanya *asymetric information* antara manajer dengan pemegang saham kemungkinan akan mendasarkan bahwa kepemilikan manajerial yang tinggi mungkin akan membuat kebijakan penggunaan hutang yang tinggi untuk memberikan sinyal bahwa hanya perusahaan yang benar-benar kuat yang berani menanggung risiko kesulitan keuangan dengan porsi hutang yang tinggi, sehingga porsi hutang yang tinggi yang digunakan manajer sebagai sinyal bahwa perusahaan mempunyai kinerja yang baik.

Hipotesis keempat yang menyatakan ada hubungan negatif antara risiko dengan dividen dalam mekanisme pengawasan masalah agensi ditolak. Hasil penelitian menunjukkan adanya hubungan yang negatif namun tidak signifikan antara risiko dengan dividen sehingga hipotesis keempat dalam penelitian ini ditolak. Kemungkinan dari hasil adalah perusahaan dengan risiko bisnis yang tinggi maka ketidakpastian pendapatan di masa mendatang juga semakin besar sehingga perusahaan menghindari komitmen untuk membagikan dividen dalam jumlah yang besar di masa datang. Selain itu, risiko yang lebih besar timbul sebagai akibat dari rendahnya pembayaran dividen. Dividen merupakan sinyal dari stabilitas aliran kas

mendatang. Semakin tinggi risiko yang dihadapi perusahaan maka semakin besar cadangan *cash flow* yang dibutuhkan perusahaan sehingga menyebabkan rendahnya pembayaran dividen.

Hasil dari hipotesis kelima yang menyatakan ada hubungan positif antara risiko dengan hutang dalam pengawasan masalah agensi ditolak. Hasil penelitian menunjukkan adanya arah hubungan negatif namun tidak signifikan sehingga hipotesis kelima ditolak Hasil ini mengindikasikan bahwa risiko yang lebih tinggi diperkirakan mengurangi antusiasme perusahaan terhadap hutang. Hasil yang tidak signifikan dimungkinkan karena pertimbangan yang kurang dalam oleh preusan dalam melakukan hutang. Apabila perusahaan melihat bahwasannya risiko akan hutang tersebut rendah, maka perusahaan akan meningkatkan hutang tersebut. Namun apabila risiko dari hutang tersebut tinggi, maka perusahaan akan mengurangi hutangnya.

Hipotesis keenam menyatakan ada hubungan negatif antara dividen dengan hutang dalam mekanisme pengawasan masalah agensi. Hasil penelitian menunjukkan adanya arah hubungan negatif yang konsisten namun tidak signifikan sehingga hipotesis kelima ditolak. Hasil ini mengindikasikan 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.

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.

5.2 Saran

- 5.2.1 Struktur kepemilikan yang digunakan terbatas pada pemegang saham yang terlibat secara aktif dan langsung terhadap pengambilan keputusan perusahaan (manajer dan direktur yang mempunyai saham di perusahaan tersebut). Hal ini dikarenakan keterbatasan informasi tentang struktur kepemilikan yang lebih rinci. Penelitian selanjutnya diharapkan lebih teliti dalam mengidentifikasi dan menelusuri struktur kepemilikan pada sampel yang diteliti yaitu struktur kepemilikan mencakup direktur, manajer maupun anggota tim manajemen lain yang memegang saham perusahaan secara langsung serta menelusuri perusahaan yang dimiliki oleh para pemegang saham tersebut.
- 5.2.2 Sampel yang digunakan relatif sedikit, diharapkan pada penelitian selanjutnya untuk lebih memperhatikan kembali kriteria-kriteria sampel yang dibutuhkan agar lebih mampu menjelaskan karakteristik populasi yang diteliti dan lebih memperpanjang periode penelitian.
- 5.2.3 Penelitian ini menghasilkan hubungan yang tidak signifikan, dimungkinkan karena kurangnya variabel kontrol sehingga kurang mampu menjelaskan hubungan antar variabelnya, hal ini juga terlihat dengan nilai *R-square* yang relatif rendah. Untuk itu, pada penelitian sebelumnya diharapkan untuk lebih banyak mengkaji variabel kontrol yang digunakan agar lebih beragam dan hasilnya relevan.

DAFTAR PUSTAKA

- Amihud, Y. And B. Lev. (1981). "Risk Reduction as a Managerial Motive for Conglomerate Mergers." *Journal of Economic*, 12, 605-617.
- Arifin, Z. (2003). "Efektifitas Mekanisme Bonding Deviden dan Hutang untuk Mengurangi Masalah Agency." *Jurnal Siasat Bisnis*, Vol. 1, No. 8, 19-31.
- _____(2005). *Teori Keuangan dan Pasar Modal*. Edisi Pertama. Yogyakarta: Ekonisia.
- Bathala, C. T, K. P. Moon, dan R. P. Rao. (1994). "Managerial Ownership, Debt Policy, and The Impact of Institutional Holding: an Agency Perspective." *Financial Management*, 23, 38-50.
- Chen, C.H. dan Steiner. (1999). " Managerial Ownership and Agency Conflict a Nonlinier Simultaneous Equation Analysis of Managerial Ownership, Risk Taking, Debt Policy, and Deviden Policy." *The Financial Review*, Vol. 34, 119-137.
- Crutchley, C.E, M.R.H. Jensen, J.S. Jahera dan J.E. Raymond. (1999). "Agency Problem and The Simultaneity Decision Making The Role of Institutional Ownership." *International Review of Financial Analysis*, 8.
- Friend, I and L.H.P Lang. (1988). "An Empirical Test of the Impact of Managerial Self-Interest on Corporate Capital Structure." *The Journal of Finance*, 43, 271-28.
- Gujarati. D .(terjemahan). (1995). *Ekonometrika Dasar*. Erlangga. Jakarta.
- Hanafi M. Mamduh, (2003), " Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institutional, Risiko, Kebijakan Hutang dan Kebijakan Dividen: Analisis Persamaan Simultan", Simposium Nasional Akuntansi VI.
- Jensen M. (1986)." Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers." *American Economic Review*, 76, 323-329.
- Jensen M, and W Mecling. (1976)." Theory of The Firm : Managerial Behavior Agency, and Ownership Structure." *Journal of Financial Economics*, 305-360.

- 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 Analysis*, 247-263.
- Joher H, Ali M, Nazrur, (2005), "The Impact of Ownership Structure On Corporate Debt Policy : Two Stage Least Square Simultaneous Model Approach." *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 1-19.
- Jogiyanto, Mahadwartha A. Putu, (2002), " Uji Teori dalam Hubungan Interdependensi Antara Kebijakan Hutang dengan Kebijakan Dividen", Simposium Nasional Akuntansi V.
- Kale, J.R and T.H Noe. (1990). " Dividend and Uncertainty and Underwriter Costs Under Asymmetric Information." *Journal of Financial Research*, 13, 265-277.
- Kim, W.S and Sorenson. (1986). "Evidence on The Impact of Agency Cost of Debt on Corporate Debt Policy." *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 21, 131-144.
- Leland, H, and D. Pyle. (1977). " Informational Asymetries, Financial Structure, and Financial Intermediation." *Journal of Finance*, 32, 371-388.
- Myers. S, and N.M Maljuf. (1984). "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors D Not Have." *Journal of Finance*, 39, 187-221.
- Ravid. S.A. (1988). "On Interaction of Production and Financial Decision." *Financial Management*, 17, 87-99.
- Rozeff. M. (1982). " Growth, Beta and Agency Costs as Determinants of Dividend Payout Ratios." *Journal of Financial Research*, 3, 249-259.
- Sartono, A. (2001). "Kepemilikan Orang Dalam (Insider Ownership), Utang dan Kebijakan Deviden: Pengujian Empirik Teori Keagenan (Agency Theory)." *Jurnal Siasat Bisnis*, No. 6, Vol. 2,107-119.
- Scott, J.H.Jr. (1976). "Theory of Optimal Capital Structure." *Bell Journal of Economics*, 7, 33-53.
- Tandelilin, E. dan Wilberforce, T. (2002). "Can Debt and Dividend Policies Substitute Insider Ownership in Controlling Equity Agency Conflict?." *Gadjah Mada International Journal of Finance*. Vol. 4. No. 1. 31-43.

- Titman dan Wessels (1988) dalam Joher H, Ali M, Nazrur, (2005), "The Impact of Ownership Structure On Corporate Debt Policy : Two Stage Least Square Simultaneous Model Approach." *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 1-19.
- Treynor J, and F Black. (1976). "Corporate Investment Decisions, Modern Developments in Financial Management." (*Praeger New York*), 310-327.
- Turiyasingura. (2000). "Substitutability of Agency Conflict Control Mechanisms : A Simultaneous Equation Analysis of Insider Ownership, Debt and Dividend Policies."
- Vankatesh. P. (1989). "The Impact of Dividend Initiation on The Information Content of Earning announcements and Return Volatility." *Journal of Business*, 62, 175-198.
- Wahidahwati. (2002). "Kepemilikan Manajerial dan Agensi Konflik : Analisis Persamaan Simultan Non Linier dari Kepemilikan Manajerial, Penerimaan Risiko (*Risk Taking*), Kebijakan Hutang dan Kebijakan Dividen." Simposium Nasional Akuntansi V.

Lampiran I

Daftar Sampel

Nama dan Sektor Perusahaan

No	Nama Perusahaan	Sektor
1	Dharma Samudra Fishing	<i>Agriculture, Forestry and Fishing</i>
2	Wahana Phoenix	<i>Agriculture, Forestry and Fishing</i>
3	Central Korporindo	<i>Minning and Minning Service</i>
4	Bukaka Teknik Utama	<i>Construction</i>
5	Prasidha Aneka	<i>Food and Baverage</i>
6	Sekarlaut	<i>Food and Baverage</i>
7	Siantar Top	<i>Food and Baverage</i>
8	Tunas Baru Lampung	<i>Food and Baverage</i>
9	Gudang Garam	<i>Tobacco Manufactures</i>
10	HM Sampurna	<i>Tobacco Manufactures</i>
11	Argo Pantes	<i>Textile and Mill Product</i>
12	Panasia	<i>Textile and Mill Product</i>
13	Sunson Textile	<i>Textile and Mill Product</i>
14	Hanson	<i>Apparel and Other Textile Product</i>
15	Ryane Adibusana	<i>Apparel and Other Textile Product</i>
16	Serasa Nugraha	<i>Apparel and Other Textile Product</i>
17	Daya Sakti	<i>Lumber and Wood Product</i>
18	Aneka Kimia	<i>Chemical and Allied Product</i>
19	Budi Acid Jaya	<i>Chemical and Allied Product</i>
20	Eterindo Wahana	<i>Chemical and Allied Product</i>
21	Lautan Luas	<i>Chemical and Allied Product</i>
22	Tri Polyta Indah	<i>Chemical and Allied Product</i>
23	Sorini	<i>Chemical and Allied Product</i>
24	Duta Pertiwi Nusantara	<i>Adhesive</i>
25	Intan Wijaya	<i>Adhesive</i>
26	Asiaplast	<i>Adhesive</i>
27	Dynaplast	<i>Adhesive</i>
28	Langgeng Makmur	<i>Adhesive</i>
29	Lapindo Internasional	<i>Adhesive</i>
30	Summitplast	<i>Adhesive</i>
31	Alumindo	<i>Metal and Allied Product</i>
32	Betonjaya	<i>Metal and Allied Product</i>
33	Lionmesh prima	<i>Metal and Allied Product</i>
34	Lion Metal	<i>Metal and Allied Product</i>

35	Itamaraya Gold	<i>Fabricated Metal Product</i>
36	Arwana Citramulia	<i>Stone, Clay, Glass</i>
37	Intikramik Alamsri	<i>Stone, Clay, Glass</i>
38	Sumi Indo Kabel	<i>Stone, Clay, Glass</i>
39	Metrodata Electronic	<i>Electronic and Office Equipment</i>
40	Astra International	<i>Automotive and Allied Product</i>
41	Branta Mulia	<i>Automotive and Allied Product</i>
42	Hexindo Adi Perkasa	<i>Automotive and Allied Product</i>
43	Intraco Petra	<i>Automotive and Allied Product</i>
44	Nipress	<i>Automotive and Allied Product</i>
45	Selamat Sempurna	<i>Automotive and Allied Product</i>
46	Inter delta	<i>Photographic Equipment</i>
47	Kimia Farma	<i>Pharmaceuticals</i>
48	Berlian Laju Tanker	<i>Transportation service</i>
49	Samudra Indonesia	<i>Transportation service</i>
50	Akbar Indo Makmur	<i>Wholesaller and Retail Trade</i>
51	Metamedia Technologies	<i>Wholesaller and Retail Trade</i>
52	Rimo Catur L	<i>Wholesaller and Retail Trade</i>
53	Bank Victoria	<i>Banking</i>
54	Trimegah	<i>Securities</i>
55	Asuransi Ramayana	<i>Insurance</i>
56	Ciptojaya Kontrindoreksa	<i>Real Estate and Property</i>
57	Jaka Arta	<i>Real Estate and Property</i>
58	Kakya Yasa Profilia	<i>Real Estate and Property</i>
59	Krida Perdana Indah G	<i>Real Estate and Property</i>
60	Mas Murni	<i>Real Estate and Property</i>
61	Pudjiadi prestige Limited	<i>Real Estate and Property</i>
62	Ristia Bintang M S	<i>Real Estate and Property</i>
63	Roda Panggon Harapan	<i>Real Estate and Property</i>
64	Panorama Sentra Wisata	<i>Real Estate and Property</i>
65	Sona Topas Tourism	<i>Real Estate and Property</i>
66	Asiana Grain	<i>Others</i>
67	Centrin Online	<i>Others</i>
68	Dyviacom	<i>Others</i>
69	Integrasi Tekhno	<i>Others</i>

Lampiran II

Rata-rata Data Awal yang Belum Diolah

NO	IOWN	HJPD	HJPJ	THUT	EBIT	EAT	DPR
1	0.1750	87612.25	3683.25	91295.50	6210.77	1668.50	0
2	0.1550	44709.25	6440.50	51149.75	9926.75	2958.25	0
3	4.2575	8916.00	200.50	9116.50	405.00	369.00	0
4	0.0900	1326722.75	176146.75	1502869.50	68246.00	160278.50	0
5	0.6525	842381.75	120914.00	963295.75	2076.00	46922.00	0
6	0.9000	340465.00	202790.00	543255.00	-9037.75	-16812.75	0
7	6.2800	145898.00	34943.75	180841.75	44366.75	28078.50	0
8	0.0350	231662.25	408872.00	640534.25	75854.25	19029.50	0.31
9	0.2825	6162512.50	276237.25	6438749.75	3173478.50	1950784.00	35.11
10	0.0100	10269554.00	9816536.00	5021522.50	10956193.00	6025195.00	124.13
11	0.1625	6875671.00	2788761.00	2416108.00	-97038.00	154821.00	0
12	5.4300	623758.25	868807.00	1492565.25	21017.75	3716.50	0
13	1.0075	317375.75	256236.75	573612.50	21036.00	-1545.25	0
14	0.5500	341397.00	96846.00	438243.00	-23366.25	-48992.00	0
15	0.8525	9900.25	300.50	10200.75	-578.25	-1531.25	0.19
16	0.0375	44410.50	41592.25	86002.75	-13734.00	-25219.25	0
17	0.0925	242235.00	70725.50	312960.50	9292.50	-9867.75	0
18	0.3200	307919.25	46344.75	354264.00	79212.25	329350.00	26.05
19	0.5600	217967.50	553413.50	771381.00	61757.75	-1087.75	0
20	0.0500	991755.25	751014.50	1742769.75	-538.25	-81915.00	0
21	0.7300	322407.75	299169.50	621577.25	77198.75	31997.25	22.8
22	1.6825	3382875.00	96955.00	3479830.00	-42915.00	-560816.00	0
23	0.0125	154899.00	95418.75	250317.75	55313.00	249421.50	0.18
24	1.3575	15365.75	6963.00	22328.75	3555.25	4562.50	48.1
25	2.4050	23593.00	997.25	24590.25	17663.75	11731.25	35.75

26	7.6900	70923.50	61233.75	132157.25	-1414.50	-3477.50	0
27	0.3075	210426.75	106279.75	316706.50	87002.50	45559.50	41.07
28	0.0125	473227.50	1755.75	474983.25	3880.75	-17587.75	0
29	0.1175	13108.50	332.50	13441.00	915.54	1139.00	0.68
30	0.6225	62010.50	11106.25	73116.75	8000.00	3798.50	33.07
31	1.1775	391357.25	197300.54	588657.79	37574.25	22905.25	0
32	9.5800	5638.75	852.50	6491.25	573.50	1513.00	4.37
33	11.5200	20457.00	4495.75	24952.75	4178.00	2413.00	15.13
34	0.1800	15094.75	1092.25	14348.00	4321.25	3150.50	31.52
35	18.3500	42812.00	229.00	43041.00	-2625.00	5272.00	0
36	2.4725	61088.00	70980.75	132068.75	36459.75	17848.00	0.32
37	5.7650	198638.00	566325.50	764963.50	-14306.50	26166.50	0
38	0.0675	83494.75	2144.00	85102.75	11503.50	2280.25	25.17
39	0.4075	187606.00	56963.25	244569.25	40160.25	20400.50	20.58
40	0.0075	9826661.00	8326140.00	18152801.00	3422488.25	874299.00	17.87
41	17.3100	296449.50	668139.00	964588.50	159406.75	74306.75	26.52
42	0.0875	336765.50	65052.25	401817.75	70686.00	54034.00	0.47
43	2.4750	290959.25	286018.00	576977.25	27713.75	9760.25	4.81
44	6.8600	43054.25	55869.50	98923.75	10051.50	1065.25	0
45	1.5250	106002.00	96527.75	202529.75	96598.50	50034.00	78.18
46	3.4800	78593.25	7882.75	86476.00	-7906.75	4582.75	0
47	0.8325	403429.50	42156.75	445586.25	100394.50	63921.75	75.34
48	0.0650	310040.75	1171243.75	1481284.50	190083.50	105610.00	24.47
49	0.0900	563793.25	343337.50	1047024.50	183756.75	102592.25	27.61
50	0.8025	7664.25	950.75	8615.00	1236.25	612.75	0
51	1.8000	2022.50	39311.67	31506.25	-4884.75	-3396.25	0
52	2.2300	65373.25	449.67	65710.50	-13926.75	-10923.00	15.02
53	0.0225			1312824.00	13090.75	10540.25	0
54	1.3500			67013.00	42578.50	30916.50	27.93

55	27.5950	38057.25	39401.75	77459.00	15290.00	12180.00	39.56
56	0.1125	1446.00	83.00	1508.25	-398.75	-9.50	0
57	0.7750	12793.75	2398.67	14592.75	0.25	1013.50	0
58	3.2900	16759.75	379.00	17138.75	896.00	712.75	0
59	2.2925	1168580.25	292544.25	1461124.50	54237.75	236649.50	0
60	1.6750	199980.00	390139.00	590119.00	-1050.25	-20230.50	0
61	0.9675	130255.00	54137.67	170858.25	15647.75	8306.25	0
62	0.6100	13313.50	12821.75	26135.25	-2818.50	2771.75	0
63	0.0200	4765.00	3674.75	8439.75	-1346.75	1323.50	0
64	0.8325	66266.00	14273.50	80539.50	3643.75	4763.50	0.4
65	1.0525	94318.75	96312.25	190631.00	19710.25	7132.00	9.56
66	1.6400	75683.75	17400.75	93084.50	-5967.75	-26247.00	0
67	0.5350	5586.50	2636.50	8223.00	5123.75	5509.25	0
68	2.7200	5311.25	521.50	5832.75	-2276.25	-2992.00	0
69	0.0025	30893.75	401.25	31295.00	-2917.50	-2153.00	0

FA	FASET	PENJ	CP	SBERD	CAPT
101487.00	235675.00	291092.50	111.25	922493125.00	101723242187.50
51974.75	127485.75	119264.50	35.00	520000000.00	18200000000.00
192724.75	405731.00	46354.00	92.50	7187500000.00	179543750000.00
379292.50	755215.50	431968.00	266.25	140612000.00	37437945000.00
117232.25	295666.25	267935.25	107.50	360000000.00	38700000000.00
40810.00	117903.75	405719.50	400.00	75600000.00	30240000000.00
249869.00	462549.00	639968.00	222.50	1048000000.00	220735000000.00
485952.00	1115267.00	787058.25	225.00	1514845800.00	335151844000.00
4464086.00	16707778.75	21584650.50	11025.00	1924088000.00	21213070200000.00
8222363.00	41048677.00	61516998.00	18025.00	18000000000.00	81112500000000.00
5443945.00	8861606.00	4073423.00	4225.00	1058820000.00	1118378625000.00

1133460.00	1821793.75	1131317.50	295.00	532000000.00	15694000000.00
515572.75	866604.00	542550.75	180.00	836707000.00	150607260000.00
441825.50	680956.25	306218.75	30.00	4085979403.25	111295111233.75
11291.75	60635.50	29219.00	188.75	550030000.00	103812950000.00
39263.25	143912.00	245552.00	57.50	2200000000.00	126500000000.00
173783.00	402138.50	542711.25	163.75	500000000.00	81875000000.00
304865.50	905277.25	1578302.75	790.00	312000000.00	283920000000.00
553523.75	950752.50	789828.75	106.25	1050000000.00	111562500000.00
1092643.50	1779723.75	796956.75	121.25	968297000.00	117406011250.00
322174.75	1079698.50	1279294.50	268.75	780000000.00	209625000000.00
1055714.00	2266097.00	1622191.00	1100.00	257500000.00	283250000000.00
272079.25	558604.75	534732.00	677.50	180000000.00	121950000000.00
16132.25	136105.25	70739.25	460.00	125945820.00	57935077200.00
50255.00	168848.50	122814.25	355.00	161217222.50	56967869541.25
215417.00	279501.00	186385.50	35.00	1300000000.00	45500000000.00
273741.75	454769.00	377586.25	798.75	293463380.00	238591749150.00
240430.50	510155.00	229580.75	201.25	395025530.50	72987847440.00
15872.75	37942.00	48842.75	512.50	262637200.00	134426243000.00
102093.25	187654.75	150422.50	181.25	835000000.00	151343750000.00
455059.25	987702.75	1127224.25	322.50	326000000.00	107880000000.00
17570.50	27543.50	25770.50	166.25	180000000.00	29925000000.00
13209.75	37756.50	65608.25	818.75	27166263.75	34648552218.75
16521.00	118732.50	87370.00	975.00	52016000.00	50715600000.00
21534.00	56961.00	17604.00	700.00	34000000.00	23800000000.00
184611.00	252924.50	172681.75	193.75	816415862.50	167879799625.00
543690.25	807169.00	195954.75	122.50	422500000.00	50587500000.00
176365.25	403135.75	704923.00	483.75	306000000.00	148027500000.00
63128.00	513224.00	800253.00	102.50	2013852050.25	206288107622.50
7025360.50	29827128.00	34166345.50	4925.00	3309605392.50	18065392640825.00

IOWN : Kepemilikan manajerial
HJPD : hutang jangka pendek
HJPJ : Hutang jangka panjang
THUT : Total hutang
EBIT : *Earning before interest and tax*
EAT : *Earning after tax*
DPR : *Dividend per Share*
FA : Fixed Asset
TASET: Total Aset
PENJ : Penjualan
CP : *Closing price*
SBERD: Saham beredar
CAPT : Kapitalisasi pasar

Lampiran III

Data Rata-rata Variabel (Telah Diolah)

No	IOWN	RISK	DEBT	DIV
1	0.00175	-0.0000726	0.387379	0
2	0.00155	0.0000013	0.401219	0
3	0.042575	-0.0000009	0.022469	0
4	0.0009	0.0000041	1.989988	0
5	0.006525	-0.0000062	3.258051	0
6	0.009	0.0000004	4.607614	0
7	0.0628	-0.0000001	0.390968	0
8	0.00035	0.0000004	0.574333	0.0031
9	0.002825	0.0000000	0.385374	0.3511
10	0.0001	0.0000000	0.122331	1.2413
11	0.001625	0.0000009	0.272649	0
12	0.0543	-0.0028219	0.819283	0
13	0.010075	-0.0000013	0.661908	0
14	0.0055	0.0000008	0.64357	0
15	0.008525	-0.0000251	0.168231	0.0019
16	0.000375	-0.0000001	0.597607	0
17	0.000925	-0.0000034	0.778241	0
18	0.0032	0.0000005	0.391332	0.2605
19	0.0056	0.0000004	0.811337	0
20	0.0005	-0.0000012	0.979236	0
21	0.0073	0.0000002	0.575695	0.228

22	0.016825	-0.0189378	1.535605	0
23	0.000125	0.0000011	0.448112	0.0018
24	0.013575	-0.0000067	0.164055	0.481
25	0.02405	-0.0000012	0.145635	0.3575
26	0.0769	-0.0000030	0.472833	0
27	0.003075	0.0000008	0.696412	0.4107
28	0.000125	-0.0000031	0.931057	0
29	0.001175	0.0177272	0.354251	0.0068
30	0.006225	0.0000034	0.389634	0.3307
31	0.011775	0.0000021	0.595987	0
32	0.0958	-0.0002570	0.235673	0.0437
33	0.1152	0.0000341	0.660886	0.1513
34	0.0018	-0.0000046	0.120843	0.3152
35	0.1835	-0.0460842	0.755622	0
36	0.024725	0.0000016	0.522167	0.0032
37	0.05765	0.0000002	0.947712	0
38	0.000675	-0.0000045	0.211102	0.2517
39	0.004075	0.0000001	0.476535	0.2058
40	0.000075	0.0000000	0.6086	0.1787
41	0.1731	0.0000000	0.57546	0.2652
42	0.000875	0.0000008	0.661755	0.0047
43	0.02475	0.0000024	0.819609	0.0481
44	0.0686	-0.0000002	0.687692	0
45	0.01525	0.0000000	0.332804	0.7818

46	0.0348	-0.0000181	2.078101	0
47	0.008325	0.0000001	0.376817	0.7534
48	0.00065	-0.0000005	0.636605	0.2447
49	0.0009	0.0000003	0.462658	0.2761
50	0.008025	0.0000182	0.356603	0
51	0.018	-0.0000143	0.685574	0
52	0.0223	-0.0000128	0.387032	0.1502
53	0.000225	0.0000004	0.785009	0
54	0.0135	0.0000020	0.150432	0.2793
55	0.27595	0.0000041	0.678608	0.3956
56	0.001125	0.0000025	0.031042	0
57	0.00775	0.0000029	0.09339	0
58	0.0329	-0.0000150	0.25821	0
59	0.022925	-0.0000033	0.948522	0
60	0.01675	0.0000030	1.15838	0
61	0.009675	-0.0000001	0.476485	0
62	0.0061	0.0000020	0.123532	0
63	0.0002	0.0000127	0.102974	0
64	0.008325	-0.0000045	0.384817	0.004
65	0.010525	-0.0000005	0.517383	0.0956
66	0.0164	0.0000347	0.944376	0
67	0.00535	-0.0000063	0.108499	0
68	0.0272	-0.0000145	0.24589	0
69	0.000025	0.0000725	0.709231	0

No	RISK ²	GROWTH	PROFIT	FASET	SIZE
1	5.28E-09	0.081558	0.026353	0.430623	25.34552
2	1.60E-12	0.136808	0.077866	0.407691	23.62469
3	8.47E-13	0.215171	0.000998	0.475006	25.91368
4	1.65E-11	-0.00992	0.090366	0.502231	24.34595
5	3.84E-11	0.469593	0.007021	0.396502	24.37911
6	1.49E-13	1.765293	-0.07665	0.34613	24.13243
7	5.84E-15	0.11466	0.095918	0.5402	26.12023
8	1.37E-13	0.275087	0.068014	0.435727	26.53785
9	6.62E-18	0.10669	0.18994	0.267186	30.68564
10	4.18E-17	0.082673	0.266907	0.200308	32.02686
11	7.36E-13	-0.01503	-0.01095	0.614329	27.7429
12	7.96E-06	-0.05759	0.011537	0.622167	25.77913
13	1.61E-12	-0.01985	0.024274	0.594935	25.73794
14	6.04E-13	0.072286	-0.03431	0.648831	25.43545
15	6.29E-10	-0.37494	-0.00954	0.186223	25.36586
16	1.81E-14	-0.17213	-0.09543	0.272828	25.56351
17	1.18E-11	-0.04436	0.023108	0.432147	25.12846
18	2.56E-13	0.18029	0.087501	0.336765	26.37196
19	1.68E-13	0.074855	0.064957	0.582195	25.43785
20	1.36E-12	-0.43298	-0.0003	0.61394	25.4889
21	5.67E-14	0.185547	0.0715	0.298393	26.06859
22	3.59E-04	0	-0.01894	0.465873	26.3696
23	1.15E-12	0.027682	0.09902	0.487069	25.52688

24	4.52E-11	0.006142	0.026121	0.118528	24.78259
25	1.48E-12	0.21892	0.104613	0.297634	24.76575
26	9.28E-12	0.171311	-0.00506	0.77072	24.54098
27	7.22E-13	-0.12049	0.191311	0.601936	26.19802
28	9.75E-12	0.038128	0.007607	0.471289	25.01356
29	3.14E-04	0.702175	0.02413	0.418342	25.62428
30	1.19E-11	0.204335	0.042631	0.544048	25.74282
31	4.58E-12	0.064151	0.038042	0.460725	25.40429
32	6.61E-08	0.498574	0.020822	0.637918	24.12196
33	1.16E-09	0.212897	0.110656	0.349867	24.26852
34	2.07E-11	0.188668	0.036395	0.139145	24.6495
35	2.12E-03	0	-0.04608	0.378048	23.89295
36	2.53E-12	0.241114	0.144153	0.729906	25.84651
37	4.04E-14	0.069809	-0.01772	0.673577	24.64697
38	2.03E-11	0.17159	0.028535	0.437484	25.72066
39	1.67E-14	290.8949	0.078251	0.123003	26.05254
40	5.05E-17	0.150946	0.114744	0.235536	30.52502
41	2.83E-16	0.038778	0.0951	0.531821	26.44869
42	6.67E-13	0.281402	0.116413	0.208592	26.01803
43	5.84E-12	0.115237	0.039368	0.119083	24.77744
44	4.33E-14	0.198045	0.069875	0.565923	23.58547
45	2.00E-17	0.0903	0.158734	0.429345	26.50406
46	3.27E-10	-0.06652	-0.19001	0.105063	22.05889
47	3.52E-15	0.110805	0.0849	0.315828	27.75468

48	3.00E-13	-0.17437	0.081691	0.780762	27.16529
49	9.64E-14	0.039475	0.081198	0.467251	26.97801
50	3.31E-10	0.33059	0.051172	0.198884	23.70895
51	2.05E-10	0.398533	-0.10629	0.581029	23.9852
52	1.64E-10	-0.01024	-0.08203	0.327591	24.26205
53	1.61E-13	0.216583	0.007828	0.022977	24.61864
54	4.06E-12	0.370381	0.095581	0.032192	26.4809
55	1.72E-11	0.158081	0.133954	0.14621	24.4059
56	6.04E-12	0.343356	-0.00821	0.007286	23.28895
57	8.18E-12	-0.19609	1.60E-06	0.127502	24.8876
58	2.26E-10	0.381892	0.013499	0.005699	23.14596
59	1.10E-11	-0.2421	0.03521	0.093343	23.25636
60	9.05E-12	0.126409	-0.00206	0.256903	23.81266
61	7.34E-15	-0.02731	0.043638	0.271538	24.80334
62	4.06E-12	0.217943	-0.01332	0.005922	23.85312
63	1.60E-10	0.88687	-0.01643	0.0088	25.28028
64	2.05E-11	0.132418	0.01741	0.396607	26.28395
65	2.67E-13	0.110904	0.053495	0.626422	24.92897
66	1.21E-09	16.18167	-0.06054	0.189066	24.28348
67	3.91E-11	0.115694	0.067606	0.391501	25.92584
68	2.10E-10	0.067652	-0.09596	0.412314	23.29664
69	5.26E-09	1.303042	-0.06612	0.077263	24.02023

Lampiran IV

Analisis Two Stage Least Square

	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C(1)	0.223603	0.100265	2.230124	0.0266
C(2)	-1.207657	1.628314	-0.741661	0.4590
C(3)	0.434302	0.398646	1.089445	0.2770
C(4)	-0.003722	0.007849	-0.474242	0.6357
C(5)	0.000404	0.000326	1.237813	0.2169
C(6)	-0.007995	0.003974	-2.011629	0.0453
C(7)	0.000656	0.001713	0.382749	0.7022
C(8)	-0.051939	0.015535	-3.343305	0.0010
C(9)	-0.000444	0.001096	-0.405555	0.6854
C(10)	-2.55E-05	4.57E-05	-0.557523	0.5777
C(11)	0.016722	0.012528	1.334761	0.1832
C(12)	-0.000529	0.003643	-0.145088	0.8848
C(13)	0.432599	0.198668	2.177499	0.0304
C(14)	-0.650029	1.890042	-0.343923	0.7312
C(15)	-13.85840	14.06134	-0.985568	0.3253
C(16)	-0.005216	0.004148	-1.257449	0.2098
C(17)	0.405019	0.177573	2.280866	0.0234
C(18)	0.491843	0.417898	1.176945	0.2403
C(19)	-114.1083	39.36673	-2.898596	0.0041
C(20)	20.37326	46.84129	0.434942	0.6640
C(21)	-0.449547	2.871749	-0.156541	0.8757
C(22)	-29.24627	334.5920	-0.087409	0.9304
C(23)	4.708998	1.558313	3.021857	0.0028
C(24)	90.83801	34.71821	2.616437	0.0094
Determinant residual covariance		4.63E-06		
Equation: IOWN=C(1)+C(2)*RISK+C(3)*RISK ² +C(4)*DEBT+C(5)*DIV+C(6)*SIZE				
Observations: 69				
R-squared	0.210126	Mean dependent var	0.024553	
Adjusted R-squared	0.147437	S.D. dependent var	0.047292	
S.E. of regression	0.043667	Sum squared resid	0.120128	
Durbin-Watson stat	2.047997			
Equation: RISK=C(7)+C(8)*IOWN+C(9)*DEBT+C(10)*DIV+C(11)*PROFIT+C(12)*FASET				
Observations: 69				
R-squared	0.173272	Mean dependent var	-0.000730	
Adjusted R-squared	0.107659	S.D. dependent var	0.006380	
S.E. of regression	0.006027	Sum squared resid	0.002288	
Durbin-Watson stat	1.950968			
Equation: DEBT=C(13)+C(14)*IOWN+C(15)*RISK+C(16)*DIV+C(17)*GROWTH +C(18)*FASET				
Observations: 69				