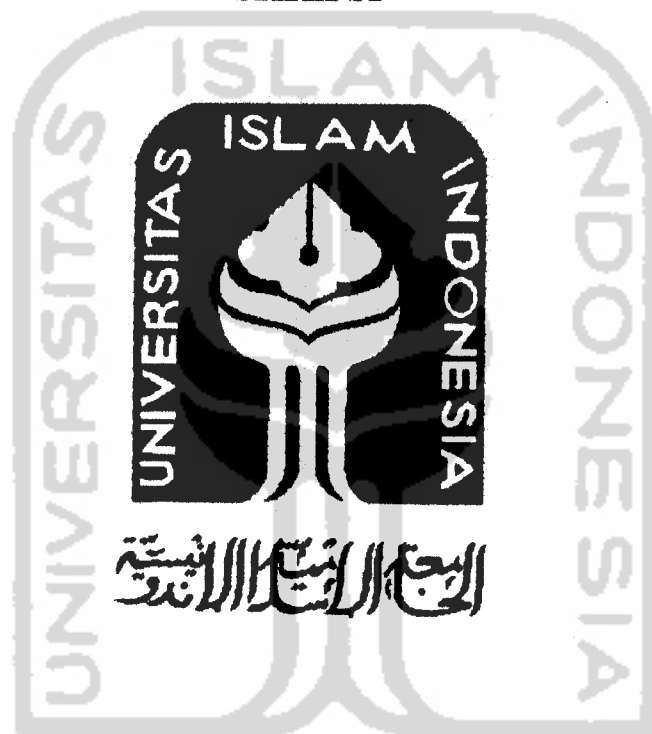


**Analisis Hubungan Antara Kepemilikan *Insider*,  
Leverage Perusahaan dan Kebijakan Deviden  
di Indonesia**

**SKRIPSI**



**ditulis oleh**

**Nama : Sendi Darma Subekti**  
**Nomor Mahasiswa : 03311016**  
**Program Studi : Manajemen**  
**Bidang Konsentrasi : Keuangan**

**UNIVERSITAS ISLAM INDONESIA  
FAKULTAS EKONOMI  
YOGYAKARTA  
2006**

**Analisis Hubungan Antara Kepemilikan *Insider*,  
Leverage Perusahaan dan Kebijakan Deviden  
di Indonesia**

**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 : Sendi Darma Subekti  
Nomor Mahasiswa : 03311016  
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, 07 November 2006

Penulis,

Sendi Darma Subekti

**Analisis Hubungan Antara Kepemilikan *Insider*,  
*Leverage* Perusahaan dan Kebijakan Deviden**



oleh

Nama : Sendi Darma Subekti  
Nomor Mahasiswa : 03311016  
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 Antara Kepemilikan *Insider*, *Leverage* Perusahaan dan Kebijakan Deviden**

Disusun Oleh : SENDI DARMA SUBEKTI

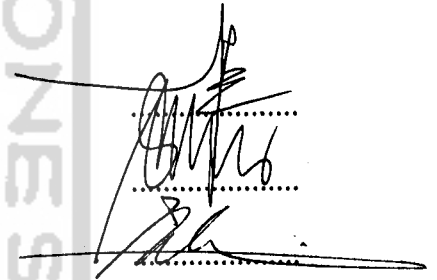
Nomor mahasiswa : 03311016

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. Asma' Ishak, M. Bus, Ph. D

## ABSTRAK

Penelitian ini menguji hubungan simultan antara kepemilikan *insider*, *leverage* perusahaan dan deviden sebagai variabel pengurang masalah agensi di Indonesia. *Purposive sampling* digunakan untuk memilih sampel penelitian, dengan persyaratan utama yaitu perusahaan yang mempunyai kepemilikan *insider* dan terdaftar di BEJ pada periode pengamatan 2001-2004, dari kriteria tersebut diperoleh 69 sampel. Penelitian ini menggunakan model *Two Stage Least Square* (2SLS) untuk menguji hubungan simultan antar ketiga variabel pengurang masalah agensi.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa terdapat hubungan simultan antara kepemilikan *insider*, *leverage* dan deviden namun tidak efektif. Ketidakefektifan hubungan tersebut mungkin karena tidak efektifnya ketiga variabel pengurang masalah agensi tersebut untuk mengurangi masalah agensi di Indonesia. Alasan yang lain adalah mungkin karena perbedaan asumsi teori agensi mengenai struktur kepemilikan perusahaan yang tersebar dengan struktur kepemilikan di Indonesia yang terkonsentrasi. Alasan lain yang mungkin adalah karena jumlah sampel penelitian yang sedikit sehingga kurang mencerminkan karakteristik perilaku perusahaan-perusahaan di Bursa Efek Jakarta (BEJ).

Kata Kunci : Kepemilikan *insider*, *leverage* dan deviden.

## KATA PENGANTAR

**Bismillahirrahmanirrahim,**

Alhamdulillah rabbil'aalamiin, puji dan syukur kita panjatkan kehadiran Allah SWT, atas rahmat, hidayah dan karunia-Nya, sehingga penulis dapat menyelesaikan skripsi dengan judul "**Analisis Hubungan Antar Kepemilikan Insider, Leverage Perusahaan dan Kebijakan Deviden di Indonesia**". 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 Dr. H. D. Agus Hardjito, M.Si. dan Ibu Dra. Nurfauziah, MM. selaku dosen pembimbing skripsi I dan II.
4. Kedua orang tua, adek-adekku : Robi, Irani, Alin, dan keluarga atas doa, nasehat dan dukungan baik moril maupun materiil.
5. Tim Program Hibah Manajemen : Tia dan Atik, terima kasih atas kerjasamanya selama ini. Pak Wisnu, SE. maaf atas kehilangan bukunya.
6. Teman-teman seperjuangan : Bima, Lina, Louhan, terima kasih atas diskusinya.

7. Supporterku : Dicie, terima kasih telah membuatku ceria; Dika and friend's yang telah bantuin translit jurnal; Pak ketu (Wisnu), Chenk & Ninda thank's atas flasdisknya.
8. Bu Yayuk di perpustakaan Lt. 3 terima kasih atas nasehat, dukungan dan tempat curhat.
9. Keluarga Pakde Jumadi, Rian dan Windu, terima kasih sudah mau direpotin dan atas pinjaman komputernya.
10. KSPM crew's, terima kasih atas rasa senasib sepenanggungan dan pengertiannya, terutama divisi kaderisasi yang sering jatuh bangun bersama-sama.
11. Teman-teman jurusan manajemen angkatan 2003 terutama kelas a, Ex' KKN SL-24, terima kasih atas persahabatan dan pelajaran hidup yang diberikan.
12. Ex' Ganza (2A&IPA-1) : Amri, Novi, Chenk, Saleh, Catur, Pi-pin, Warih, Ari, Itak, Riyasa, thank's atas doanya. Ingat, 10 tahun lagi ya.
13. Teman-teman di kampung, PERMATA ISLAM, PAPPERT-03, PS KALKUN, maaf jika sering absen selama menulis skripsi ini.
14. Semua orang di dunia ini yang telah membuat hidup ini lebih berwarna dan berarti.

Penulis menyadari adanya keterbatasan dalam skripsi ini, untuk itu penulis menerima kritik dan saran untuk perbaikan dikemudian hari. Pada akhirnya penulis mengharapkan semoga skripsi ini dapat berguna bagi semua pihak yang membacanya. Amiin



## 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
Abstrak.....	vii
Kata Pengantar.....	viii
Daftar Isi.....	x
Daftar Tabel.....	xiii
Daftar Lampiran.....	xiv
BAB I PENDAHULUAN	
1.1 Latar Belakang Masalah.....	1
1.2 Rumusan Masalah.....	6
1.3 Batasan Masalah dan Asumsi.....	6
1.4 Tujuan Penelitian.....	7
1.5 Manfaat Penelitian.....	7
BAB II KAJIAN PUSTAKA	
2.1 Tinjauan Literatur.....	8
2.2 Landasan Teori.....	11
2.2.1 Teori Agensi.....	11

2.2.2	Masalah Agensi.....	12
2.2.3	Mengurangi Masalah Agensi.....	15
2.3	Pengajuan Hipotesis.....	21
2.3.1	Kepemilikan <i>Insider</i> dengan Leverage.....	21
2.3.2	Kepemilikan <i>Insider</i> dengan Deviden.....	23
2.3.3	Leverage dengan Deviden.....	25
BAB III METODOLOGI PENELITIAN		
3.1	Variabel Penelitian.....	28
3.2	Definisi Operasional Variabel.....	32
3.3	Jenis dan Sumber Data.....	34
3.4	Populasi dan Sampel Penelitian.....	34
3.5	Teknik Analisis.....	35
BAB IV ANALISIS DAN PEMBAHASAN		
4.1	Deskripsi Statistik Data.....	38
4.2	Hubungan Antar Variabel Endogen.....	39
4.2.1	Persamaan Kepemilikan <i>Insider</i> .....	39
4.2.2	Persamaan Hutang.....	42
4.2.3	Persamaan Deviden.....	43
4.3	Pengaruh Variabel Kontrol.....	45
4.3.1	Persamaan Kepemilikan <i>Insider</i> .....	45
4.3.2	Persamaan Hutang.....	47
4.3.3	Persamaan Deviden.....	48

BAB V KESIMPULAN DAN SARAN

5.1 Kesimpulan.....	51
5.2 Saran.....	54
DAFTAR PUSTAKA.....	56



## DAFTAR TABEL

<b>Tabel</b>	<b>Halaman</b>
4.1 Statistik Deskriptif Data.....	38
4.2 Hasil Estimasi 2SLS.....	40



## DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran	Halaman
Lampiran I Daftar Sampel.....	58
Lampiran II Data Rata-rata Awal.....	61
Lampiran III Data Rata-rata Setelah Diolah.....	64
Lampiran IV Statistik Deskriptif Data.....	69
Lampiran V Hasil Olah Data.....	70



# BAB I

## PENDAHULUAN

### 1.1 Latar Belakang Masalah

Jensen dan Meckling (1976) mengartikan bahwa hubungan agensi merupakan kontrak dimana satu atau lebih orang (*prinsipal*) meminta orang lain (agen) untuk mengambil tindakan atas nama *prinsipal*. Tindakan yang diambil agen tentunya diharapkan dapat memaksimalkan nilai perusahaan sehingga juga akan memaksimalkan nilai tambah bagi *prinsipal*. Di dalam perusahaan terdapat manajer sebagai agen yang mengelola perusahaan dan *stockholder* dan *debtholder* sebagai *prinsipal* yang mendanai kegiatan perusahaan. Masing-masing pihak memiliki kepentingan sendiri dan seringkali terjadi konflik karena benturan kepentingan antar pihak yang disebut masalah agensi (*agency conflict*).

Masalah agensi muncul karena ada pemisahan kepemilikan dan kontrol di dalam perusahaan, seperti diungkapkan Jensen dan Meckling (1976). Teori agensi berargumen bahwa kepemilikan perusahaan tersebar oleh para pemegang saham biasa dan mereka membentuk portofolio atau melakukan diversifikasi untuk mengurangi resiko atas kekayaan mereka. Oleh karena itu pemegang saham mendelegasikan pengambilan keputusan kepada manajer. Pemegang saham berharap agar manajer dapat mengurangi resiko spesifik perusahaan untuk mengurangi total resiko dari portofolionya tetapi disamping hal tersebut manajer mempunyai kecenderungan perilaku untuk memenuhi kepentingannya yang

terkadang dapat memunculkan konflik antara manajer dengan *stockholder*, konflik ini memunculkan *agency cost of equity*.

Jensen (1986) menemukan bahwa akar permasalahan antara manajer dengan *stockholder* adalah karena adanya *free cash flows* di dalam perusahaan. Pengurangan *free cash flows* dapat mengurangi kemungkinan pnyalahgunaan dana tersebut oleh manajer sehingga masalah agensi juga akan berkurang. Pengurangan *free cash flows* dapat dilakukan dengan cara meningkatkan pembagian deviden kepada pemegang saham dan dengan meningkatkan jumlah hutang.

*Outside equityholders* akan selalu memonitor manajer untuk memastikan bahwa manajer tidak melakukan tindakan yang bertentangan dengan kepentingan pemegang saham. *Stockholder* akan cenderung menekan manajer untuk memaksimalkan nilai saham mereka dengan mengabaikan kepentingan *debtholder*, di sisi lain *debtholder* menghendaki *return* sesuai dengan resiko yang ditanggungnya serta pengembalian pinjaman yang tepat waktu.

Jensen dan Meckling (1976) mengidentifikasi ada dua cara untuk mengatasi masalah agensi. *Pertama*, melakukan pengawasan (*monitoring*) yaitu dengan adanya dewan komisaris independen, pasar *corporate control*, pasar manajer, kepemilikan terkonsentrasi dan pemegang saham besar. *Kedua*, melakukan pengendalian diri (*bonding*), dapat dilakukan dengan meningkatkan jumlah hutang dan meningkatkan jumlah deviden. Kedua mekanisme tersebut memang dapat meminimalkan penyimpangan perilaku manajer namun juga akan memunculkan biaya yang disebut sebagai biaya agensi (*agency cost*). Upaya lain

untuk mengurangi masalah agensi dapat dilakukan dengan meningkatkan kepemilikan manajer di perusahaan namun kepemilikan tersebut jangan sampai terlalu besar karena akan menimbulkan masalah baru.

Literatur keuangan telah meneliti hubungan antara kepemilikan *insider*, *leverage* perusahaan dan kebijakan deviden untuk mengurangi masalah agensi. Peningkatan kepemilikan saham oleh manajer akan mengurangi *agency cost* karena kepentingan manajer akan sejalan dengan kepentingan *stockholder*. Kepemilikan manajer merupakan salah satu cara untuk mengontrol perilaku menyimpang manajer seperti dikemukakan oleh Jensen dan Meckling (1976); Jensen, Solberg dan Zorn (1992). Namun meningkatkan kepemilikan saham oleh manajer untuk mengontrol *agency cost* bukanlah hal yang murah karena akan membuat kekayaan manajer menjadi kurang terdiversifikasi dan tentunya manajer akan meminta kompensasi yang lebih seperti diungkapkan Crutchley dan Hansen (1988)

Pembayaran deviden merupakan salah satu mekanisme *bonding* bagi manajemen. Jensen (1986) menemukan bahwa dengan pembagian deviden akan mengurangi *free cash flow* di perusahaan sehingga mengurangi kemungkinan manajer melakukan tindakan *perquisites*. Jensen, Solberg dan Zorn (1992) menyatakan bahwa pembayaran deviden akan mengurangi konflik agensi antara manajer dengan *stockholder*, ini berarti mengurangi *agency cost of equity*. Rozeff (1982) mengemukakan pendapat yang berbeda, pembayaran deviden yang besar akan meningkatkan kemungkinan pendanaan dari *external equity* sehingga pengawasan dari pihak luar akan semakin meningkat, pengawasan ini akan



membuat manajer bekerja lebih keras dan bertindak sesuai dengan kepentingan *stockholder*.

Copeland dan Weston (1992) menyatakan bahwa *agency cost of equity* yang muncul karena hubungan antara manajer dengan *stockholder* dapat diminimalkan dengan mengundang pihak ketiga untuk ikut memonitor perilaku manajer. Peningkatan utang yang merupakan salah satu mekanisme *bonding* yang dapat dilakukan yaitu dengan mengundang *debtholder* untuk ikut mengontrol perusahaan. Jensen dan Meckling (1976) menyatakan bahwa penggunaan hutang akan mengurangi kemungkinan penggunaan *equity financing* sehingga akan mengurangi kemungkinan bertambahnya *equityholders* dengan demikian akan mengurangi konflik antara manajer dengan *stockholders*. Namun peningkatan hutang akan memunculkan masalah baru antara *stockholders* dengan *debtholders* yang menimbulkan *agency cost of debt*. *Stockholder* cenderung menyukai investasi yang beresiko untuk memaksimalkan nilai tambah mereka tetapi investasi yang berisiko tersebut akan membuat resiko kreditur untuk tidak mendapat pembayaran atas bunga dan pinjaman pokok yang mereka berikan semakin besar.

Penelitian untuk menguji interdependensi antara kepemilikan *insider*, *leverage* perusahaan dan kebijakan deviden telah dilakukan. Jensen, Solberg dan Zorn (1992), mereka menyatakan bahwa kebijakan finansial dan kepemilikan *insider* adalah interdependen, secara lebih spesifik kepemilikan *insider* mempunyai pengaruh negatif terhadap hutang perusahaan dan level deviden. Chen dan Steiner (1999) menemukan bahwa terdapat efek substitusi antara

*manajerial ownership* dengan *debt* dan antara *manajerial ownership* dengan deviden. Penemuan ini menunjukkan jika salah satu kebijakan sudah diambil maka akan meniadakan pengambilan kebijakan yang lain, artinya terdapat hubungan negatif antar kebijakan. Tandelilin dan Wilberforce (2002) menemukan bahwa level hutang yang tinggi akan menggantikan kepemilikan *insider* dalam mengurangi konflik antara eksternal *stockholder* dengan manajer. Mereka juga menemukan adanya hubungan *non monotonic* antara deviden dengan kepemilikan *insider*, artinya sampai pada poin tertentu kenaikan kepemilikan *insider* akan menurunkan *dividend pay out ratio* tetapi kenaikan lebih lanjut dari kepemilikan *insider* akan menaikkan *dividend pay out ratio*.

Penelitian ini lebih menitik beratkan pada suatu pemahaman tentang hubungan keagenan, yaitu bagaimana hubungan interdependensi antara kepemilikan *insider*, hutang dan deviden sebagai mekanisme pengurang masalah agensi. Penelitian ini akan menguji keefektifan ketiga kebijakan tersebut untuk mengurangi masalah agensi di Indonesia, dimana struktur kepemilikan di Indonesia berbeda dengan asumsi dari teori agensi. Penelitian ini menerapkan *two-stage Least Square* (2 SLS) untuk sistem persamaan yang meliputi satu persamaan untuk tiap tiga pilihan kebijakan. Variabel fokus dalam penelitian ini adalah *insider ownership*, *debt* dan *dividend* dan ditambah variabel penjelas yang merupakan "*real artibuts*" dari perusahaan. Berdasar Uraian di atas maka penulis mengajukan judul "**Analisis Hubungan Antara Kepemilikan *Insider*, *Leverage* Perusahaan dan Kebijakan Deviden di Indonesia**". Penelitian ini dapat membantu perkembangan teori keuangan, khususnya teori agensi.

## 1.2 Rumusan Masalah Penelitian

Adakah hubungan secara simultan antara kepemilikan *insider*, *leverage* perusahaan dan kebijakan *dividen*.

## 1.3 Batasan Masalah dan Asumsi

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.
2. Perusahaan yang diteliti hanya perusahaan yang memiliki kepemilikan *insider* (manajer dan komisaris) pada periode pengamatan dan mempunyai kelengkapan data yang di butuhkan dalam penelitian ini. Tetapi penelitian ini lebih fokus pada perusahaan yang memiliki kepemilikan manajer karena manajer disini lebih terlibat secara langsung dalam pengambilan kebijakan di perusahaan.
3. Variabel pengurang masalah agensi yang akan di bahas dalam penelitian ini adalah kepemilikan *insider*, hutang (*leverage*) dan *dividen*. *Leverage* dalam penelitian ini adalah *financial leverage*. Ketiga variabel pengurang masalah agensi tersebut juga akan dihubungkan dengan *fix asset*, *growth*, *size*, *profit* dan resiko sebagai variabel kontrol.

#### 1.4. Tujuan Penelitian

Mengetahui ada tidaknya hubungan secara simultan antara kepemilikan *insider*, *leverage* perusahaan dan kebijakan deviden.

#### 1.5 Manfaat Penelitian

1. Bagi manajer atau praktisi keuangan dapat menggunakan hasil penelitian ini sebagai pertimbangan dalam pengambilan kebijakan khususnya kebijakan kepemilikan *insider*, kebijakan *leverage* dan kebijakan deviden yang sangat rentan terhadap munculnya masalah agensi. Sehingga nantinya dapat dicari kombinasi yang tepat dari ketiga kebijakan tersebut untuk mengurangi masalah agensi dan memaksimalkan nilai perusahaan.
2. Penelitian ini diharapkan dapat memberikan sumbangan terhadap ilmu keuangan khususnya teori agensi. Tambahan informasi ini akan menyempurnakan pemahaman tentang teori agensi khususnya penerapannya di Indonesia.

## BAB II

### KAJIAN PUSTAKA

#### 2.1 Tinjauan Literatur

Jensen, Zolberg dan Zorn (1992) dalam penelitiannya yang berjudul "*Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt and Deviden Policies*" meneliti tentang faktor-faktor penentu dari kepemilikan *insider*, hutang dan kebijakan deviden, ketiga variabel tersebut dihubungkan secara langsung antar ketiganya dan juga secara tidak langsung dihubungkan dengan karakteristik operasi perusahaan. Hasil penelitian menunjukkan bahwa terdapat interdependensi antara kepemilikan *insider*, hutang dan deviden, secara khusus ditemukan bahwa kepemilikan *insider* mempunyai pengaruh yang negatif terhadap hutang dan deviden. Penelitian ini juga menunjukkan bahwa saat biaya modal dari luar begitu mahal maka perusahaan menggunakan pandanaan internal untuk mendanai kesempatan investasi yang ada. Penelitian ini mengindikasikan bahwa perusahaan yang menghasilkan profit menggunakan lebih sedikit hutang dalam struktur modalnya. Hasil koefisien yang signifikan dari *fix asset*, *R&D*, kepemilikan *insider* dan *business risk* menunjukkan biaya kebangkrutan dan agensi memiliki pengaruh dalam pengambilan kebijakan keuangan. Penelitian ini juga menunjukkan bahwa manajer akan cenderung meningkatkan kepemilkanya di dalam perusahaan jika potensi untuk mengontrol perusahaan tinggi.

Chen dan Steiner (1999) dalam penelitiannya yang berjudul "*Manajerial Ownership and Agency Conflict: A Nonlinnear Simultaneous Equation Analysis*

*of Managerial Ownership, Risk Taking, Debt Policy and Deviden Policy*" menggunakan persamaan non-linear untuk menguji hubungan antar variabel dalam penelitian ini. Hasil penelitian menunjukkan bahwa risiko merupakan faktor penentu dari *managerial ownership* dan *managerial ownership* juga merupakan faktor penentu dari risiko. Penemuan ini menunjukkan pada level risiko yang rendah manajer akan meningkatkan kepemilikannya di dalam perusahaan untuk mengurangi konflik antara *equityholder* dengan manajer, namun pada saat level risiko yang tinggi manajer akan bersifat *risk averse* artinya manajer akan melindungi kekayaannya dengan mengurangi kepemilikan di dalam perusahaan. Penelitian ini juga menemukan bahwa terdapat efek substitusi antara *managerial ownership* dengan deviden artinya antara kebijakan tersebut dapat saling menggantikan untuk mengurangi masalah agensi.

Mahadwartha (2003) dalam penelitiannya yang berjudul "*Predictability Power of Devidend Policy and Leverage Policy to Managerial Ownership: An Agency Theory Prespective*" menggunakan model logit untuk mengetahui sejauh mana kepemilikan manajerial dapat diprediksi oleh kebijakan deviden dan *leverage*. Hasil penelitian menunjukkan bahwa *leverage* dan deviden dapat digunakan untuk memprediksi kepemilikan manajerial. Hubungan antara *leverage* dan deviden dengan kepemilikan manajerial adalah negatif, hasil ini menunjukkan terdapat efek substitusi antara kepemilikan manajerial dengan hutang dan deviden dalam mengurangi masalah agensi.

Tandelilin dan Wilberforce (2002) dalam penelitiannya yang berjudul "*Can Debt and Devidend Policies Substitute Insider Ownership in Controlling*

*Equity Agency Conflict?*” menguji hubungan antara kepemilikan *insider*, hutang dan deviden dengan menggunakan model simultan. Penelitian ini berfokus kepada apakah terdapat efek substitusi antara hutang dan deviden dengan kepemilikan *insider* dalam usaha mengontrol masalah agensi. Hasil penelitian menunjukkan level hutang yang tinggi akan menggantikan kepemilikan *insider* dalam mengurangi konflik antara eksternal *stockholder* dengan manajer. Hasil lain dari penelitian ini menunjukkan adanya hubungan *non-monotonic* antara kebijakan deviden dengan kepemilikan *insider*, artinya sampai pada poin tertentu kenaikan kepemilikan manajer akan menurunkan *dividend pay out ratio* tapi kenaikan lebih lanjut dari kepemilikan *insider* akan menaikkan *dividend pay out ratio*.

Rozeff (1982) dalam penelitiannya yang berjudul “*Growth Beta and Agency Cost as Determinants of Dividend Payout Ratios*” menguji faktor-faktor yang menentukan optimal *dividend payout ratios*. Penelitian ini menyimpulkan bahwa kenaikan deviden akan menurunkan *agency cost* tetapi akan menaikkan biaya transaksi karena *external financing*. Penelitian ini menemukan bahwa pertumbuhan di masa lalu dan perkiraan pertumbuhan di masa datang, koefisien *beta* dan kepemilikan manajer merupakan faktor penentu dari *dividend payout ratios*, pengaruh variabel tersebut terhadap *dividend payout ratios* adalah negatif dan signifikan. Sedangkan jumlah pemegang saham biasa mempunyai pengaruh positif dan signifikan terhadap *dividend payout ratios*.

Friend dan Lang (1988) dalam penelitiannya yang berjudul “*Empirical Test of The Impact of Managerial Self Interest on Corporate Capital Structure*”

menguji apakah keputusan struktur modal perusahaan dipengaruhi oleh kepentingan manajer. Hasil penelitian ini menunjukkan terdapat hubungan negatif antara hutang dengan kepemilikan saham manajer di perusahaan, artinya pada saat level hutang naik maka kepemilikan saham manajer dalam perusahaan akan turun, hal ini dikarenakan manajer akan menanggung resiko yang lebih besar dari adanya resiko yang tidak dapat di diversifikasi dari hutang daripada resiko yang dirasakan investor luar, oleh karena itu manajer akan berusaha untuk menjaga hutang pada level yang rendah. Penelitian ini juga menemukan adanya hubungan positif antara hutang dengan *size* dan juga adanya hubungan positif antara hutang dengan profitabilitas.

## 2.2 Landasan Teori

### 2.2.1 Teori Agensi

Perusahaan sering dianggap hanya sebagai “kotak hitam” yang hanya melakukan proses transformasi input menjadi output untuk memaksimalkan *profit* atau lebih tepatnya *present value*. Seringkali dilupakan bahwa terdapat manajer yang juga memiliki kepentingan tertentu. Pihak lain yang juga terlibat dalam perusahaan adalah pemegang saham (*stockholder*) sebagai pemilik perusahaan dan kreditor (*debtholder*) yang memberi pinjaman untuk mendanai kegiatan perusahaan dengan mengharapkan pengembalian tertentu. Antara manajer, *stockholder* dan *debtholder* terjadi interaksi di dalam perusahaan, menurut Jensen dan Meckling (1976) perusahaan digambarkan sebagai kumpulan



kontrak antar pihak-pihak yang berinteraksi di perusahaan. Teori agensi akan memberikan penjelasan tentang hubungan kontraktual tersebut.

Hubungan agensi merupakan kontrak dimana satu atau lebih orang (*prinsipal*) meminta orang lain untuk melakukan jasa atas nama *prinsipal* serta memberi wewenang kepada agen untuk membuat keputusan yang tentunya terbaik bagi *prinsipal* seperti dijelaskan Jensen dan Meckling (1976). Jika hubungan antara kedua pihak adalah untuk memaksimalkan nilai tambah maka sangat dimungkinkan agen tidak selalu bertindak untuk kepentingan *prinsipal*. Manajer sebagai agen disini diberi kepercayaan untuk melakukan kegiatan yang dapat meningkatkan nilai perusahaan sehingga juga akan memaksimalkan nilai tambah yang diterima investor sebagai *prinsipal*. Namun sering manajer mengambil keputusan yang cenderung untuk memenuhi kepentingan sendiri. Ketidaksejajaran kepentingan antara antara manajer sebagai agen dengan *stockholder* dan *debtholder* sebagai *prinsipal* ini disebut dengan masalah agensi (*agency problem*).

### 2.2.2 Masalah Agensi

Jensen dan Meckling (1976) menyatakan bahwa sejak hubungan antara manajer dengan *stockholder* merupakan murni hubungan agensi maka dapat dikaitkan dengan bahwa masalah agensi muncul karena adanya pemisahan antara kepemilikan dan kontrol di dalam perusahaan, terlebih lagi dengan kepemilikan perusahaan yang tersebar. Manajer sebagai agen diberi wewenang untuk mengambil keputusan di dalam perusahaan, investor sebagai pemilik berharap

manajer dapat memaksimalkan kekayaan mereka, tetapi disini manajer mempunyai kecenderunagn untuk melakukan tindakan *perquisites* yang berlebihan dan perilaku oportunis lain, hal ini memunculkan *agency cost of equity*.

Masalah agensi ini dapat muncul kerana perbedaan kepentingan antara manajer perusahaan, *outside stockholder* dan *bondholder*. *Outside equityholders* akan selalu memonitor manajer untuk memastikan bahwa manajer tidak melakukan tindakan yang bertentangan dengan kepentingan pemegang saham. *Stockholder* akan cenderung menekan manajer untuk memaksimalkan nilai saham mereka dengan mengabaikan kepentingan *debtholder*, di sisi lain *debtholder* menghendaki *return* sesuai dengan resiko yang ditanggungnya serta pengembalian pinjaman yang tepat waktu.

Banyak bukti tentang adanya masalah agensi, Jensen (1986) menemukan akar permasalahan antara manajemen dengan *stockholder* dari adanya kelebihan aliran kas. Kelebihan aliran kas oleh manajer sering digunakan untuk berinvestasi dalam investasi yang kadang memiliki *return* negatif. Adanya kelebihan alairan kas bebas ini cenderung digunakan manajer untuk tindakan *perquisites* yaitu kegiatan konsumsi berlebihan yang tidak ada hubungannya dengan tujuan perusahaan.

Crutchley dan Hansen (1988) menyatakan bahwa karena pemegang saham tersebar dan mereka melakukan diversifikasi dengan membentuk portofolio saham maka pemegang saham biasa mendelegasikan pengambilan kebijakan finansial dan kebijakan lain kepada manajer perusahaan. Konflik antara

manajer dengan *stockholder* terjadi karena *stockholder* menginginkan agar manajer dapat mengurangi resiko spesifik dari perusahaan namun manajer cenderung untuk memenuhi kepentingan sendiri, misalnya : manajer melakukan tindakan *perquisites*, manajer membuat kebijakan operasi yang menguntungkan dirinya sendiri namun merugikan *stockholder* dan manajer membuat kebijakan operasi yang mengurangi resiko mereka tetapi mengesampingkan kepentingan *stockholder* yang lebih menyukai resiko

Masalah agensi antara *prinsipal* dengan agen ini dapat berbeda di setiap negara. Teori agensi yang dilahirkan di Amerika Serikat memadam bahwa masalah agensi muncul antara pemegang saham yang secara umum memiliki porsi kepemilikan yang kecil dengan manajer yang juga memiliki porsi kepemilikan yang kecil. Namun untuk kasus di Indonesia memang agak berbeda dimana sebagai agen adalah pemegang saham mayoritas yang juga ikut mengelola perusahaan sedangkan sebagai *prinsipal* adalah pemegang saham minoritas. Meskipun konfliknya agak berbeda namun mekanisme untuk mengurangi masalah agensi yang disarankan dari teori tersebut mungkin masih dapat diterapkan di Indonesia seperti yang diungkapkan Arifin (2005).

Tandelilin dan Wilberforce (2002) menyatakan bahwa kebanyakan perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta (BEJ) kepemilikannya didominasi oleh keluarga atau individu, khususnya perusahaan yang dimiliki oleh orang Indonesia keturunan China. Struktur kepemilikan dan pengelolaan yang unik ini dimungkinkan memiliki pengaruh terhadap kebijakan perusahaan. Menurut Jensen dan Meckling (1976) tingkat kepemilikan *insider* yang tinggi akan

membuat adanya kesejajaran antara manajer dengan *stockholder* maka akan mengurangi *agency cost of equity*. Namun Arifin (2003) menemukan bahwa *bonding* dengan hutang belum efektif untuk mengurangi masalah agensi pada perusahaan yang dikontrol keluarga, sedangkan *bonding* dengan deviden lebih efektif pada perusahaan yang dikontrol keluarga dan perusahaan yang tidak dikontrol keluarga, namun perbedaan tingkat efektifitasnya tidak signifikan.

### 2.2.3 Mengurangi Masalah Agensi

Jensen dan Meckling (1976) mengidentifikasi ada dua cara untuk mengurangi masalah agensi yaitu (1) investor melakukan pengawasan (*monitoring*) (2) manajer melakukan pembatasan atas tindakannya (*bonding*). Untuk mengefektifkan kedua mekanisme tersebut terdapat biaya yang harus dikeluarkan, tetapi calon investor juga akan mengantisipasi adanya biaya lain meskipun sudah dilakukan mekanisme *monitoring* dan *bonding* yaitu *residual loss*. Ketiga Biaya yang mungkin akan ditanggung investor untuk mengurangi masalah agensi disebut biaya agensi (*agency cost*) yang tercermin dari harga saham yang terdiskon saat perusahaan menjual sahamnya.

Adanya pemisahan kepemilikan dan kontrol di dalam perusahaan dapat menimbulkan konflik kepentingan antara agen dengan *prinsipal*. *Prinsipal* dapat meminimalkan perbedaan kepentingannya dengan agen dengan meningkatkan *monitoring cost* untuk mengurangi tindakan menyeleweng oleh agen. Dan dalam kondisi tertentu *prinsipal* akan memberi kompensasi kepada agen untuk melakukan *bonding* atas perilakunya untuk memastikan bahwa manajer tidak

mengambil tindakan yang akan merugikan *prinsipal*. Namun demikian pada saat tingkat biaya nol tidak mungkin bagi *prinsipal* untuk dapat memastikan bahwa agen telah mengambil keputusan yang terbaik yang memberi nilai tambah bagi *prinsipal*.

Meskipun sudah dikeluarkan *monitoring* dan *bonding cost* terdapat biaya lain yang disebut *residual loss*. Ekuivalensi *dollar* dari pengurangan kekayaan yang dialami *prinsipal* sebagai akibat dari adanya perbedaan kepentingan antara *prinsipal* dengan agen juga merupakan *agency cost*. Jensen dan Meckling mendefinisikan *agency cost* adalah penjumlahan dari:

1. Biaya *monitoring* oleh *prinsipal*; biaya untuk mengobservasi atau mengukur perilaku agen dan juga untuk mengontrol perilaku manajer.
2. Biaya *bonding* oleh agen.
3. *Residual loss*

Mekanisme kontrol dengan *monitoring* untuk mengurangi biaya agensi dapat dilakukan dengan :

1. Pembentukan dewan komisaris independen; mekanisme *monitoring* terhadap manajer akan efektif jika dewan didominasi oleh anggota dari luar (*independent board of director*).
2. Pasar *corporate control*; adanya pasar *corporate control* dimana perusahaan yang menurun nilainya akibat adanya masalah agensi akan diambil alih oleh perusahaan lain merupakan mekanisme yang lebih bagus untuk mengurangi masalah agensi.

3. Pemegang saham besar; adanya pemegang saham besar akan membuat monitoring terhadap manajemen meningkat, ini terkait dengan dana pengawasan yang disediakan juga besar.
4. Kepemilikan terkonsentrasi; kepemilikan dikatakan terkonsentrasi jika untuk mendapat kontrol dominasi atau mayoritas dibutuhkan penggabungan sedikit investor, jika kepemilikan terkonsentrasi maka semakin sedikit investor yang mempunyai kontrol dan semakin mudah kontrol tersebut di jalankan.
5. Pasar manajer; manajer akan di catat kinerjanya oleh pasar manajer baik yang ada di dalam perusahaan maupun yang ada di luar perusahaan sehingga manajer akan bekerja semaksimal mungkin untuk memberikan nilai tambah bagi perusahaan.

Mekanisme kontrol dengan *bonding* dapat dilakukan dengan *bonding* dengan hutang dan *bonding* dengan meningkatkan deviden. Sedangkan mekanisme lain untuk mengurangi masalah agensi dapat dilakukan dengan peningkatan kepemilikan manajer seperti diungkapkan Arifin (2005)

Teori agensi menyarankan beberapa cara untuk mengurangi masalah agensi, namun dalam penelitian ini akan dibahas tiga cara yang relevan dengan penelitian ini, yaitu:

#### **1. Meningkatkan Kepemilikan Manajer di dalam Perusahaan**

Dengan meningkatkan kepemilikan manajer di dalam perusahaan maka akan ada kesejajaran antara kepentingan manajer dengan pemegang saham seperti diungkapkan Jensen dan Meckling (1976), ini berarti mengurangi *agency*

*cost of equity* yang muncul karena adanya perbedaan kepentingan antara manajer dengan pemegang saham dan membuat pengambilan keputusan lebih cepat. Dalam contoh yang ekstrim misalnya kepemilikan manajer di dalam perusahaan sebesar 100% berarti manajer sama dengan pemilik, maka *agency cost equity* sama dengan nol karena pemilik tidak perlu mengeluarkan biaya untuk memastikan bahwa manajer melakukan sesuatu yang benar untuk kepentingan mereka karena disini manajer sama dengan pemilik. Namun jika kepemilikan manajer terlalu tinggi dapat memunculkan *entrenchment problem*. Kepemilikan saham oleh manajer yang tinggi akan mempengaruhi mekanisme voting dan proses *takeover* (pengambilalihan). Dalam proses *takeover* khususnya pengambilalihan secara paksa apabila kontrol oleh manajer cukup tinggi karena kepemilikan manajer yang tinggi maka manajer dapat menghalang-halangi proses ini walaupun pengambilalihan ini dimaksudkan untuk memberi manfaat kepada pemegang saham.

Dengan meningkatkan kepemilikan manajer yang semakin besar di perusahaan maka semakin besar kekayaan manajer yang dibutuhkan dan semakin kurang terdiversifikasinya kekayaan manajer, oleh karena itu manajer pasti akan membutuhkan kompensasi yang lebih besar karena resiko dari kekayaan manajer yang kurang terdiversifikasi juga besar. Ini berarti peningkatan kepemilikan manajer di dalam perusahaan untuk mengontrol *agency cost* bukanlah hal yang murah seperti diungkapkan Crutchley dan Hansen (1989).

Namun demikian penggunaan utang akan menimbulkan masalah baru antara *stockholder* dan *debtholder* yang menimbulkan *agency cost of debt*, *stockholder* menginginkan peningkatan kekayaan mereka walaupun mungkin melalui keputusan investasi yang beresiko, di lain pihak kekhawatiran *debtholder* akan muncul karena investasi yang beresiko yang diambil akan semakin meningkatkan resiko tidak terbayarkannya bunga dan pinjaman pokok yang *debtholder* berikan sedangkan *stockholder* tidak menanggung resiko tersebut.

Dengan investasi yang beresiko tinggi maka diharapkan akan memperoleh *return* yang tinggi, namun *return* tersebut hanya akan memberikan nilai tambah bagi *stockholder* karena *stockholder* sebagai pemilik perusahaan, sedangkan *debtholder* tidak akan memperoleh nilai tambah dari *return* yang diperoleh dari investasi yang beresiko karena *return* yang diperoleh *debtholder* hanya dari *return* atas pinjaman yang diberikan yang besarnya telah ditentukan sebelumnya.

## 2.3 Pengajuan Hipotesis

### 2.3.1 Kepemilikan *Insider* dengan Leverage

Chen dan Steiner (1999); Tandelililn dan Wilberforce (2002) menemukan bahwa hutang signifikan secara statistik berkorelasi dengan kepemilikan *insider*, korelasinya negatif. Hasil ini mendukung argumen bahwa terdapat efek substitusi antara kebijakan hutang dengan kepemilikan *insider* dalam mengurangi masalah agensi. Perusahaan dengan kepemilikan *insider* 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 insentive lebih untuk mengurangi resiko 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 *stockholder* daripada dengan *debtholder*.

Friend dan Lang (1988) menyatakan bahwa struktur kepemilikan perusahaan mempengaruhi pengambilan kebijakan *leverage*. Ada hubungan secara terbalik antara kepemilikan *insider* dengan hutang. Dengan kepemilikan orang dalam yang tinggi berarti semakin besar kekayaan manajer yang terikat di perusahaan, sehingga manajer akan berusaha untuk mengurangi resiko kehilangan kekayaannya. Untuk mengurangi *financial risk* atas kekayaannya manajer melakukannya dengan mengurangi hutang karena hutang naik berarti resiko *financial distress* semakin tinggi. Penggunaan hutang yang tinggi juga akan membuat semakin meningkatnya monitoring oleh pihak luar sehingga membuat kepemilikan *insider* berkurang.

Jensen (1986) menyatakan bahwa hubungan antara hutang dengan kepemilikan *insider* dapat dijelaskan dengan *free cash flow hypothesis*. Argumen yang diberikan adalah jika perusahaan menggunakan level hutang yang tinggi maka beban biaya keuangan tetap dari adanya hutang akan semakin tinggi

sehingga akan mengurangi *free cash flow* yang tersedia. Jika antara hutang dengan kepemilikan *insider* mempunyai efek substitusi dalam mengontrol masalah agensi maka dapat diperkirakan adanya hubungan negatif antara hutang dengan kepemilikan *insider*.

**H1 : Ada hubungan negatif antara kepemilikan *insider* dengan *leverage* dalam mekanisme pengawasan masalah agensi.**

### 2.3.2 Kepemilikan *Insider* dengan Deviden.

Mahadwartha dan Hartono (2002); Jensen, Solberg dan Zorn (1992) menyatakan hubungan kepemilikan *insider* dengan deviden adalah negatif dan signifikan, ini sesuai dengan teori agensi bahwa dengan meningkatkan kepemilikan *insider* akan mengurangi *agency cost of equity*. Kepemilikan *insider* yang besar akan membuat *stockholder* sejalan dengan manajer, dengan demikian akan memberi kesempatan bagi manajer untuk menggunakan *internal cash flow* yang ada untuk membiayai kesempatan investasi yang mungkin menguntungkan daripada untuk dibayarkan sebagai deviden kepada *stockholder*.

Jensen, Solberg dan Zorn (1992) menyatakan perusahaan memilih tingkat/level deviden yang membuat pemegang saham memperoleh manfaat pajak dari *capital gain*. Pada saat perusahaan memperoleh laba maka pilihan yang mungkin adalah laba tersebut dibagikan sebagai deviden kepada pemegang saham atau menahan laba yang didapat. Jika laba yang diperoleh dibagikan sebagai deviden maka *stockholder* harus membayar pajak atas deviden dan menerima resiko akibat penilaian harga saham yang lebih rendah oleh pasar

setelah membagikan deviden. Tetapi jika laba tersebut ditahan maka investor dapat merealisasikan keuntungannya melalui *capital gain*. Meskipun pembayaran pajak atas *capital gain* sama dengan pembayaran pajak atas deviden tetapi pembayaran pajak atas *capital gain* bisa ditunda sampai *gain* tersebut direalisasikan. Dengan demikian investor akan memilih *capital gain* daripada *dividen* seperti yang diungkapkan Arifin (2005).

Chen dan Steiner (1999) menemukan bahwa kebijakan deviden memiliki efek substitusi terhadap kepemilikan orang dalam. Hasil ini konsisten dengan pernyataan Jensen dan Meckling (1976) bahwa perusahaan mensubstitusi kebijakan deviden untuk *insider ownership* dalam mengontrol masalah agensi. Penemuan ini menunjukkan bahwa perusahaan yang menggunakan deviden untuk mengontrol *agency conflicts* akan mengurangi proporsi dari kepemilikan *insider* untuk tujuan yang sama.

Jensen (1986) berargumen bahwa deviden dapat mengurangi *agency cost* yang dihubungkan dengan *free cash flow*. Dalam teori agensi dikatakan bahwa kebijakan deviden sebagai mekanisme *bonding* dapat digunakan untuk mengontrol *agency cost of equity*. Pembayaran deviden akan meminimumkan kecenderungan tindakan *perquisites* oleh oleh manajer karena *internal cash flow* yang ada digunakan untuk membayar deviden kepada *stockholder*. Penjelasan ini menunjukkan kebijakan deviden akan mengurangi konflik antara *stockholder* dengan agen. Dengan demikian tidak perlu mendorong manajer untuk ikut menjadi pemilik perusahaan.

Megginson (1997) menyatakan bahwa hubungan antara kepemilikan *insider* dengan deviden dapat dikaitkan dengan adanya *asymmetric information* antara manajer dengan investor. *Assymmetric information* adalah suatu kondisi dimana ada satu pihak memiliki informasi yang lebih baik daripada pihak yang lain. Di dalam perusahaan *assymmetric information* muncul karena manajer memiliki informasi yang lebih baik tentang kondisi perusahaan dibanding investor luar yang tidak terlibat di dalam manajemen perusahaan. Masalah *asymmetric information* dapat dikurangi dengan pembagian deviden kepada *stockholder* namun jika kepemilikan manajer di perusahaan cukup besar maka dengan sendirinya *asymmetric information* akan berkurang karena disini manajer juga sebagai investor, dengan demikian pembagian deviden tidak relevan lagi. Dapat disimpulkan terdapat hubungan negatif antara kepemilikan *insider* dengan deviden.

**H2 : Ada hubungan negatif antara kepemilikan *insider* dengan deviden dalam mekanisme pengawasan masalah agensi.**

### **2.3.3 Leverage dengan Deviden**

Jensen, Solberg dan Zorn (1992) menemukan bahwa perusahaan dengan pembayaran deviden yang tinggi lebih tertarik dengan pembiayaan *equitas* dari pada pembiayaan utang. Penemuan ini konsisten dengan penjelasan bahwa perusahaan dengan *fix financial costs* yang tinggi akan menghindari untuk secara bersamaan membagikan deviden dalam jumlah yang besar, lebih jelasnya lagi bahwa manajemen akan melakukan *trade off* antara pembayaran deviden dengan

tagihan tetap dari *leverage*, sehingga jika deviden yang dibayarkan ke *stockholder* besar maka *leverage* perusahaan akan rendah, temuan ini sesuai dengan *balancing model of agency cost*.

Rozeff (1982) menemukan bahwa deviden yang rendah dipengaruhi oleh *beta* perusahaan yang tinggi, *beta* disini merepresentasikan tingkat *leverage* yang tinggi. Penemuan ini mendukung argumen bahwa *dividend payout ratios* sebagai *quasi-fixed charges* mensubstitusi *fixed charges* yang lain. Hal ini dikarenakan perusahaan dengan biaya tetap yang tinggi akan menghindari pembayaran deviden yang tinggi untuk menghindari biaya dari *external finance*.

Jensen (1986) menyatakan bahwa hutang dan deviden mempunyai efek substitusi untuk mengurangi *agency cost of free cash flow*. Peningkatan deviden akan mengurangi *free cash flow* di dalam perusahaan sehingga akan mengurangi kemungkinan manajer untuk menginvestasikan dana yang ada ke dalam investasi yang mungkin kurang menguntungkan, pengurangan *free cash flow* di masa datang dapat dilakukan dengan janji oleh manajer bahwa perusahaan akan membayarkan deviden di masa datang. Penggunaan hutang juga akan mengurangi *free cash flow*, hutang akan membuat manajer menahan diri untuk tidak mengeluarkan *cash flow* di masa datang karena adanya beban kewajiban dari hutang. Untuk itu hutang mempunyai efek substitusi terhadap deviden.

Megginson (1997) menyatakan bahwa *balancing model of agency cost* dapat menjelaskan adanya *trade off* antara *agency cost of equity* dengan *agency cost of debt*. Untuk mengurangi *agency cost of debt* yang muncul karena tingkat *leverage* yang tinggi maka perusahaan akan mengirangi level hutangnya, padahal

perusahaan tetap membutuhkan dana untuk kegiatan investasinya, maka sumber pendanaan yang mungkin adalah dari *internal cash flow*. Dengan demikian perusahaan akan menggunakan *internal cash flow* untuk mendanai kegiatan investasi dari pada dibagikan sebagai deviden kepada *share holder*. Di satu sisi *agency cost of debt* akan turun tetapi di sisi lain *agency cost of equity* akan naik. Dapat disimpulkan bahwa ada hubungan negatif antara *leverage* dengan deviden.

**H3 : Ada hubungan negatif antara *leverage* dengan deviden dalam mekanisme pengawasan masalah agensi.**



## BAB III

### METODE PENELITIAN

#### 3.1 Variabel Penelitian

Variabel dalam penelitian ini terdiri dari variabel endogen dan variabel eksogen. Variabel endogen merupakan variabel fokus dalam penelitian ini, variabel endogen merupakan variabel yang akan muncul pada setiap persamaan, dalam satu persamaan sebagai variabel tak bebas dan dalam persamaan lain sebagai variabel yang menjelaskan. Sedangkan variabel eksogen merupakan variabel kontrol yang mungkin mempengaruhi variabel endogen. Variabel endogen yang merupakan variabel pengurang masalah agensi dalam penelitian ini adalah :

##### 1. Kepemilikan *Insider*

Meningkatkan kepemilikan *insider* akan membuat adanya kesejajaran antara manajer dengan *stockholder*, Jensen dan Meckling (1976); Jensen, Solberg dan Zorn (1992); dengan demikian akan mengurangi masalah agensi.

##### 2. Hutang

Peningkatan hutang akan mengurangi konflik antara manajer dengan *stockholder*, dengan peningkatan hutang akan mengurangi kemungkinan *equity financing* dan manajer akan lebih sering dimonitor oleh kreditor, Jensen dan Meckling (1976); Chen dan Steiner (1999); Crutchley dan Hansen (1989). Peningkatan hutang juga akan mengurangi *free cash flow* di dalam perusahaan

sehingga akan mengurangi *agency cost of free cash flow* seperti diungkapkan Jensen (1986).

### 3. Deviden

Peningkatan deviden akan membuat perusahaan mengambil dana dari luar sehingga perusahaan akan sering dimonitor oleh pihak luar, Rozeff (1982); Crutchley dan Hansen (1989). Peningkatan deviden juga akan mengurangi *free cash flow* di dalam perusahaan sehingga akan mengurangi *agency cost of free cash flow* seperti diungkapkan Jensen (1986).

Variabel eksogen yang merupakan variabel yang mempengaruhi variabel endogen dalam penelitian ini adalah :

#### 1. Resiko

Jensen, Solberg dan Zorn (1992) menemukan bahwa resiko mempunyai hubungan negatif dengan deviden, hal ini menunjukkan bahwa perusahaan menghindari pembagian deviden yang besar pada saat ketidakpastian pendapatan di masa datang tinggi. Rozeff (1982) berargumen bahwa resiko bisnis yang besar membuat harapan akan keuntungan sekarang dan masa datang menjadi tidak pasti. Crutchley dan Hansen (1989) menemukan adanya pengaruh negatif *flotation cost* sebagai *proxy* dari resiko terhadap deviden, hal ini untuk mengurangi munculnya biaya yang lebih besar.

Chen dan Steiner (1999) menemukan hubungan *non linear* antara resiko dengan kepemilikan managerial. Hubungan positif menunjukkan pada saat level resiko yang rendah manajer meningkatkan kepemilikannya untuk mengurangi



konflik antara manajer dengan *stockholder*, hubungan negatif menunjukkan pada level resiko yang tinggi manajer menjadi *risk averse* sehingga kepemilikan manajer menurun. Tandelilin dan Wilberforce (2002) menemukan bahwa resiko bisnis mempunyai hubungan negatif dan signifikan dengan kepemilikan *insider*, ini menunjukkan pada saat resiko bisnis naik maka *insider* akan enggan untuk meningkatkan kepemilikannya di dalam perusahaan.

Jensen, Solberg dan Zorn (1992) menemukan adanya hubungan negatif antara hutang dengan resiko, ini konsisten dengan argumen bahwa persahaan mensubstitusi *financial risk* dan *business risk* untuk menjaga resiko pada level yang terkendali. Joher, Ali dan Nazrul (2005) menggunakan *earning volatility* sebagai *proxy* dari resiko bisnis dan menunjukkan adanya potensi kebangkrutan dalam perusahaan. Untuk itu perusahaan dengan resiko bisnis yang tinggi akan menggunakan sedikit hutang.

## **2. Fix Asset**

Tandelilin dan Wilberforce (2002); Chen dan Steiner (1999) menemukan adanya hubungan positif dan signifikan antara *fix asset* dengan hutang, ini sesuai dengan *collateral hypothesis* yang berargumen bahwa *fix asset* dapat digunakan sebagai jaminan bahwa perusahaan mempunyai cukup sumber daya untuk memenuhi pembayaran bunga dan pinjaman pokok dari hutang. Moh'd (1998) menyatakan bahwa semakin besar jaminan nilai aset semakin mudah bagi perusahaan untuk mendapat pinjaman dari kreditor.

### **3. Size**

Crutchley dan Hansen (1989) menemukan adanya hubungan positif antara ukuran perusahaan dengan hutang. Hasil ini menunjukkan bahwa pada perusahaan besar mempunyai biaya kebangkrutan yang lebih rendah sehingga akan memberi peluang bagi perusahaan untuk mengambil sumber pendanaan dari hutang. Pada perusahaan besar pada umumnya memiliki kepemilikan *insider* yang rendah, maka untuk mengontrol masalah agensi dapat dilakukan dengan meningkatkan hutang. Moh'd (1998) menyatakan kebijakan hutang dipengaruhi oleh ukuran perusahaan, semakin besar ukuran perusahaan maka semakin besar dana yang digunakan untuk menjalankan operasi perusahaan yang bersumber pada hutang.

### **4. Profit**

Jensen et.al (1992) menemukan adanya hubungan positif antara profit dengan deviden, ini menunjukkan bahwa perusahaan yang mempunyai pendapatan besar akan membayarkan deviden dalam jumlah yang besar.

Joher, Ali dan Nazrul (2005) berasumsi bahwa pertumbuhan di masa lalu aset perusahaan merupakan refleksi *profit* di masa datang dan adanya potensi pertumbuhan. Manajer sebagai orang dalam mempunyai informasi yang lebih banyak tentang prospek pertumbuhan perusahaan dan manajer lebih mengetahui tentang proyek yang dikelola perusahaan. Dengan adanya potensi *profit* di masa datang manajer akan meningkatkan kepemilikan mereka di dalam perusahaan.

### **5. Growth**

Jensen et.al (1992); Tandelilin dan Wilberforce (2002); Chen dan steiner (1999) menemukan adanya hubungan negatif antara *growth* dengan deviden.

Penjelasan dari temuan ini adalah perusahaan yang sedang tumbuh menggunakan pendapatan yang mereka peroleh untuk membiayai kesempatan investasi yang ada dan membayarkan deviden yang rendah. Rozeff (1982) menemukan bahwa pertumbuhan di masa lalu dan perkiraan dimasa datang mempunyai pengaruh negatif dan signifikan terhadap *dividend payout*. Perusahaan yang tumbuh mempunyai pengeluaran investasi yang tinggi, kebijakan investasi ini akan mempengaruhi deviden karena *external financing* mempunyai biaya yang mahal.

### 3.2 Definisi Operasional Variabel

#### 1. DEBT

Rasio hutang; rasio antara jumlah hutang (hutang jangka pendek dan hutang jangka panjang) dengan nilai buku total aset Rajan dan Zingales (1995).

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

#### 2. INSD

Kepemilikan orang dalam; rasio antara jumlah saham yang dimiliki oleh manajer/manajemen dan komisaris dengan jumlah saham yang beredar, Tandelilin dan Wilberforce (2002); Bathala dan Rao (1995).

$$INSD = \frac{\sum \text{saham milik insider}}{\sum \text{saham beredar}}$$

#### 3. DIVD

Rasio pembayaran deviden; rasio antara pembayaran deviden dengan keuntungan bersih, Tandelilin dan Wilberforce (2002).

$$DIVD = \frac{\text{Deviden yang dibayarkan}}{EAT}$$

#### 4. FASET

Rasio aset tetap; rasio antara aset tetap dengan total aset, Tandelilin dan Wilberforce (2002); Jensen, Solberg dan Zorn (1992)

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

#### 5. GROWTH

Pertumbuhan perusahaan; dihitung dari standar deviasi penjualan selama empat tahun (2001-2004), Tandelilin dan Wilberforce (2002).

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

$S_t$  = Penjualan tahun t

$S_{t-1}$  = Penjualan t-1

#### 6. RISK

Resiko bisnis (*voltality* dari pendapatan); diukur dari deviasi standar perbedaan pertama pendapatan operasi selama empat tahun, Jensen, Solberg dan Zorn (1992).

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

$O_t$  = Pendapatan operasi tahun t

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

TA = Total aset

## 7. SIZE

Ukuran perusahaan; dihitung dari Log Natural kapitalisasi pasar,

Tandelilin dan Wilberforce (2002).

SIZE = Log Natural kapitalisasi pasar

## 8. PROFIT

Rasio antara pendapatan operasi dengan total aset, Tandelilin dan Wilberforce (2002).

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

### 3.3 Jenis dan Sumber Data

Jenis data yang digunakan adalah data sekunder yang meliputi laporan keuangan yang telah dipublikasikan yang diambil dari *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD) yang meliputi data struktur kepemilikan oleh direktur dan komisaris (kepemilikan *insider*) dan laporan keuangan khususnya.

### 3.4 Populasi dan Sampel Penelitian

Populasi merupakan sejumlah unsur-unsur dimana suatu kesimpulan akan dibuat, Gujarati (1995). Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta (BEJ) yang melaporkan laporan keuangan secara lengkap dan dipublikasikan pada *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD) dari tahun 2001-2004. Pemilihan periode pengamatan tahun 2001-2004

Untuk itu akan lebih baik jika mengumpulkn variabel yang dapat ditentukan secara simultan oleh kumpulan variabel sisanya, inilah yang disebut dengan persamaan simultan, Gujarati (1995).

Penelitian ini menggunakan persamaan simultan dikarenakan adanya interdependensi antara ketiga variabel pengurang masalah agensi yaitu kepemilikan *insider*, *leverage* dan deviden 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 tiga model persamaan.

Johar 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 persaman 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, Gujarati (1995), untuk itu OLS tidak relevan.

$$\text{INSD} = a_0 + a_1 \text{DEBT} + a_2 \text{DIVD} + a_3 \text{RISK} + a_4 \text{PROFIT} + e_1$$

$$\text{DIVD} = b_0 + b_1 \text{INSD} + b_2 \text{DEBT} + b_3 \text{RISK} + b_4 \text{GROWTH} + b_5 \text{PROFIT} + e_2$$

$$\text{DEBT} = c_0 + c_1 \text{INSD} + c_2 \text{DIVD} + c_3 \text{RISK} + c_4 \text{SIZE} + c_5 \text{FASET} + e_3$$

Untuk mengetahui tingkat signifikansi hubungan antar variabel dapat dilihat dari probabilitanya. Pada tingkat kepercayaan 5 % dikatakan signifikan jika probabilitanya lebih kecil dari 0,05. Sedangkan *Adjusted R-square* digunakan untuk mengetahui kemampuan menjelaskan variabel independen terhadap variabel dependen dalam suatu persamaan. *Adjusted R-square* semakin dekat dengan 1 semakin lebih baik.



## BAB IV

### ANALISIS DAN PEMBAHASAN

#### 4.1 Deskripsi Statistik Data

Pada bagian ini akan diuraikan deskripsi statistik dari hasil analisis terhadap sampel penelitian. Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini merupakan data sekunder, yaitu data laporan keuangan perusahaan dan data lain yang relevan dengan penelitian ini. Data diambil dari *Indonesian Capital market Directory* (ICMD).

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta selama periode tahun 2001-2004. *Purposive sampling* digunakan untuk memilih sampel penelitian. Dengan kriteria-kriteria yang telah ditentukan dalam metode penelitian diperoleh sampel sebanyak 69 perusahaan. Deskripsi statistik data dari sampel penelitian ditunjukkan pada Tabel 4.1.

Tabel 4.1

Variabel	Jumlah Sampel	Mean	Standar Deviasi
<b>DEBT</b>	69	0.650526	0.700323
<b>DIVD</b>	69	0.117720	0.222969
<b>FASET</b>	69	0.365916	0.208093
<b>GROWTH</b>	69	4.606869	35.02645
<b>INSD</b>	69	0.058696	0.073578
<b>PROFIT</b>	69	0.035710	0.075712
<b>RISK</b>	69	-0.000730	0.006380
<b>SIZE</b>	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 11.7720% dan standar deviasi 22,2969%. Rasio *fix asset* (FASET) terhadap total aset memiliki rata-rata 36.5916% dan standar deviasi 20.8093%. Rasio pertumbuhan penjualan (GROWTH) memiliki rata-rata 4.606869 dan standar deviasi 35.02645. Rasio kepemilikan *insider* (INSD) memiliki rata-rata 5.8696% dan standar deviasi 7.3578%. Profitabilitas (PROFIT) perusahaan memiliki rata-rata 3.5710% dan standar deviasi 7.5712%. Resiko bisnis perusahaan (RISK) memiliki rata-rata -0.0730% dan standar deviasi 0.6380%. Log natural ukuran perusahaan (SIZE) memiliki rata-rata 25.37323 dan standar deviasi 1.675751.

## 4.2 Hubungan Antar Variabel Endogen

### 4.2.1. Persamaan Kepemilikan *Insider*

Hasil dari estimasi 2 SLS pada Tabel 4.2 menunjukkan bahwa hutang (DEBT) memiliki hubungan negatif dengan kepemilikan *insider* (INSD), penemuan ini 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). Yang dimaksud dengan efek substitusi adalah jika salah satu kebijakan sudah diambil maka pengambilan kebijakan yang lain untuk tujuan yang sama menjadi tidak relevan lagi. Kepemilikan *insider* dan hutang dapat digunakan sebagai mekanisme untuk mengurangi *agency cost of equity*. Penjelasan adalah: 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*.

Tabel 4.2

Variabel Independen	Variabel Dependen		
	INSD	DIVD	DEBT
<b>Konstanta</b>	0.057917 (0.0001)***	0.069758 (0.0794)*	2.875536 (0.0777)*
<b>INSD</b>		-0.058739 (0.8535)	-1.232436 (0.3194)
<b>DIVD</b>	-0.009602 (0.8471)		-0.229797 (0.6381)
<b>DEBT</b>	-0.006205 (0.6379)	-0.018529 (0.5786)	
<b>RISK</b>	-3.240310 (0.0215)**	-1.134564 (0.7583)	-10.98273 (0.4236)
<b>PROFIT</b>	0.100246 (0.5045)	1.748631 (0.0000)***	
<b>GROWTH</b>		4.15E-05 (0.9485)	
<b>FASET</b>			0.418289 (0.3314)
<b>SIZE</b>			-0.090122 (0.1739)
<b>R-squared</b>	0.082770	0.369740	0.092370
<b>Adj R-squared</b>	0.025443	0.319719	0.020336

\* Signifikan pada level 0.1

\*\* Signifikan pada level 0.05

\*\*\* Signifikan pada level 0.01

Deviden (DIVD) mempunyai koefisien negatif pada persamaan kepemilikan *insider* (INSD). Hasil ini konsisten dengan hasil penemuan Chen dan Steiner (1999) bahwa terdapat efek substitusi antara deviden dengan kepemilikan *insider* dalam mengontrol masalah agensi. Jika kepemilikan *insider* 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 deviden, ini berarti mengurangi *agency cost of equity*. Penjelasan lain mengenai hubungan negatif antara kepemilikan *insider* dengan deviden adalah jika kepemilikan *insider* dalam suatu perusahaan tinggi maka akan ada kesejajaran antara *stockholder* dengan manajer karena manajer juga sebagai pemilik. Dengan begitu maka manajer dapat dengan leluasa menggunakan laba yang diperoleh perusahaan untuk mendanai kegiatan investasi yang mungkin menguntungkan daripada dibagikan sebagai deviden.

Hubungan negatif antara kepemilikan *insider* dengan deviden dapat dijelaskan dengan adanya *assymetric information* yang terjadi di perusahaan. Kepemilikan *insider* dan deviden merupakan mekanisme yang dapat digunakan untuk mengurangi *assymetric information*, jika perusahaan sudah menggunakan deviden untuk mengurangi *assymetric information* maka kepemilikan *insider* menjadi tidak relevan lagi.

#### 4.2.2 Persamaan Hutang

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa kepemilikan *insider* (INSID) memiliki koefisien negatif pada persamaan hutang (DEBT). Hasil ini sesuai dengan penemuan Chen dan Steiner (1999) bahwa terdapat efek substitusi antara hutang dengan kepemilikan *insider* dalam mengurangi masalah agensi. Penjelasan lain adalah dengan kepemilikan *insider* yang mayoritas akan membuat kekayaan manajer menjadi kurang terdiversifikasi sehingga manajer akan membutuhkan lebih banyak insentif untuk mengurangi resiko atas kekayaan mereka. Semakin besar kepemilikan *insider* maka semakin besar kekayaan manajer yang terikat di perusahaan sehingga manajer akan mengurangi resiko atas kehilangan kekayaannya, salah satu cara yang ditempuh untuk mengurangi resiko atas kekayaannya adalah dengan menurunkan tingkat *leverage* perusahaan karena dengan *leverage* yang rendah maka resiko kebangkrutan dan *financial distress* akan turun. 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*.

Deviden (DIVD) memiliki koefisien negatif dalam persamaan hutang (DEBT), hasil ini sesuai dengan temuan Jensen, Solberg dan Zorn (1992); Rozeff (1982) bahwa perusahaan melakukan *trade off* antara pembayaran deviden

dengan pembayaran hutang. Perusahaan dengan *fix financial cost* yang tinggi akan menghindari pembayaran deviden. Penjelasan lain adalah bahwa perusahaan dengan tingkat pembayaran deviden yang tinggi akan lebih tertarik dengan *equity financing* daripada pendanaan dengan hutang. Ini sesuai dengan *pecking order theory* dimana perusahaan lebih menyukai sumber pendanaan internal dari pada hutang.

Penjelasan lainnya adalah pada saat deviden 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 deviden dengan hutang untuk memperoleh kombinasi yang memberikan manfaat yang maksimum.

#### 4.2.3 Persamaan Deviden

Pada persamaan deviden terlihat kepemilikan *insider* (INSD) dan hutang (DEBT) mempunyai hubungan negatif dengan deviden (DIVD). Koefisien kepemilikan *insider* yang negatif menunjukkan adanya efek substitusi antara deviden dengan kepemilikan *insider* dalam mengurangi masalah agensi, ini sesuai dengan temuan Chen dan Steiner (1999). Jensen, Solberg dan Zorn (1992) menyatakan bahwa kepemilikan *insider* merupakan faktor penentu dari kebijakan deviden, dengan kepemilikan *insider* yang tinggi maka efek dari deviden untuk mengurangi *agency cost* akan semakin kecil. Penjelasan lain dikemukakan oleh

Jensen (1986) bahwa dengan pembagian deviden yang tinggi akan mengurangi *free cash flow* yang tersedia di perusahaan sehingga akan mengurangi pemanfaatan *free cash flow* yang ada untuk tindakan *perquisites* oleh manajer.

Hubungan negatif antara kepemilikan *insider* (INSD) dengan deviden (DIVD) dapat dikaitkan dengan adanya *assymetric information* di dalam perusahaan yaitu *gap* informasi antara manajer dengan *stockholder*. Untuk mengurangi *assymetric information* dapat dilakukan dengan pembagian deviden, namun jika level kepemilikan *insider* tinggi berarti manajer sama dengan pemilik maka dengan sendirinya *gap* informasi tersebut akan berkurang, dengan demikian jika kepemilikan *insider* tinggi maka akan mengurangi *assymetric information* dan penggunaan deviden untuk mengurangi *assymetric information* menjadi tidak relevan.

Koefisien hutang (DEBT) pada persamaan deviden (DIVD) adalah negatif, ini menunjukkan adanya *trade off* antara *agency cost of equity* dengan *agency cost of debt* sesuai dengan temuan Jensen, Solberg dan Zorn (1992). Hutang dan deviden 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 resiko yang di tanggunginya.

Hubungan negatif antara hutang dengan deviden sesuai dengan penelitian Jensen (1986) yang menyatakan hutang mempunyai efek substitusi terhadap deviden. Pembayaran deviden akan mengurangi *free cash flow* yang ada sehingga mengurangi kemungkinan pemanfaatan dana untuk investasi yang mungkin kurang menguntungkan oleh manajer, janji manajer untuk membayarkan deviden dimasa datang akan mengurangi *free cash flow* di masa datang. Hutang juga akan mengurangi pengeluaran *cash flow* di masa datang karena adanya kewajiban kepada *debtholder*. Jadi hutang dan deviden dapat mengurangi *cash flow* di masa datang.

Penjelasan mengenai pengaruh *leverage* terhadap deviden dapat dikaitkan dengan *balancing model of agency cost*. Perusahaan dengan tingkat *leverage* yang tinggi akan menurunkan tingkat *leverage* untuk mengurangi *agency cost of debt*, padahal perusahaan tetap membutuhkan dana untuk mendanai kegiatan operasinya, maka sumber pendanaan yang mungkin adalah dari *internal cash flow*. Bila *internal cash flow* yang ada digunakan untuk mendanai kegiatan investasi yang perusahaan maka pembayaran deviden kepada *stockholder* akan semakin berkurang.

### **4.3 Pengaruh Variabel Kontrol**

#### **4.3.1 Persamaan Kepemilikan *Insider***

Resiko (RISK) memiliki hubungan negatif dengan kepemilikan *insider* (INSD) dan signifikan pada level 0.05, ini menunjukkan bahwa manajer bersifat *risk averse* artinya manajer akan menurunkan tingkat kepemilikannya di

perusahaan saat resiko naik, ini sesuai dengan temuan Tandelilin dan Wilberforce (2002); Jensen, Solberg dan Zorn (1992). Chen dan Steiner (1999) juga menemukan adanya hubungan negatif antara kepemilikan *insider* dengan resiko, pada saat variabel resiko dikuadratkan artinya tingkat resiko sangat tinggi maka manajer akan menurunkan level kepemilikannya di perusahaan. 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 resiko atas kekayaannya, padahal untuk memiliki kontrol di dalam perusahaan dibutuhkan kekayaan manajer yang besar apalagi jika ukuran perusahaan semakin besar sehingga resiko kekayaan yang kurang terdiversifikasi juga semakin besar.

*Profitability* (PROFIT) memiliki hubungan positif dengan kepemilikan *insider* (INSD). Penemuan ini menunjukkan bahwa perusahaan yang profit akan memiliki komposisi kepemilikan *insider* yang cukup besar. Penemuan ini sesuai dengan temuan Joher, Ali dan Nazrul (2005) yang berasumsi bahwa pertumbuhan aset perusahaan di masa lalu merupakan refleksi dari profit di masa datang dan potensi pertumbuhan. Hubungan positif antara kepemilikan *insider* dengan profit bisa dikaitkan dengan *insider information* yang dimiliki manajer, dengan asumsi bahwa manajer lebih mengetahui tentang kondisi perusahaan dan prospek di masa datang maka jika manajer memperkirakan akan adanya potensi profit di masa datang manajer akan meningkatkan kepemilikannya di perusahaan dengan harapan akan memperoleh manfaat dari kenaikan harga pasar perusahaan di masa datang.



#### 4.3.2 Persamaan Hutang

Hubungan antara resiko (RISK) dengan hutang (DEBT) adalah negatif, ini sesuai dengan temuan Jensen, Solberg dan Zorn (1992); Chen dan Steiner (1999). Perusahaan dengan resiko yang tinggi akan mengurangi penggunaan hutang sebagai sumber pendanaanya untuk menjaga resiko pada tingkat yang dapat di kelola. Hutang yang tinggi akan membawa resiko *financial distress* bahkan resiko kebangkrutan yang tinggi pula. Pengelolaan resiko ini juga untuk menjaga kepercayaan investor terutama kreditor bahwa manajer mampu mengelola perusahaan dengan baik. Penjelasan lain dari temuan ini adalah perusahaan menggunakan hutang sampai pada level tertentu untuk memperoleh manfaat penggunaan pajak dari penggunaan hutang. Penggunaan hutang mengurangi laba sebelum pajak yang akan dikenai pajak sehingga jika hutang tinggi maka pembayaran pajak akan semakin berkurang.

Hubungan *fix asset* (FASET) dengan hutang (DEBT) adalah positif, ini sesuai dengan temuan Jensen, Solberg dan Zorn (1992); Chen dan Steiner (1999); Moh'd (1998). 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. Secara umum perusahaan yang memiliki jaminan terhadap hutang akan lebih mudah mendapatkan hutang daripada perusahaan

yang tidak memiliki jaminan terhadap hutang. Jika perusahaan bangkrut maka kreditur dapat menyita atau menjual aset yang digunakan sebagai jaminan.

Ukuran perusahaan (SIZE) memiliki koefisien negatif pada persamaan hutang (DEBT), Penemuan ini bertentangan dengan temuan Crutchley dan Hansen (1988) yang menyatakan bahwa perusahaan dengan ukuran yang besar akan meningkatkan penggunaan hutangnya karena perusahaan besar cenderung memiliki kepemilikan *insider* yang rendah maka untuk mengontrol *agency cost* perusahaan meningkatkan penggunaan *leverage* dan deviden. Penjelasan yang mungkin dari hubungan positif antara *size* dengan hutang adalah bahwa perusahaan dengan ukuran besar memiliki cadangan internal cash flow yang besar sehingga untuk mendanai kegiatan perusahaan cukup dengan dana internal bukan dari hutang.

#### 4.3.3 Persamaan Deviden

Hasil penelitian menunjukan bahwa resiko (RISK) memiliki hubungan negatif dengan deviden (DIVD), ini sesuai dengan temuan Jensen, Solberg dan Zorn (1992); Chen dan steiner (1999). Perusahaan dengan resiko bisnis yang tinggi maka ketidakpastian pendapatan di masa datang juga semakin besar sehingga perusahaan menghindari komitmen untuk membagikan deviden dalam jumlah yang besar di masa datang. Crutchley dan Hansen (1988) menemukan bahwa ketika manajer memperkirakan akan adanya *flotation cost* yang besar karena resiko maka manajer akan mengurangi pembayaran deviden untuk mencegah biaya yang lebih besar lagi.

*Profitability* (PROFIT) memiliki hubungan positif dengan deviden (DIVD) dan sangat signifikan, ini konsisten dengan hasil penemuan Jensen, Solberg dan Zorn (1992). Perusahaan dengan profit yang tinggi cenderung akan membayarkan deviden dalam jumlah yang besar begitu juga sebaliknya. Perusahaan dengan profit yang besar mempunyai dua pilihan yaitu membagikan profit sebagai deviden atau menahanya sebagai laba di tahan. Dalam *signaling theory* dikatakan bahwa perusahaan memberi sinyal kepada investor bahwa perusahaan dalam kondisi yang baik dengan membagikan deviden dalam jumlah yang besar dan kontinyu, dengan demikian hanya perusahaan yang *profitable* saja yang dapat menggunakan cara ini, jika perusahaan tersebut tidak *profitable* maka kemungkinannya kecil untuk membagikan deviden dalam jumlah yang besar dan kontinyu.

Pertumbuhan perusahaan (GROWTH) pada persamaan deviden (DIVD) memiliki koefisien positif, ini berlawanan dengan temuan Jensen et.al (1992); Chen dan Steiner (1999); Rozeff (1982) dimana menurut mereka perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi akan membagikan deviden yang rendah, perusahaan yang sedang tumbuh lebih memilih menggunakan pendapatan yang mereka peroleh untuk tujuan investasi dan menyisakan sedikit untuk dibagikan sebagai deviden. Penjelasan yang mungkin dari hubungan negatif antara *growth* dengan deviden adalah perusahaan yang sedang tumbuh memerlukan banyak dana untuk mendanai kesempatan investasi yang mungkin menguntungkan di masa datang, untuk itu perusahaan memberikan sinyal kepada investor bahwa perusahaan dalam kondisi yang bagus dengan membagikan deviden, dengan

begitu maka kepercayaan investor kepada perusahaan akan naik sehingga perusahaan akan lebih mudah untuk mendapatkan dana.



## BAB V

### KESIMPULAN DAN SARAN

#### 5.1 Kesimpulan

Penelitian ini dilakukan dengan mengacu kepada beberapa penelitian yang dilakukan sebelumnya. Penelitian ini menguji hubungan simultan antara kepemilikan *insider*, *leverage* dan deviden sebagai variabel pengurang masalah agensi di Indonesia. Penelitian ini menggunakan model *Two Stage Least Square* (2 SLS) untuk menguji interdependensi antar ketiga variabel pengurang masalah agensi. Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta (BEJ). *Purposive sampling* digunakan untuk memilih sample penelitian, dengan persyaratan utama yaitu perusahaan yang mempunyai kepemilikan *insider* dan terdaftar di BEJ pada periode pengamatan 2001-2004, dari kriteria tersebut diperoleh 69 sampel.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa terdapat hubungan negatif antara kepemilikan *insider*, hutang dan deviden. Namun hubungan antar ketiga variabel tidak signifikan. Penemuan ini membuktikan memang terdapat hubungan simultan antara kepemilikan *insider*, *leverage* perusahaan dan kebijakan deviden, namun hubungan tersebut tidak efektif. Hipotesis pertama yang menyatakan adanya hubungan negatif antara kepemilikan *insider* dengan hutang tidak terbukti secara statistik empiris. Kepemilikan *insider* memiliki hubungan negatif dengan hutang, namun hubungannya tidak signifikan. Hasil ini mengindikasikan tidak efektifnya efek substitusi antara kepemilikan *insider* dengan hutang dalam

mengurangi masalah agensi. Hipotesis kedua yang menyatakan adanya hubungan negatif antara kepemilikan *insider* dengan deviden tidak terbukti secara statistik empiris, hubungan kedua variabel negatif tetapi tidak signifikan. Hasil ini menunjukkan perusahaan mensubstitusikan kepemilikan *insider* dengan deviden untuk mengurangi masalah agensi, namun tidak efektif. Hubungan negatif dan tidak signifikan antara *financial policy* (hutang dan deviden) dengan kepemilikan *insider* untuk sampel yang diobservasi menunjukkan bahwa perusahaan-perusahaan di Indonesia tidak menjadikan kepemilikan *insider*, hutang dan deviden sebagai mekanisme pengurang masalah agensi, hal ini dapat dilihat dari ketidakefektifan efek substitusi antara kepemilikan *insider* dengan hutang dan antara kepemilikan *insider* dengan deviden, sehingga masalah agensi di Indonesia tetap tinggi.

Hipotesis ketiga yang menyatakan adanya hubungan negatif antara hutang dan deviden tidak terbukti secara statistik empiris, arah hubungan kedua variabel adalah negatif dan tidak signifikan. Hasil ini menunjukkan perusahaan melakukan *trade off* antara hutang dan deviden untuk mengontrol masalah agensi namun tidak efektif.

Tidak terbuktinya ketiga hipotesis dalam penelitian ini mungkin disebabkan oleh tidak efektifnya ketiga variabel pengurang masalah agensi tersebut untuk mengurangi masalah agensi di Indonesia, ini sesuai dengan dugaan Arifin (2005). Bisa jadi jika ketiga variabel pengurang masalah agensi dalam penelitian ini merupakan variabel pengurang masalah agensi di Indonesia maka mungkin akan ada hubungan simultan antar ketiga variabel sehingga ketiga

hipotesis dalam penelitian ini akan diterima. Penjelasan lain dari tidak terbuktinya ketiga hipotesis dalam penelitian ini mungkin disebabkan adanya perbedaan asumsi antara teori agensi yang dikembangkan di Amerika dengan permasalahan agensi yang terjadi di Indonesia. Teori agensi berasumsi bahwa konflik kepentingan terjadi antara pemegang saham yang secara umum memiliki porsi kepemilikan saham di perusahaan dalam jumlah kecil dengan manajer yang juga memiliki kepemilikan saham di perusahaan dalam jumlah yang relatif kecil. Sedangkan di Indonesia konflik kepentingan terjadi antara pemegang saham mayoritas dengan pemegang saham minoritas. Pemegang saham mayoritas ini didominasi oleh keluarga dan manajer sehingga posisi investor minoritas sangat lemah.

Kemungkinan lain dari tidak terbuktinya ketiga hipotesis tersebut adalah mungkin karena sampel yang digunakan dalam penelitian ini kurang mencerminkan karakteristik populasi perusahaan di BEJ sehingga kurang mencerminkan perilaku perusahaan-perusahaan yang terdaftar di BEJ. Hal ini dikarenakan hanya perusahaan yang terdapat kepemilikan *insider* saja yang digunakan sebagai sampel dalam penelitian ini.

Penelitian ini secara khusus menemukan adanya hubungan negatif dan signifikan antara kepemilikan *insider* dengan dengan resiko, penemuan ini menunjukkan manajer di Indonesia bersifat *risk averse*. Penemuan lainnya adalah *profit* memiliki hubungan positif dan signifikan dengan deviden, hal ini menunjukkan perusahaan di Indonesia akan membagikan deviden pada saat perusahaan memperoleh keuntungan.

## 5.2 Saran

Penelitian ini memiliki keterbatasan dalam mengambil, memproses dan menginterpretasikan data. Untuk penelitian selanjutnya direkomendasikan :

1. Penelitian berikutnya perlu memperbesar jumlah sampel yang akan diobservasi sehingga sampel tersebut lebih dapat menggambarkan karakteristik perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta (BEJ).
2. Penelitian selanjutnya perlu untuk menambahkan variabel kontrol yang lain. Melihat koefisien *Adjusted R-squared* pada persamaan kepemilikan *insider* sebesar 0.025443 menunjukkan hutang, deviden, resiko, dan profit hanya menjelaskan 2,5443 % variabel kepemilikan *insider*, untuk itu perlu ditambah variabel kontrol lain. Jensen et. al (1992) menggunakan *size* dan Joher et.al (2005); Bathala dan Rao (1995) menggunakan *growth* sebagai variabel kontrol untuk variabel kepemilikan *insider*. Pada persamaan hutang perlu ditambah variabel kontrol yang dapat lebih menjelaskan variabel hutang karena melihat nilai *Adjusted R-squared* sebesar 0.020336 berarti kepemilikan *insider*, deviden, resiko, *size*, dan *fix asset* hanya mampu menjelaskan 2,0336 % variabel hutang. Tandelilin dan Wliferforce (2002); Jensen, Solberg dan Zorn (1992) menggunakan *profitability* dan Bathala dan Rao (1995) menggunakan *growth* sebagai variabel kontrol untuk variabel hutang. Karena estimasi persamaan ini menggunakan sistem persamaan simultan maka dimungkinkan perubahan variabel kontrol akan memberikan perubahan pada hasil penelitian.



3. Penelitian selanjutnya perlu menguji ulang keefektifan kepemilikan *insider*, *leverage* dan deviden sebagai mekanisme pengurang masalah agensi dan menguji efektifitas variabel pengurang masalah agensi yang lain seperti pembentukan dewan komisaris independen, pasar *corporate control*, pemegang saham besar, kepemilikan terkonsentrasi dan pasar manajer. Nantinya dapat dibandingkan mekanisme manakah yang dapat digunakan untuk mengurangi masalah agensi di Indonesia. Atau mungkin memang mekanisme pengurang masalah agensi yang disarankan oleh teori agensi tidak efektif diterapkan di Indonesia.
4. Penelitian selanjutnya disarankan untuk menelusuri kepemilikan *insider* pada perusahaan/institusi yang secara langsung memiliki saham perusahaan karena dimungkinkan manajer atau komisaris yang terdaftar pada susunan *board of director* dan *board of commisioners* juga menjadi pemegang saham pada perusahaan/institusi yang memiliki saham perusahaan. Alasan dilakukan penelusuran ini adalah bahwa dengan manajer atau komisaris yang menjadi pemegang saham pada perusahaan/institusi yang memiliki saham perusahaan maka kepemilikan *insider* (manajer dan komisaris) akan menjadi lebih tinggi sehingga *insider* akan memiliki kontrol yang lebih besar. Dengan adanya kepemilikan *insider* yang lebih besar juga akan mempengaruhi pengambilan kebijakan *leverage* dan kebijakan deviden

### DAFTAR PUSTAKA

- Arifin, Z. (2003). "Efektifitas Mekanisme Bonding Deviden dan Hutang untuk Mengurangi Masalah Agency." *Jurnal Siasat Bisnis*, Vol. 1, No. 8, 19-31.
- \_\_\_\_\_ (2005). "Hubungan Antara Corporate Governance dan Variabel Pengurang Masalah Agensi" *Jurnal Siasat Bisnis*, Vol. 1, No. 10, 39-55.
- \_\_\_\_\_ (2005). *Teori Keuangan dan Pasar Modal*. Edisi Pertama. Yogyakarta: Ekonisia.
- Bathala, C. T, dan R. P. Rao. (1995). "The Determinants of Board Composition: an Agency Theory Perspective." *Manajerial and Decision Economics*, Vol. 16, 59-69.
- 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.
- Copeland, T.E. dan J.F. Weston (1992). *Financial Theory and Corporate Policy*. Addison-Wesley Publishing Company.
- Crutchley, C.E. dan R. S Hansen. (1989). "A Test of Agency Theory of Managerial Ownership, Corporate Leverage, and Corporate Dividends." *Financial Management* 18, 34-46.
- 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, 271-282.
- Gujarati, Damodar (terj.). (1995). *Ekonometrika Dasar*. Erlangga.
- Jensen, G.R, D.P. Solberg, dan T.S. Zorn. (1992). "Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt, and Deviden Policies." *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 27, No. 2, 247-263.
- Jensen, M.C. (1986). "Agency Cost and Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers." *American Economics Review* ,76, 323-329
- Jensen, M.C, dan W.H. Meckling. (1976). "Theory of the Firm: Managerial Behavior Agency Cost and Capital Structure." *Journal of Financial Economics*, 305-360.

- Johar, H., M. Ali, dan Nazrul. (2005). "The Impact of Ownership Structure On Corporate Debt Policy: Two Stage Least Square Simultaneous Model Approach." Asian Finance Association Conference. Kuala Lumpur. 177.
- Magginson, W. L. (1997). *Capital Structure Theory, Corporate Finance Theory*, Addison-Wesley.
- Mahadwartha, P. A. (2003). "Predictability Power of Dividend Policy and Leverage Policy to Managerial Ownership: An Agency Theory Prespective." *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*, Vol.18, No. 3, 288-297.
- Mahadwartha, P. A dan J. Hartono. (2002). " Uji Teori dalam Hubungan Interdependensi Antara Kebijakan Hutang dengan Kebijakan Dividen." Simposium Nasional Akuntansi V. 635-648.
- Moh'd, M.A, L. G. Perry dan J. N. Rombey. (1998). The Impact of Ownership Structure on Corporate Debt Policy, A Time Series Cross Sectional Analisis. *Financial Review*. 30.
- Rajan, R.G. dan L. Zingales. (1995). "What Do We Know About Capital Structure? Evidence from International Data." *Journal of Finance*, Vol. 50.No. 5.
- Rozeff, M.S. (1982). "Growth Beta and Agency Cost as Determinants of Dividend Payout Ratios." *Journal of Financial Research*, 240-259.
- 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.

**Lampiran I**  
**Daftar Sampel**

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

## Data Rata-rata Awal

INSD	DIVD	HJPD	HJPJ	THUT	EBIT	EAT	FA	TASET	PENJ	CP	SBERD	CAPT	
1	0.1750	0	87612.25	3683.25	91295.50	6210.77	1668.50	101487.00	235675.00	281092.50	111.25	922493125.00	101723242187.50
2	0.1550	0	44709.25	6440.50	51149.75	9926.75	2958.25	51974.75	127485.75	119264.50	35.00	5200000000.00	182000000000.00
3	4.2575	0	8916.00	200.50	9116.50	405.00	369.00	192724.75	405731.00	46354.00	92.50	71875000000.00	179543750000.00
4	0.0900	0	1326722.75	176146.75	1502869.50	68246.00	160278.50	379292.50	755215.50	431968.00	266.25	1406120000.00	374379450000.00
5	0.6525	0	842381.75	120914.00	963295.75	2076.00	46922.00	117232.25	295666.25	267935.25	107.50	3600000000.00	387000000000.00
6	0.9000	0	340465.00	202790.00	543255.00	-9037.75	-16812.75	40810.00	117903.75	405719.50	400.00	7560000000.00	302400000000.00
7	6.2800	0	145898.00	34943.75	180841.75	44366.75	28078.50	249869.00	462549.00	639968.00	222.50	10480000000.00	2207350000000.00
8	0.0350	0.31	231662.25	408872.00	640534.25	75854.25	19029.50	485952.00	1115267.00	787058.25	225.00	1514845800.00	335151844000.00
9	0.2825	35.11	6162512.50	276237.25	6438749.75	3173478.50	1950784.00	4464086.00	16707778.75	21584650.50	11025.00	1924088000.00	212130702000000.00
10	0.0100	124.13	10269554.00	9816536.00	5021522.50	10956193.00	6025195.00	8222363.00	41048677.00	61516998.00	18025.00	180000000000.00	811125000000000.00
11	0.1625	0	6875671.00	2788761.00	2416108.00	-97038.00	154821.00	5443945.00	8861606.00	4073423.00	4225.00	10588200000.00	11183786250000.00
12	5.4300	0	623758.25	868807.00	1492565.25	21017.75	3716.50	1133460.00	1821793.75	1131317.50	295.00	5320000000.00	1569400000000.00
13	1.0075	0	317375.75	256236.75	573612.50	21036.00	-1545.25	515572.75	866604.00	542550.75	180.00	836707000.00	1506072600000.00
14	0.5500	0	341397.00	96846.00	438243.00	-23366.25	-48992.00	441825.50	680956.25	306218.75	30.00	4085979403.25	11129511233.75
15	0.8525	0.19	9900.25	300.50	10200.75	-578.25	-1531.25	11291.75	60635.50	29219.00	188.75	5500300000.00	1038129500000.00
16	0.0375	0	44410.50	41592.25	86002.75	-13734.00	-25219.25	39263.25	143912.00	245552.00	57.50	22000000000.00	1265000000000.00
17	0.0925	0	242235.00	70725.50	312960.50	9292.50	-9867.75	173783.00	402138.50	542711.25	163.75	5000000000.00	818750000000.00
18	0.3200	26.05	307919.25	46344.75	354264.00	79212.25	329350.00	304865.50	905277.25	1578302.75	790.00	3120000000.00	2839200000000.00
19	0.5600	0	217967.50	553413.50	771381.00	61757.75	-1087.75	553523.75	950752.50	789828.75	106.25	10500000000.00	1115625000000.00
20	0.0500	0	991755.25	751014.50	1742769.75	-538.25	-81915.00	1092643.50	1779723.75	796956.75	121.25	9682970000.00	1174060112500.00
21	0.7300	22.8	322407.75	299169.50	621577.25	77198.75	31997.25	322174.75	1079698.50	1279294.50	268.75	7800000000.00	2096250000000.00
22	1.6825	0	3382875.00	96955.00	3479830.00	-42915.00	-560816.00	1055714.00	2266097.00	1622191.00	1100.00	2575000000.00	2832500000000.00

	INSD	DIVD	HJPD	HJPD	HJPD	THUT	EBIT	EAT	FA	TASET	PENJ	CP	SBERD	CAPT
23	0.0125	0.18	154899.00	95418.75	250317.75	55313.00	249421.50	272079.25	558604.75	534732.00	677.50	180000000.00	121950000000.00	
24	1.3575	48.1	15365.75	6963.00	22328.75	3555.25	4562.50	16132.25	136105.25	70739.25	460.00	125945820.00	57935077200.00	
25	2.4050	35.75	23593.00	997.25	24590.25	17663.75	11731.25	50255.00	168848.50	122814.25	355.00	161217222.50	56967869541.25	
26	7.6900	0	70923.50	61233.75	132157.25	-1414.50	-3477.50	215417.00	279501.00	186385.50	35.00	1300000000.00	45500000000.00	
27	0.3075	41.07	210426.75	106279.75	316706.50	87002.50	45559.50	273741.75	454769.00	377586.25	798.75	293463380.00	238591749150.00	
28	0.0125	0	473227.50	1755.75	474983.25	3880.75	-17587.75	240430.50	510155.00	229580.75	201.25	395025530.50	72987847440.00	
29	0.1175	0.68	13108.50	332.50	13441.00	915.54	1139.00	15872.75	37942.00	48842.75	512.50	262637200.00	134426243000.00	
30	0.6225	33.07	62010.50	11106.25	73116.75	8000.00	3798.50	102093.25	187654.75	150422.50	181.25	835000000.00	151343750000.00	
31	1.1775	0	391357.25	197300.54	588657.79	37574.25	22905.25	455059.25	987702.75	1127224.25	322.50	326000000.00	107880000000.00	
32	9.5800	4.37	5638.75	852.50	6491.25	573.50	1513.00	17570.50	27543.50	25770.50	166.25	180000000.00	29925000000.00	
33	11.5200	15.13	20457.00	4495.75	24952.75	4178.00	2413.00	13209.75	37756.50	65608.25	818.75	27166263.75	34648552218.75	
34	0.1800	31.52	15094.75	1092.25	14348.00	4321.25	3150.50	16521.00	118732.50	87370.00	975.00	52016000.00	50715600000.00	
35	18.3500	0	42812.00	229.00	43041.00	-2625.00	5272.00	21534.00	56961.00	17604.00	700.00	34000000.00	23800000000.00	
36	2.4725	0.32	61088.00	70980.75	132068.75	36459.75	17848.00	184611.00	252924.50	172681.75	193.75	816415862.50	167879799625.00	
37	5.7650	0	198638.00	566325.50	764963.50	-14306.50	26166.50	543690.25	807169.00	195954.75	122.50	422500000.00	50687500000.00	
38	0.0675	25.17	83494.75	2144.00	85102.75	11503.50	2280.25	176365.25	403135.75	704923.00	483.75	306000000.00	148027500000.00	
39	0.4075	20.58	187606.00	56963.25	244569.25	40160.25	20400.50	63128.00	513224.00	800253.00	102.50	2013852050.25	206288107622.50	
40	0.0075	17.87	982666.10	8326140.00	18152801.00	3422488.25	874299.00	7025360.50	29827128.00	34166345.50	4925.00	3309605392.50	18065392640825.00	
41	17.3100	26.52	296449.50	668139.00	964588.50	159406.75	74306.75	891439.75	1676203.00	1336828.00	681.25	450000000.00	306562500000.00	
42	0.0875	0.47	336765.50	65052.25	401817.75	70686.00	54034.00	126657.25	607199.75	663371.75	1273.75	147000000.00	199290000000.00	
43	2.4750	4.81	290959.25	286018.00	576977.25	27713.75	9760.25	83830.25	703966.25	554916.00	331.25	174000000.00	57637500000.00	
44	6.8600	0	43054.25	55869.50	98923.75	10051.50	1065.25	81407.50	143849.00	128430.25	875.00	200000000.00	17500000000.00	
45	1.5250	78.18	106002.00	96527.75	202529.75	96598.50	50034.00	261584.50	608555.00	634249.00	957.50	519467520.00	324017865600.00	
46	3.4800	0	78593.25	7882.75	86476.00	-7906.75	4582.75	4372.00	41613.00	81171.25	126.00	30177600.00	3802377600.00	
47	0.8325	75.34	403429.50	42156.75	445586.25	100394.50	63921.75	373466.50	1182500.50	1672665.50	203.75	5554000000.25	1131627500051.25	



INSD	DIVD	HJPD	HJPJ	THUT	EBIT	EAT	FA	TASET	PENJ	CP	SBERD	CAPT
48	0.0650	24.47	310040.75	1171243.75	1481284.50	190083.50	105610.00	2326849.00	782687.00	896.25	870705940.00	627674472570.00
49	0.0900	27.61	563793.25	343337.50	1047024.50	183756.75	102592.25	2263064.00	3146726.25	3118.75	167242833.50	520477871300.00
50	0.8025	0	7664.25	950.75	8615.00	1236.25	612.75	24158.50	59999.50	180.00	1100000000.00	198000000000.00
51	1.8000	0	2022.50	39311.67	31506.25	-4884.75	-3396.25	45956.00	5936.25	60.00	435000000.00	26100000000.00
52	2.2300	15.02	65373.25	449.67	65710.50	-13926.75	-10923.00	169780.50	217051.00	101.25	3400000000.00	34425000000.00
53	0.0225	0	0	0	1312824.00	13090.75	10540.25	1672368.25	215513.00	47.50	930121053.00	49174618245.00
54	1.3500	27.93	0	0	67013.00	42578.50	30916.50	445470.50	143064.75	130.00	2640000000.00	316600000000.00
55	27.5950	39.56	38057.25	39401.75	77459.00	15290.00	12180.00	114144.00	94306.50	762.50	52760633.50	39750793850.00
56	0.1125	0	1446.00	83.00	1508.25	-398.75	-9.50	48587.25	2498.00	73.75	1764000000.00	130095000000.00
57	0.7750	0	12793.75	2398.67	14592.75	0.25	1013.50	156256.75	6377.25	101.25	1430000000.00	643500000000.00
58	3.2900	0	16759.75	379.00	17138.75	896.00	712.75	66375.25	19223.75	23.75	475055750.00	11276254375.00
59	2.2925	0	1168580.25	292544.25	1461124.50	54237.75	236649.50	1540422.50	236765.50	75.00	1678995000.00	12592462500.00
60	1.6750	0	199980.00	390139.00	590119.00	-1050.25	-20230.50	509434.75	32082.50	28.75	736675823.00	21963809598.75
61	0.9675	0	130255.00	54137.67	170858.25	15647.75	8306.25	358580.75	60292.00	211.25	2800000000.00	591500000000.00
62	0.6100	0	13313.50	12821.75	26135.25	-2818.50	2771.75	211566.50	9764.75	70.00	3267225000.00	22870575000.00
63	0.0200	0	4765.00	3674.75	8439.75	-1346.75	1323.50	81960.25	1648.50	161.25	5910000000.00	95298750000.00
64	0.8325	0.4	66266.00	14273.50	80539.50	3643.75	4763.50	209293.25	516848.25	650.00	4000000000.00	260000000000.00
65	1.0525	9.56	94318.75	96312.25	190631.00	19710.25	7132.00	368452.25	244683.25	202.50	331200000.00	670680000000.00
66	1.6400	0	75983.75	17400.75	93084.50	-5967.75	-26247.00	98567.25	183723.25	28.75	1285821080.00	35170771675.00
67	0.5350	0	5586.50	2636.50	8223.00	5123.75	5509.25	75788.50	48233.00	328.75	556334375.00	181738899375.00
68	2.7200	0	5311.25	521.50	5832.75	-2276.25	-2992.00	23721.00	9602.50	71.25	184000000.00	13110000000.00
69	0.0025	0	30893.75	401.25	31295.00	-2917.50	-2153.00	44125.25	68383.75	66.25	414623812.50	27030571562.50

**Lampiran III**  
**Data Rata-rata Setelah Diolah**

obs	DEBT	DIVD	FASET	GROWTH	INSD	PROFIT	RISK	SIZE
1	0.387379	0.000000	0.430623	0.081558	0.001800	0.026353	-7.26E-05	25.34824
2	0.401219	0.000000	0.407691	0.136808	0.002225	0.077866	1.26E-06	23.62469
3	0.022469	0.000000	0.475006	0.215171	0.122000	0.000998	-9.20E-07	25.91622
4	1.989000	0.000000	0.502231	-0.009920	0.002400	0.090366	4.06E-06	24.34494
5	3.258000	0.000000	0.396502	0.469593	0.009200	0.007021	-6.19E-06	24.37911
6	4.607000	0.000000	0.346130	1.765293	0.015000	-0.076650	3.87E-07	24.13111
7	0.390968	0.000000	0.540200	0.114660	0.081800	0.095918	-7.64E-08	26.12143
8	0.574333	0.003100	0.435727	0.275087	0.001000	0.068014	3.69E-07	26.53740
9	0.385374	0.351100	0.267186	0.106690	0.017400	0.189940	-2.57E-09	30.68502
10	0.122331	1.241300	0.200308	0.082673	0.113600	0.266907	6.47E-09	32.02670
11	0.272649	0.000000	0.614329	-0.015030	0.104800	-0.010950	8.58E-07	27.74435
12	0.819283	0.000000	0.622167	-0.057590	0.054300	0.011537	-0.002822	25.77951
13	0.661908	0.000000	0.594935	-0.019850	0.098300	0.024274	-1.27E-06	25.74055
14	0.643570	0.000000	0.648831	0.072286	0.005500	-0.034310	7.77E-07	25.43280

obs	DEBT	DIVID	FASET	GROWTH	INSD	PROFIT	RISK	SIZE
15	0.168231	0.001900	0.186223	-0.374940	0.038900	-0.009540	-2.51E-05	25.36766
16	0.597607	0.000000	0.272828	-0.172130	0.001500	-0.095430	-1.34E-07	25.55955
17	0.778241	0.000000	0.432147	-0.044360	0.001900	0.023108	-3.43E-06	25.12876
18	0.391332	0.260500	0.336765	0.180290	0.004000	0.087501	5.06E-07	26.37224
19	0.811337	0.000000	0.582195	0.074855	0.011200	0.064957	4.10E-07	25.44176
20	0.979236	0.000000	0.613940	-0.432980	0.004400	-0.000300	-1.17E-06	25.48544
21	0.575695	0.228000	0.298393	0.185547	0.036400	0.071500	2.38E-07	26.07037
22	1.535000	0.000000	0.465873	0.000000	0.152400	-0.018940	-0.018938	26.36871
23	0.448112	0.001800	0.487069	0.027682	0.000500	0.099020	1.07E-06	25.52729
24	0.164055	0.481000	0.118528	0.006142	0.019000	0.026121	-6.72E-06	24.78198
25	0.145635	0.357500	0.297634	0.218920	0.178700	0.104613	-1.22E-06	24.76632
26	0.472833	0.000000	0.770720	0.171311	0.153700	-0.005060	-3.05E-06	24.54098
27	0.696412	0.410700	0.601936	-0.120490	0.004100	0.191311	8.50E-07	26.19973
28	0.931057	0.000000	0.471289	0.038128	0.000400	0.007607	-3.12E-06	25.01373
29	0.354251	0.006800	0.418342	0.702175	0.009200	0.024130	0.017727	25.62111
30	0.389634	0.330700	0.544048	0.204335	0.012500	0.042631	3.44E-06	25.74055
31	0.595987	0.000000	0.460725	0.064151	0.017000	0.038042	2.14E-06	25.40540

obs	DEBT	DIVD	FASET	GROWTH	INSD	PROFIT	RISK	SIZE
32	0.235673	0.043700	0.637918	0.498574	0.095800	0.020822	-0.000257	24.12112
33	0.660886	0.151300	0.349867	0.212897	0.256900	0.110656	3.41E-05	24.26712
34	0.120843	0.315200	0.139145	0.188668	0.002000	0.036395	-4.55E-06	24.64919
35	0.755622	0.000000	0.378048	0.000000	0.183500	-0.046080	-0.046084	23.89295
36	0.522167	0.003200	0.729906	0.241114	0.138700	0.144153	1.59E-06	25.84723
37	0.947712	0.000000	0.673577	0.069809	0.057700	-0.017720	2.01E-07	24.64722
38	0.211102	0.251700	0.437484	0.171590	0.000900	0.028535	-4.50E-06	25.72048
39	0.476535	0.205800	0.123003	290.8949	0.004100	0.078251	1.29E-07	26.05114
40	0.608600	0.178700	0.235536	0.150946	0.000700	0.114744	7.11E-09	30.52693
41	0.575460	0.265200	0.531821	0.038778	0.187000	0.095100	-1.68E-08	26.45011
42	0.661755	0.004700	0.208592	0.281402	0.001800	0.116413	8.17E-07	26.01657
43	0.819609	0.048100	0.119083	0.115237	0.033000	0.039368	2.42E-06	24.77679
44	0.687692	0.000000	0.565923	0.198045	0.137900	0.069875	-2.08E-07	23.58547
45	0.332804	0.781800	0.429845	0.090300	0.019100	0.158734	-4.47E-09	26.50401
46	2.078000	0.000000	0.105063	-0.066520	0.092800	-0.190010	-1.81E-05	22.05827
47	0.376817	0.753400	0.315828	0.110805	0.007900	0.084900	5.93E-08	27.75324
48	0.636605	0.244700	0.780762	-0.174370	0.000700	0.081691	-5.48E-07	27.16581

obs	DEBT	DIVD	FASET	GROWTH	INSD	PROFIT	RISK	SIZE
49	0.462658	0.276100	0.467251	0.039475	0.024700	0.081198	3.10E-07	26.97709
50	0.356603	0.000000	0.198884	0.330590	0.185100	0.051172	1.82E-05	23.70895
51	0.685574	0.000000	0.581029	0.398533	0.123700	-0.106290	-1.43E-05	23.98520
52	0.387032	0.150200	0.327591	-0.010240	0.041200	-0.082030	-1.28E-05	24.26132
53	0.785009	0.000000	0.022977	0.216583	0.001500	0.007828	4.01E-07	24.61916
54	0.150432	0.279300	0.032192	0.370381	0.046200	0.095581	2.01E-06	26.48217
55	0.678608	0.395600	0.146210	0.158081	0.276000	0.133954	4.14E-06	24.40713
56	0.031042	0.000000	0.007286	0.343356	0.004500	-0.008210	2.46E-06	23.28822
57	0.093390	0.000000	0.127502	-0.196090	0.007800	1.60E-06	2.86E-06	24.88838
58	0.258210	0.000000	0.005699	0.381892	0.086000	0.013499	-1.50E-05	23.14807
59	0.948522	0.000000	0.093343	-0.242100	0.037400	0.035210	-3.31E-06	23.25696
60	1.158000	0.000000	0.256903	0.126409	0.016800	-0.002060	3.01E-06	23.81431
61	0.476485	0.000000	0.271538	-0.027310	0.247500	0.043638	-8.57E-08	24.80419
62	0.123532	0.000000	0.005922	0.217943	0.015300	-0.013320	2.01E-06	23.85440
63	0.102974	0.000000	0.008800	0.886870	0.000200	-0.016430	1.27E-05	25.28030
64	0.384817	0.004000	0.396607	0.132418	0.024400	0.017410	-4.53E-06	26.28395
65	0.517383	0.095600	0.626422	0.110904	0.217200	0.053495	-5.16E-07	24.92945

obs	DEBT	DIVD	FASET	GROWTH	INSD	PROFIT	RISK	SIZE
66	0.944376	0.000000	0.189066	16.18167	0.131200	-0.060540	3.47E-05	24.28431
67	0.108499	0.000000	0.391501	0.115694	0.005300	0.067606	-6.26E-06	25.92727
68	0.245890	0.000000	0.412314	0.067652	0.054400	-0.095960	-1.45E-05	23.29588
69	0.709231	0.000000	0.077263	1.303042	0.008000	-0.066120	7.25E-05	24.01910





**Lampiran V**  
**Hasil Olah Data**

System: FINAL  
Estimation Method: Two-Stage Least Squares  
Date: 10/31/06  
Time: 07:23  
Sample: 1 69

	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C(1)	0.057917	0.014180	4.084258	0.0001
C(2)	-0.006205	0.013162	-0.471409	0.6379
C(3)	-0.009602	0.049745	-0.193025	0.8471
C(4)	-3.240310	1.397497	-2.318653	0.0215
C(5)	0.100246	0.149897	0.668769	0.5045
C(6)	0.069758	0.039556	1.763534	0.0794
C(7)	-0.058739	0.317686	-0.184895	0.8535
C(8)	-0.018529	0.033302	-0.556405	0.5786
C(9)	-1.134564	3.681667	-0.308166	0.7583
C(10)	4.15E-05	0.000640	0.064732	0.9485
C(11)	1.748631	0.311116	5.620505	0.0000
C(12)	2.875536	1.621354	1.773540	0.0777
C(13)	-1.232436	1.234451	-0.998368	0.3194
C(14)	-0.229797	0.487800	-0.471089	0.6381
C(15)	-10.98273	13.69519	-0.801941	0.4236
C(16)	-0.090122	0.066033	-1.364813	0.1739
C(17)	0.418289	0.429539	0.973811	0.3314

Determinant residual covariance 6.46E-05

Equation:  $INSD=C(1)+C(2)*DEBT+C(3)*DIVD+C(4)*RISK+C(5)*PROFIT$   
Observations: 69

R-squared	0.082770	Mean dependent var	0.058696
Adjusted R-squared	0.025443	S.D. dependent var	0.073578
S.E. of regression	0.072636	Sum squared resid	0.337660
Durbin-Watson stat	2.106194		

Equation:  
 $DIVD=C(6)+C(7)*INSD+C(8)*DEBT+C(9)*RISK+C(10)*GROWTH+C(11)*PROFIT$   
Observations: 69

R-squared	0.369740	Mean dependent var	0.117720
Adjusted R-squared	0.319719	S.D. dependent var	0.222969
S.E. of regression	0.183903	Sum squared resid	2.130675
Durbin-Watson stat	1.827964		

Equation:  
 $DEBT=C(12)+C(13)*INSD+C(14)*DIVD+C(15)*RISK+C(16)*SIZE+C(17)*FASET$   
Observations: 69

R-squared	0.092370	Mean dependent var	0.650526
Adjusted R-squared	0.020336	S.D. dependent var	0.700323
S.E. of regression	0.693165	Sum squared resid	30.27012
Durbin-Watson stat	1.196911		