

Analisis Persamaan Simultan *Insider Ownership*, Utang dan Kebijakan Dividen beserta Faktor-Faktor yang Mempengaruhinya

Alien Akmalia

Fakultas Ekonomi Universitas Muhammadiyah Yogyakarta. E-mail: akmalia_alien@yahoo.com

Lela Hindasah

Fakultas Ekonomi Universitas Muhammadiyah Yogyakarta. E-mail: lel_ummy@yahoo.com

ABSTRACT

This study examined the simultaneous between debt, dividend and insider ownership with the factors that have influence. This research focused on non financial companies which is register in Indonesian Derivative Exchange (BEI), for 2002-2006, it report the financial data completely and publish on Indonesian Capital Market Directory (ICMD). Sample taking use purposive sampling method and bring 76 compaies as the result.

This study use Two Stage Least Square (2SLS), because the identification of simultaneous equation must fulfill just identified criteria. The exogenous variables that use in this study are debt, dividend and insider ownership. The endogenous variables that use in this study are business risk, profitability, investment, fixed assets, growth and size of the firm.

The result of research shows that on debt equation: dividend, insider ownership, risk, profitability and fixed assets have significant influence to debt. On dividend equation: debt, insider ownership, risk, profitability, investment and growth have significant influence to dividend. On insider ownership equation: debt, dividend, risk and size have significant influence to insider ownership.

Keyword: debt policy, dividend policy insider ownership.

PENDAHULUAN

Kepemilikan orang dalam (*insider ownership*), utang dan kebijakan dividen memiliki keterkaitan antara satu dengan yang lainnya. Dalam suatu perusahaan sering terjadi konflik yang disebabkan karena adanya perbedaan kepentingan. Perbedaan atau konflik kepentingan tersebut dapat terjadi baik antara pihak manajemen atau manajer perusahaan dengan pemegang saham, manajer dengan kreditur atau antara pemegang saham, kreditur dan manajer yang disebabkan adanya hubungan keagenan atau *agency relationship*.

Dalam teori keagenan menyatakan bahwa kepentingan manajemen dan kepentingan pemegang saham mungkin bertentangan. Perusahaan memiliki tujuan utama meningkatkan nilai perusahaan melalui peningkatan kemakmuran pemilik atau para

pemegang saham (Brigham dan Gapenski, 1996). Akan tetapi pihak manajemen atau manajer perusahaan sering memiliki tujuan lain yang bertentangan dengan tujuan tersebut. Akar permasalahan dari pertentangan atau konflik tersebut dapat dilihat dari keberadaan kelebihan aliran kas atau *excess cash flow* (Jensen, 1986). Kelebihan aliran kas ini cenderung akan diinvestasikan walaupun investasinya melebihi tingkat yang optimum, bahkan seringkali digunakan untuk konsumsi secara berlebihan yang tidak ada kaitannya dengan kegiatan utama perusahaan atau *excessive perquisites* (Bathala dkk, 1994).

Selain itu konflik juga dapat terjadi karena manajer perusahaan mengutamakan kepentingan pribadi sedangkan pemegang saham tidak menyukai kepentingan pribadi manajer tersebut. Hal ini disebabkan karena pengeluaran tersebut akan menambah biaya perusahaan yang berakibat pada penurunan keuntungan perusahaan dan penurunan dividen yang akan diterima oleh para pemegang saham. Pemegang saham menghendaki agar pengeluaran tersebut dibiayai oleh utang akan tetapi pihak manajemen menolaknya dikarenakan utang mengandung risiko yang tinggi. Padahal pemegang saham lebih menyukai investasi yang berisiko tinggi dengan harapan akan memperoleh *return* yang tinggi pula, sementara manajemen lebih memilih investasi dengan risiko lebih rendah untuk melindungi posisinya (Crutchley and Hansen, 1989; Fama, 1980 dalam Sartono, 2001). Konflik kepentingan yang terjadi antara manajer dan pemegang saham dapat diminimumkan dengan melakukan suatu mekanisme pengawasan yang dapat mensejajarkan kepentingan-kepentingan yang terkait tersebut. Dengan adanya suatu mekanisme pengawasan tersebut maka akan menimbulkan suatu biaya yang disebut sebagai *agency cost*.

Penelitian ini merupakan modifikasi dari penelitian Jensen dkk, 1992. Penelitian tersebut melakukan pengujian berkaitan dengan teori keagenan dan menemukan fakta adanya pengaruh secara simultan antara *insider ownership*, utang dan kebijakan dividen. Penelitian mengenai *insider ownership*, penggunaan utang dan kebijakan dividen juga dilakukan oleh Crutchley and Hansen (1989); Bathala dkk, (1994), serta Chen and Steiner (1999) dimana secara umum disimpulkan ada hubungan erat antara ketiga kebijakan tersebut dalam mengurangi konflik keagenan. Penelitian yang dilakukan oleh penulis diharapkan dapat mengetahui pengaruh antara tiga variabel penelitian yang terdiri dari *insider ownership*, utang dan dividen beserta faktor-faktor yang mempengaruhinya. Maka dari itu penulis mengambil judul " Analisis Persamaan Simultan *Insider Ownership*, Utang dan Kebijakan Dividen beserta Faktor-Faktor yang Mempengaruhinya".

TUJUAN PENELITIAN

Tujuan yang ingin dicapai dengan penelitian ini adalah:

1. Menganalisis pengaruh *insider ownership*, dividen, risiko bisnis, profitabilitas dan *asset* tetap terhadap utang.

2. Menganalisis pengaruh *insider ownership*, utang, risiko bisnis, profitabilitas, investasi dan *growth* terhadap dividen.
3. Menganalisis pengaruh utang, dividen, risiko bisnis dan ukuran perusahaan terhadap *insider ownership*.

KAJIAN TEORI

Hipotesis Persamaan Utang dan Faktor-Faktor yang Mempengaruhi.

Menurut Friend dan Lang (1988) dalam Hindasah (2005), kepemilikan manajerial memiliki hubungan kausal terbalik atau substitusi dengan utang. Kepemilikan manajerial yang tinggi menurunkan penggunaan utang karena penggunaan utang tinggi menyebabkan biaya kebangkrutan dan kesulitan keuangan. Selanjutnya Friend dan Lang (1988) serta Friend dan Hasbrouck (1987) dalam Hindasah (2005), menambahkan bahwa pihak internal yang menjadi pemegang saham mayoritas sedikit terdiversifikasi dan menginginkan insentif dalam jumlah besar untuk mengurangi risiko *financial*.

Penelitian yang dilakukan oleh Jensen dkk (1992), menyatakan bahwa terdapat hubungan negatif antara prosentase kepemilikan manajer dengan *debt ratio*. Dengan demikian, meningkatnya kepemilikan manajemen dapat mensejajarkan kepentingan manajemen dengan kepentingan pemegang saham dan mengurangi peranan utang sebagai salah satu alat untuk mengurangi konflik keagenan.

Berdasarkan penjelasan di atas maka hipotesisnya adalah:

H1: *Insider Ownership* memiliki pengaruh negatif yang signifikan terhadap tingkat utang.

Rozeff dan Esterbook dalam Taswan (2003) menyatakan bahwa pembayaran dividen kepada pemegang saham akan mengurangi sumber-sumber dana yang dikendalikan oleh manajer, sehingga mengurangi kekuasaan manajer dan membuat pembayaran dividen mirip dengan *monitoring capital market* yang terjadi bila perusahaan memperoleh modal baru. Dividen yang tinggi menyebabkan dana internal perusahaan (*Free Cash Flow*) berkurang. Tidak tersedianya *Free Cash Flow* yang berlebih dalam perusahaan akan mengurangi sikap oportunistik dan *perquisities* manajer, sehingga perusahaan tidak memerlukan utang yang tinggi sebagai kontrol terhadap sikap oportunistik manajer. Berdasarkan hal tersebut maka perusahaan dengan dividen yang tinggi akan membuat tingkat utang yang dimiliki perusahaan tersebut menjadi rendah.

H2: Dividen memiliki pengaruh negatif yang signifikan terhadap kebijakan utang.

Penelitian yang dilakukan Ismiyanti dan Hanafi (2004), menemukan bahwa risiko berpengaruh positif terhadap kebijakan utang. Pada kondisi risiko tinggi manajer memilih proyek yang berisiko tinggi dengan tujuan mendapat *return* tinggi. Penggunaan utang pada risiko tinggi dapat mengurangi biaya keagenan utang. Penelitian ini berargumentasi bahwa risiko mempunyai hubungan positif terhadap utang.

Chen dan Steiner (1999) menunjukkan bahwa pada kondisi risiko tinggi, manajer memilih proyek berisiko tinggi dengan tujuan mendapat *return* tinggi. Pengurangan risiko dilakukan dengan menggunakan pendanaan utang dari pihak kreditur. Namun penggunaan utang pada tingkat risiko tinggi dapat mengurangi biaya keagenan ekuitas namun memicu biaya keagenan utang.

Berdasarkan penjelasan di atas, maka hipotesisnya sebagai berikut:

H3: Risiko berpengaruh positif dan signifikan terhadap utang.

Profitabilitas merefleksikan *earning* untuk pendanaan investasi. Myers (1984) dalam Masdupi (2005), menyarankan manajer untuk menggunakan *pecking order* untuk keputusan pendanaan. *Pecking order* merupakan urutan penggunaan dana untuk investasi yaitu laba ditahan sebagai pilihan pertama, kemudian diikuti oleh utang dan ekuitas. Jika ini benar, implikasinya adalah ada hubungan negatif antara profitabilitas perusahaan dengan *debt ratio*. Hasil studi Moh'd dkk, (1998) dalam Masdupi (2005) menemukan adanya hubungan yang negatif antara profitabilitas perusahaan dengan kebijakan utang.

Berdasarkan penjelasan di atas, maka hipotesisnya adalah:

H4: Profitabilitas berpengaruh negatif dan signifikan terhadap utang.

Variabel asset tetap berhubungan dengan jumlah kekayaan (*asset*) yang dapat dijadikan jaminan. Perusahaan yang lebih fleksibel akan cenderung menggunakan utang lebih besar daripada perusahaan yang struktur aktivasinya tidak fleksibel. Myers dan Majluf (1984) dalam Wahidahwati (2000) menyatakan bahwa komposisi *collateral value of asset* perusahaan mempengaruhi sumber pembiayaan. Berdasarkan Brigham dan Gapenski (1996) menyatakan bahwa secara umum perusahaan yang memiliki jaminan terhadap utang, akan lebih mudah mendapatkan utang daripada perusahaan yang tidak memiliki jaminan terhadap utang. Hasil penelitian yang dilakukan oleh Moh'd dkk (1998) dalam Wahidahwati (2000) menyatakan bahwa *asset structure* mempunyai hubungan yang positif dan signifikan dengan *debt ratio*.

Berdasarkan penjelasan di atas, maka hipotesisnya adalah:

H5: Asset tetap berhubungan positif dan signifikan dengan utang.

Hipotesis Persamaan Dividen dan Faktor-Faktor yang Mempengaruhi.

Kebijakan utang sering diukur dengan *debt ratio* yang mencerminkan kemampuan perusahaan dalam menggunakan seluruh kewajibannya yang ditunjukkan oleh berapa bagian modal sendiri yang digunakan untuk membayar utang. Oleh karena itu semakin rendah DER (Debt Equity Ratio) semakin tinggi kemampuannya untuk membayar seluruh kewajibannya. Semakin besar proporsi utang yang digunakan dalam struktur modal maka semakin besar pula kewajibannya. Pada gilirannya peningkatan utang akan mempengaruhi tingkat pendapatan bersih yang tersedia bagi pemegang saham termasuk dividen yang akan diterima karena kewajiban membayar bunga dan utang tersebut diprioritaskan

daripada membayar dividen. Apabila beban utang dan bunga semakin tinggi maka kemampuan perusahaan membayar dividen semakin rendah.

Berdasarkan penjelasan di atas, maka hipotesisnya adalah:

H6: Kebijakan utang berpengaruh negatif dan signifikan terhadap dividen.

Menurut Rozeff (1982) dalam Ismiyanti dan Hanafi (2004), kepemilikan manajerial yang tinggi menyebabkan dividen yang dibayarkan kepada pemegang saham rendah. Penetapan dividen rendah disebabkan manajer memiliki harapan investasi di masa mendatang yang dibiayai dari sumber internal. Apabila sebagian pemegang saham menyukai dividen tinggi maka menimbulkan perbedaan kepentingan sehingga diperlukan peningkatan dividen. Pada sisi lain penambahan dividen memperkuat posisi perusahaan untuk mencari tambahan dana dari pasar modal sehingga kinerja perusahaan dimonitor oleh tim pengawas pasar modal. Pengawasan ini menyebabkan manajer berusaha mempertahankan kualitas kinerja dan tindakan ini menurunkan konflik keagenan.

Selanjutnya Rozeff (1982) dalam Ismiyanti dan Hanafi (2004), menyatakan bahwa kebijakan dividen dan kepemilikan manajerial digunakan sebagai substitusi untuk mengurangi biaya keagenan. Perusahaan dengan menetapkan persentase kepemilikan manajerial yang besar membayar dividen dalam jumlah kecil sedangkan pada persentase kepemilikan manajerial kecil menetapkan dividen pada jumlah besar.

Berdasarkan penjelasan di atas, maka hipotesisnya adalah:

H7: Kepemilikan manajerial berpengaruh negatif dan signifikan terhadap dividen.

Menurut Chen dan Steiner (1999), variabel risiko mempunyai hubungan negatif dan signifikan terhadap kebijakan dividen. Tingginya risiko bisnis yang dihadapi oleh perusahaan akan diantisipasi dengan kebijakan pembayaran dividen yang rendah.

Pengaruh risiko terhadap dividen adalah negatif. Menurut Kale dan Noe (1990) dalam Ismiyanti dan Hanafi (2004), dividen merupakan sinyal dari stabilitas aliran kas di masa mendatang. Semakin tinggi risiko yang dihadapi perusahaan maka semakin besar cadangan arus kas yang dibutuhkan perusahaan sehingga menyebabkan rendahnya pembayaran dividen.

Berdasarkan penjelasan di atas, maka hipotesisnya adalah:

H8: Risiko berpengaruh negatif dan signifikan terhadap dividen.

Profitabilitas adalah kemampuan perusahaan menghasilkan laba (profit). Hermi (2004) dalam Suharli dan Oktarina (2005), mengungkapkan laba diperoleh dari selisih antara harta yang masuk (pendapatan dan keuntungan) dan harta yang keluar (beban dan kerugian).

Smith (1971) dalam Suharli dan Oktarina (2005) menunjukkan bahwa terdapat kecenderungan yang kuat bagi perusahaan untuk menghindari pemotongan dividen. Manajer seharusnya mempertimbangkan pembayaran dividen dan hanya boleh memotong dividen apabila berada pada situasi yang ekstrem, misalnya terjadi penurunan yang drastis

dalam tingkat keuntungan perusahaan. Stabilitas keuntungan penting untuk mengurangi risiko bila terjadi penurunan laba yang memaksa manajemen untuk memotong dividen (Suharli dan Oktarina, 2005).

Berdasarkan penjelasan di atas, maka hipotesisnya adalah:

H9: Profitabilitas berpengaruh positif dan signifikan terhadap dividen.

Perkembangan perusahaan yang tinggi akan memerlukan dana yang lebih besar untuk kesempatan investasinya. Kebutuhan dana yang besar tersebut dapat dipenuhi pertama kali berasal dari dalam perusahaan yaitu *retained earning* (laba ditahan). Jika tingkat investasinya kecil maka dana yang tersedia untuk pembayaran dividen menjadi lebih besar.

Fama dkk. (2000) menyatakan bahwa mahalnyanya mendanai investasi dengan *risk security* yang baru, maka dividen menjadi kurang menarik untuk perusahaan yang tinggi tingkat investasinya. Semakin besar kesempatan investasi, semakin besar kebutuhan dananya maka berakibat pada pembayaran dividen yang semakin kecil.

Berdasarkan penjelasan di atas, maka hipotesisnya adalah:

H10: Investasi berpengaruh negatif dan signifikan terhadap dividen.

Tingkat pertumbuhan diukur dengan tingkat pertumbuhan *asset* dari tahun sebelumnya. Perusahaan yang sedang mengalami pertumbuhan akan memerlukan dana yang cukup besar guna membiayai investasinya, oleh karena perusahaan memerlukan dana untuk diinvestasikan pada aktiva tetap atau aktiva lancar yang permanen. Dana ini diperlukan baik dari sumber dana ekstern maupun intern. Apabila dana yang diperlukan untuk pertumbuhan ini diperoleh dari sumber dana intern yaitu laba yang ditahan, maka akan semakin mengurangi kemampuan perusahaan untuk membayarkan dividen.

Pertumbuhan pendapatan perusahaan yang tinggi mengindikasikan adanya kesempatan investasi yang tinggi. *Free cash flow hypothesis* mempunyai kaitan dengan pertumbuhan perusahaan, semakin tinggi pertumbuhan maka semakin banyak *internal cash flow* yang akan digunakan untuk membiayai pertumbuhan melalui investasi. Myers dkk, (1984) dalam Mahadwartha, (2002). Perusahaan dengan pertumbuhan yang tinggi akan mempertimbangkan untuk memilih antara membayar dividen atau mempertahankan internal cash flow untuk digunakan membiayai investasi (Holder dkk, 1998, dalam Susilawati, 2000).

Berdasarkan penjelasan di atas, maka hipotesisnya adalah:

H11: *Growth* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap pembayaran dividen.

Hipotesis Persamaan Insider Ownership dan Faktor-Faktor yang Mempengaruhi.

Utang memiliki hubungan kausal terbalik dengan kepemilikan manajerial. Hubungan kausalitas ini menunjukkan hubungan substitusi antara kebijakan utang dengan kepemilikan manajerial dalam mengurangi konflik keagenan. Penggunaan utang tinggi meningkatkan risiko kebangkrutan sehingga manajer mengurangi proporsi kepemilikan

saham (Chen dan Steiner, 1999). Penggunaan utang yang berlebihan akan meningkatkan biaya kebangkrutan (*bankruptch cost*) dan risiko tak terdiversifikasi (*non diversifiable risk*) sehingga mengurangi minat manajer untuk menambah kepemilikan. Fenomena ini dapat juga dijelaskan melalui hipotesis arus kas bebas (*free cash flow hypothesis*), yaitu bahwa peningkatan utang akan mengurangi arus kas (*cash flow*) karena sebagian besar arus kas untuk membayar utang, sehingga tidak ada arus kas dalam perusahaan yang dapat dimanfaatkan oleh manajemen untuk melakukan tindakan-tindakan *perquisites* yang merugikan pemegang saham, sehingga dengan sendirinya konflik keagenan tidak akan terjadi (Jensen, 1986).

Berdasarkan penjelasan di atas, maka hipotesisnya adalah:

H12: Kebijakan utang berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kepemilikan manajerial.

Hubungan antara dividen dengan kepemilikan manajerial dijelaskan melalui hipotesis aliran kas bebas (Jensen, 1986). Melalui hipotesis ini kebijakan dividen digunakan untuk mempengaruhi kepemilikan manajerial sehingga mengurangi biaya keagenan yang berkaitan dengan arus kas bebas (*free cash flow*). Penelitian ini membuktikan hubungan substitusi antara kebijakan dividen dan kepemilikan manajerial.

Mekanisme pengurangan masalah keagenan ini dilakukan dengan cara:

- a. Menggunakan *free cash flow* untuk membayar dividen kas sehingga menghindari alokasi pada tindakan yang tidak menguntungkan (Jensen, 1986).
- b. Meningkatkan dividen untuk memperkuat posisi perusahaan dalam mencari tambahan dana dari pasar modal (Crutchley dan Hansen, 1989).
- c. Meningkatkan dividen untuk memuaskan sebagian pemegang saham yang lebih menyukai dividen atau penganut *bird in the hand theory* yang memandang bahwa dividen tinggi adalah yang terbaik, karena investor lebih suka kepastian tentang pengembalian investasinya serta mengantisipasi risiko ketidakpastian tentang kebangkrutan perusahaan (Gordon, 1962) dalam Ismiyanti dan Hanafi, (2004).

Berdasarkan penjelasan di atas, maka hipotesisnya adalah:

H13: Kebijakan dividen berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kepemilikan manajerial.

Risiko merupakan indikator ketidakstabilan harga saham dan *return* yang diterima oleh pemegang saham. Pada saat menghadapi peningkatan risiko pihak internal mengendalikan *persentse* kepemilikan saham dalam jumlah kecil atau sebaliknya. Menurut Demsetz dan Lehn (1985) dalam Ismiyanti dan Hanafi (2004), hubungan antara risiko dengan kepemilikan manajerial membentuk dua pengaruh, yaitu risiko berpengaruh positif dan negatif terhadap kepemilikan manajerial. Perusahaan yang beroperasi pada pasar berisiko tinggi mengalami kesulitan dalam memonitor kondisi eksternal sehingga manajer meningkatkan nilai kepemilikan saham untuk mengawasi kondisi internal. Bagi manajer

yang penghindar risiko (*risk averse*), hubungan risiko tinggi dengan kepemilikan manajerial berubah menjadi negatif.

Menurut Crutchley dan Hansen (1989), serta Jensen dkk. (1992), terdapat hubungan positif antara risiko dengan kepemilikan manajerial tetapi hasil penelitian Jensen dkk. (1992) tidak signifikan. Penelitian Crutchley dan Hansen (1989), menghasilkan hubungan positif dan signifikan. Hubungan ini terjadi pada manajer yang menyukai risiko (*risk taker*). Peningkatan risiko menyebabkan perusahaan mengurangi pembayaran dividen tetapi meningkatkan kepemilikan manajerial dan utang. Peningkatan kepemilikan manajerial berarti mensejajarkan kedudukan manajer seperti pemilik atau pemegang saham sehingga bertanggung jawab terhadap kinerja perusahaan. Risiko yang semakin tinggi akan mendorong pemenuhan *return* yang semakin tinggi pula (*risk return trade off*) sehingga tingkat *return* yang cukup tinggi akhirnya manajemen akan meningkatkan kepemilikannya.

Berdasarkan penjelasan di atas, maka hipotesisnya adalah:

H14: Risiko berpengaruh signifikan terhadap *insider ownership*.

Ukuran perusahaan berpengaruh negatif terhadap *managerial ownership*. Menurut Bathala dkk. (1994) *managerial ownership* lebih besar dalam perusahaan yang kecil daripada yang besar. Sebagaimana perusahaan yang lebih besar secara relatif lebih kecil proporsi lembar saham yang dimiliki oleh manajer yang memiliki perusahaan.

Berdasarkan penjelasan diatas, hipotesisnya adalah:

H15: Ukuran perusahaan berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *insider ownership*.

METODE PENELITIAN

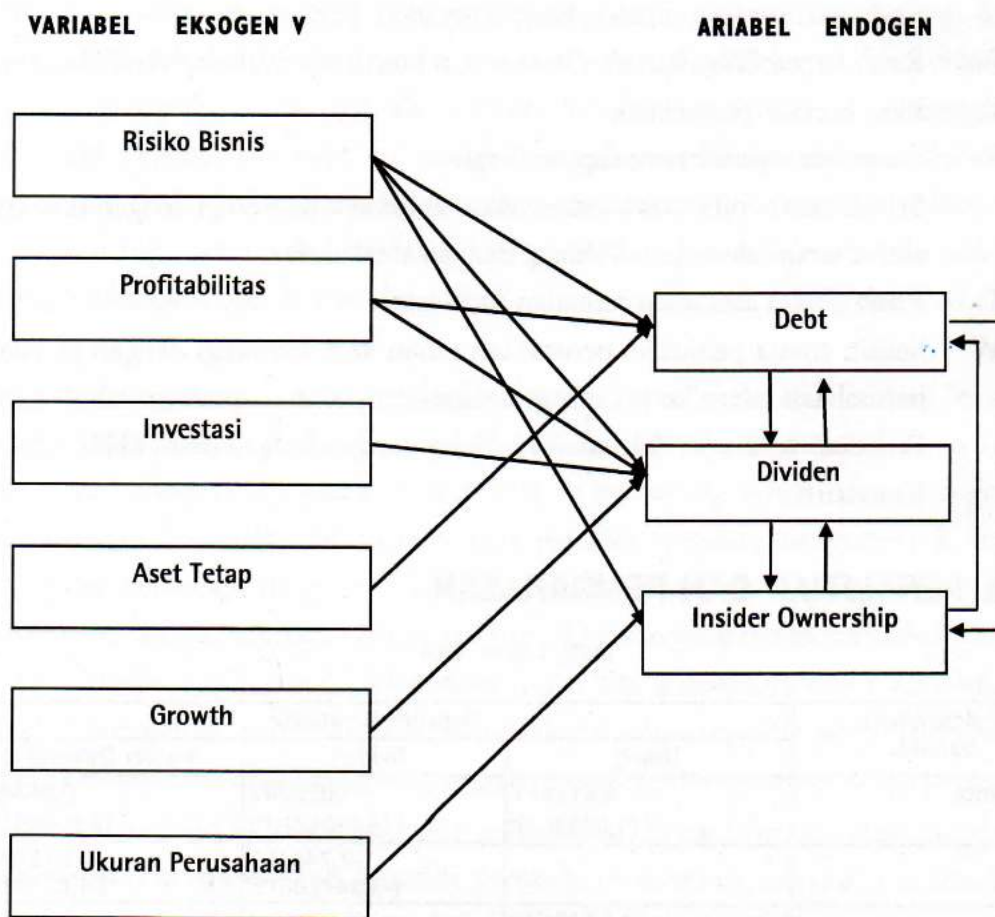
Jenis dan sumber data

Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder yang diperoleh dari Bursa Efek Indonesia (BEI). Subyek penelitiannya adalah semua perusahaan *non financial* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama tahun 2002 sampai dengan tahun 2006. Sampel dalam penelitian ini dipilih dengan menggunakan metode *purposive sampling* yaitu mengambil anggota populasi dari saham yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI). Kriteria pemilihannya didasarkan pada:

1. Perusahaan yang diteliti adalah perusahaan non keuangan yang *go public* dan terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode penelitian selain perusahaan finansial.
2. Perusahaan yang ada selama periode penelitian, yaitu tahun 2002 sampai dengan tahun 2006.
3. Perusahaan memiliki data tentang kepemilikan manajerial. Perusahaan memiliki informasi: hutang jangka panjang, total aset, *dividen payout ratio*, *asset*, beta risiko, aktiva tetap, penjualan, lembar saham beredar, laba operasi, harga penutupan saham

tahunan dan penjualan.

Model Penelitian



GAMBAR I. KERANGKA SKEMATIS MODEL PENELITIAN UNTUK MODEL PERSAMAAN SIMULTAN INSIDER OWNERSHIP, DEBT DAN DIVIDEND.

Perumusan Model

Model penelitian dalam penelitian ini terdiri dari tiga persamaan secara simultan yang terdiri dari variabel endogen dan eksogen. Persamaan simultan digunakan untuk menggambarkan hubungan interelasi antara variabel dalam persamaan. Variabel (endogen) dalam satu persamaan bisa menjadi variabel dependen (eksogen) pada persamaan lain, dan sebaliknya. Proses pengolahan menggunakan bantuan *software eviews 3.1*.

Ketiga persamaan yang akan diestimasi dalam penelitian ini diformulasikan sebagai berikut:

$$(1) DEBT = \hat{\alpha}_1 + \hat{\alpha}_2 DPR + \hat{\alpha}_3 INSD + \hat{\alpha}_4 BETA + \hat{\alpha}_5 PROF + \hat{\alpha}_6 FIXED + e$$

$$(2) DPR = \hat{\alpha}_1 + \hat{\alpha}_2 DEBT + \hat{\alpha}_3 INSD + \hat{\alpha}_4 BETA + \hat{\alpha}_5 PROF + \hat{\alpha}_6 INV + \hat{\alpha}_7 GROW + e$$

$$(3) INSD = \hat{\alpha}_1 + \hat{\alpha}_2 DEBT + \hat{\alpha}_3 DPR + \hat{\alpha}_4 BETA + \hat{\alpha}_5 SIZE + e$$

Keterangan:

- DEBT Rasio perbandingan antara nilai buku utang jangka panjang dengan nilai buku total aset perusahaan.
- DPR Rasio pembayaran dividen yang dibayarkan perusahaan.
- INSD Rasio kepemilikan saham direktur dan komisaris terhadap total *shareholder*.
- BETA Beta koreksi perusahaan.
- PROF Rasio laba operasi terhadap total aktiva.
- INV Selisih antara nilai buku aktiva tetap tahun ke t dikurangi dengan nilai buku aktiva tetap tahun ke t-1 dibagi dengan total aktiva.
- FIXED Rasio antara aset tetap terhadap total aset.
- GROW Selisih antara penjualan perusahaan tahun ke t dikurangi dengan penjualan perusahaan tahun ke t-1 dibagi dengan penjualan perusahaan tahun ke t-1.
- SIZE Perkalian antara jumlah saham beredar dengan harga saham akhir tahun.
- C Konstanta.

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

TABEL I HASIL 2SLS

| Independent Variable | Dependent variable | | |
|----------------------|---|---|---|
| | Utang | Dividen | Insider Ownership |
| Constanta | 0,616441 (1,968305)* | 1,038992 (4,430407)*** | 0,949422 (2,906995)*** |
| Debt | | -2,748157 (-3,247205)*** | -1,198628 (-1,831810)* |
| Dividen | -1,649472 (-1,871461)* | | -1,955599 (-2,118503)** |
| Insider Ownership | -0,904903 (-1,991021)* | -1,655184 (-3,869813)*** | |
| Risiko Bisnis | 0,141905 (1,748443)* | 0,157099 (3,251436)*** | 0,159881 (2,267067)** |
| Profitabilitas | -0,193557 (-0,770643) | -1,945372 (-2,884949)*** | |
| Investasi | | -0,152656 (-0,514687) | |
| Aset Tetap | 0,105137 (0,460628) | | |
| Growth | | 0,087042 (0,817086) | |
| Ukuran Perusahaan | | | -0,007475 (-0,733605) |
| | R ² = 42,07% R ² adj = 37,93% F Stat 10,17(0,00)** | R ² = 63,34% R ² adj. = 60,15% F Stat 19,87(0,00)*** | R ² = 58,86% R ² adj. = 56,54% F Stat 25,39(0,00)*** |

1. Persamaan kebijakan hutang.

Insider ownership berpengaruh negatif dan signifikan terhadap variabel DEBT. Hasil ini sesuai dengan prediksi, sehingga H1 diterima. Hasilnya menunjukkan bahwa pada tingkat kepemilikan manajerial yang semakin besar, perusahaan mengurangi hutang sebagai cara untuk mengurangi konflik keagenan. Pada tingkat kepemilikan manajerial tinggi, kekayaan pribadi manajer tidak terdiversifikasi secara optimal sehingga menghadapi risiko tinggi. Penggunaan utang pada tingkat tinggi menyebabkan *financial distress* atau menghadapi risiko kebangkrutan. Untuk mengurangi tingkat risiko *insider*, maka digunakan utang pada tingkat rendah. Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian yang telah dilakukan oleh Jensen dkk (1992), Chen dan Steiner (1999) dan Bathala dkk (1994).

DPR berpengaruh negatif dan signifikan terhadap variabel DEBT. Hasil ini sesuai dengan prediksi sehingga H2 diterima. Rozeff dan Esterbook dalam Taswan (2003) menyatakan bahwa pembayaran dividen kepada pemegang saham akan mengurangi sumber-sumber dana yang dikendalikan oleh manajer, sehingga mengurangi kekuasaan manajer dan membuat pembayaran dividen mirip dengan *monitoring capital market* yang terjadi bila perusahaan memperoleh modal baru. Dividen yang tinggi menyebabkan dana internal perusahaan (*Free Cash Flow*) berkurang. Tidak tersedianya *Free Cash Flow* yang berlebih dalam perusahaan akan mengurangi sikap oportunistik dan *perquisites* manajer, sehingga tidak memerlukan utang yang tinggi sebagai kontrol terhadap sikap oportunistik manajer. Berdasarkan hal tersebut maka perusahaan dengan dividen yang tinggi akan membuat tingkat utang yang dimiliki perusahaan tersebut menjadi rendah. Hasil penelitian ini mendukung penelitian dari Chen dan Steiner (1999), Jensen dkk (1992) serta Ismiyanti dan Hanafi (2004).

Risiko (BETA) berpengaruh positif dan signifikan terhadap variabel DEBT. Hasil ini sesuai dengan prediksi, sehingga H3 diterima. Pada kondisi risiko tinggi (standar deviasi *return* saham tinggi) manajer memilih proyek yang berisiko tinggi dengan tujuan memperoleh *return* tinggi. Pengurangan risiko dilakukan dengan menggunakan pendanaan melalui utang dari pihak kreditur. Hasil penelitian ini mendukung hasil penelitian dari Chen dan Steiner (1999) dan penelitian dari Ismiyanti dan Hanafi (2004).

Profitabilitas berpengaruh negatif terhadap utang, tetapi tidak signifikan. Hasil ini tidak sesuai dengan prediksi, sehingga H4 ditolak. Profitabilitas tidak berpengaruh terhadap utang ini dimungkinkan terjadi karena profitabilitas merupakan ketersediaan dana perusahaan yang akan digunakan untuk memenuhi kebutuhan perusahaan, sedangkan kebutuhan perusahaan seperti investasi besarnya tidak bisa diprediksi. Dengan demikian meskipun laba perusahaan tersebut besar tetapi apabila perusahaan memiliki kebutuhan dana yang lebih besar dari profitabilitas yang dihasilkan, maka tingkat utang perusahaan akan tetap tinggi. Hal ini menunjukkan bahwa profitabilitas tidak berpengaruh

terhadap utang. Hasil penelitian ini tidak konsisten dengan penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Myers (1984) dan Moh'd dkk (1998) dalam Masdupi (2005) yang menyatakan profitabilitas berpengaruh negatif signifikan terhadap *debt ratio*.

Asset tetap berpengaruh positif terhadap utang, tetapi tidak signifikan. Hasil ini tidak sesuai dengan hipotesis, sehingga H5 ditolak. *Fixed Assets* menunjukkan struktur aset suatu perusahaan. Hal ini berarti kreditur tidak menggunakan agunan sebagai pertimbangan utama dalam memberikan utang. Masih banyak faktor lain yang dipertimbangkan kreditur dalam memberikan utang, seperti 5C selain *collateral* (*Character, Capacity, Capital, Condition*), 5P (*Purpose, Payment, Profitability, Protection*), 3R (*Repayment, Risk Bearing Ability, Return*) maupun pertimbangan-pertimbangan yang lain.

Persamaan Kebijakan Dividen.

Utang berpengaruh negatif dan signifikan terhadap dividen. Hasil ini sesuai dengan prediksi, sehingga H6 diterima. Kebijakan utang sering diukur dengan *debt ratio* yang mencerminkan kemampuan perusahaan dalam menggunakan seluruh kewajibannya yang ditunjukkan oleh berapa bagian modal sendiri yang digunakan untuk membayar utang. Oleh karena itu semakin rendah DER semakin tinggi kemampuannya untuk membayar seluruh kewajibannya. Semakin besar proporsi utang yang digunakan dalam struktur modal maka semakin besar pula kewajibannya. Pada gilirannya peningkatan utang akan mempengaruhi tingkat pendapatan bersih yang tersedia bagi pemegang saham termasuk dividen yang akan diterima karena kewajiban membayar bunga dan utang tersebut diprioritaskan daripada membayar dividen. Apabila beban utang dan bunga semakin tinggi maka kemampuan perusahaan membayar dividen semakin rendah.

Insider ownership berpengaruh negatif dan signifikan terhadap dividen. Hasil ini sesuai dengan prediksi, sehingga H7 diterima. Kebijakan dividen dan kepemilikan manajerial digunakan sebagai substitusi untuk mengurangi biaya keagenan. Kepemilikan manajerial yang tinggi menyebabkan dividen yang dibayarkan pada pemegang saham rendah. Penetapan dividen rendah disebabkan manajer memiliki harapan investasi di masa mendatang yang dibiayai dari sumber internal. Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian Rozeff (1982).

Risiko berpengaruh positif dan signifikan terhadap dividen. Hasil ini tidak sesuai dengan prediksi, sehingga H8 ditolak. Estimator parameter yang positif ini berarti bahwa perusahaan memberlakukan hukum besi investasi, dimana pada tingkat risiko yang tinggi perusahaan memberikan kompensasi yang tinggi pula kepada para investor. Hasil penelitian ini tidak konsisten dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Crutchley dan Hensen (1989), Chen dan Steiner (1999) dan Moh'd et al. (1998), tetapi konsisten dengan hasil penelitian Wahidahwati (2002) yang menyatakan bahwa risiko bisnis berhubungan positif dengan rasio dividen.

Profitabilitas berpengaruh negatif dan signifikan terhadap dividen. Hasil ini tidak sesuai dengan prediksi, sehingga H9 ditolak. Semakin rendah profitabilitas, maka kemungkinan semakin besar perusahaan akan mengalami kesulitan keuangan, sehingga perusahaan akan membayar dividen yang tinggi untuk menjamin keamanan investasi pemegang saham. Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Jensen dkk (1992) serta Ismiyanti dan Hanafi (2004).

Investasi berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap dividen. Hasil ini tidak sesuai dengan prediksi, sehingga H10 ditolak. Investasi tidak berpengaruh terhadap dividen karena apabila dividen dipengaruhi oleh investasi maka dividen akan berfluktuasi. Investasi perusahaan yang tidak dapat diprediksi menyebabkan dividen berfluktuasi. Dividen yang fluktuatif tidak akan menarik lagi bagi pemegang saham. Berdasarkan teori "*clientele effect*", kebijakan dividen seharusnya ditujukan untuk memenuhi kebutuhan segmen investor tertentu. Kemudian tugas perusahaan adalah melayani segmen tersebut. Apabila kebijakan dividen berubah-ubah tergantung dari investasi perusahaan, maka akan mengacaukan efek klien tersebut. Berdasarkan *Packing Order Theory*, pembayaran dividen diusahakan konstan atau, kalau berubah terjadi secara gradual dan tidak berubah secara signifikan. Jika dividen tergantung dari investasi maka pembayaran dividen konstan (*sticky*) atau, kalau berubah terjadi secara gradual tidak dapat dipenuhi karena investasi yang tidak dapat diprediksi. Banyak penelitian menunjukkan bahwa perusahaan lebih menyukai kebijakan dividen yang stabil, yaitu besarnya dividen tidak berubah-ubah. Selain itu, investasi itu sendiri tidak mutlak berasal dari laba yang diperoleh perusahaan. Sumber investasi lain adalah dari aset-aset yang ada pada perusahaan, pinjaman jangka pendek ataupun jangka panjang dan lain-lain. Dengan demikian investasi tidak akan mempengaruhi kebijakan dividen.

Growth tidak berpengaruh terhadap dividen. Hal tersebut terjadi karena apabila dividen dipengaruhi oleh pertumbuhan maka dividen akan berfluktuasi. Kondisi tersebut disebabkan oleh pertumbuhan perusahaan belum tentu selalu stabil dan tidak bisa diprediksi. Dividen yang fluktuatif tidak akan menarik lagi bagi investor. Kondisi tersebut bertentangan dengan teori "*Clientele effect*" serta *Packing Order Theory*. Teori residual dividen menyatakan bahwa perusahaan menetapkan kebijakan dividen setelah semua investasi yang menguntungkan sudah habis dibayar (Mamduh, 2004). Perusahaan yang mempunyai tingkat pertumbuhan yang tinggi pada kurun waktu tertentu, belum tentu membayarkan dividennya dalam tingkat rasio yang tinggi pula. Pertumbuhan perusahaan yang tidak stabil akan mengakibatkan tingkat pembayaran dividen yang fluktuatif. Kondisi tersebut akan memberikan sinyal yang jelek bagi para investor. Berdasarkan teori "*signaling hypothesis*" yang menganggap bahwa perubahan dividen adalah sebagai pertanda/sinyal bagi perkiraan manajemen atas laba perusahaan di masa mendatang yang akan mempengaruhi juga terhadap harga saham. Maka dari itu, variabel *growth* tidak mempengaruhi kebijakan

dividen, dikarenakan perusahaan dengan kondisi pertumbuhan yang berfluktuasi akan cenderung menstabilkan pembayaran dividennya untuk menghindari sinyal negatif kepada investor sehingga *growth* dalam penelitian ini tidak mempunyai pengaruh yang signifikan. Hasil penelitian ini berlawanan dengan hasil temuan Jensen dkk (1992) serta Chen dan Steiner (1999).

Persamaan Insider Ownership

DEBT berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kepemilikan manajerial. Hasil ini sesuai dengan prediksi, sehingga H12 diterima. Hubungan ini menunjukkan hubungan substitusi antara kebijakan utang dan kepemilikan manajerial dalam mengontrol masalah keagenan. Penggunaan utang yang berlebihan akan meningkatkan biaya kebangkrutan (*bankruptcy cost*) dan risiko tak terdiversifikasi (*non diversifiable risk*) sehingga mengurangi minat manajer untuk menambah kepemilikan. Hasil penelitian ini konsisten dengan hasil studi Friend dan Lang (1988) dalam Ismiyati dan Hanafi (2004), Crutchley dan Hansen (1989) serta Chen dan steiner (1999).

Dividen berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kepemilikan manajerial. Hasil ini sesuai dengan prediksi, sehingga H13 diterima. Hubungan antara dividen dengan kepemilikan manajerial dijelaskan melalui hipotesis aliran kas bebas (*free cash flow hypothesis*) (Jensen, 1986). Melalui hipotesis ini kebijakan dividen digunakan untuk mempengaruhi kepemilikan manajerial sehingga mengurangi biaya keagenan yang berkaitan dengan *free cash flow*. Penelitian ini membuktikan hubungan substitusi antara kebijakan dividen dan kepemilikan manajerial. Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian Jensen (1986), serta Chen dan Steiner (1999).

Risiko berpengaruh positif dan signifikan terhadap *insider ownership*. Hasil penelitian ini sesuai dengan prediksi, sehingga H14 diterima. Hasil penelitian ini menunjukkan arah hubungan yang positif antara risiko dengan *insider ownership*. Hal ini berarti bahwa para manajer bersifat *risk taker* artinya para manajer disini menyukai risiko. Dalam kondisi risiko perusahaan naik, para manajer justru meningkatkan tingkat kepemilikannya di perusahaan. Hasil penelitian konsisten dengan temuan penelitian Crutchley dan Hansen (1989).

Ukuran perusahaan berpengaruh negatif terhadap *insider ownership* tetapi tidak signifikan. Hasil ini tidak sesuai dengan prediksi, sehingga H15 ditolak. Hal tersebut dimungkinkan bahwa perusahaan-perusahaan di Indonesia belum sepenuhnya menerapkan aturan mengenai batas kekayaan pribadi maupun batas pinjaman pribadi. Hasil penelitian ini tidak konsisten dengan hasil penelitian Tandelilin dan Wilberforce (2002).

SIMPULAN DAN SARAN

Kesimpulan

Berdasarkan analisis dan pengujian dari data dalam penelitian yang berjudul "Analisis Persamaan Simultan *Insider Ownership*, Utang dan Kebijakan Dividen Beserta Faktor-Faktor yang Mempengaruhinya", maka dapat ditarik kesimpulan sebagai berikut:

1. *Kebijakan Utang*, hasil pengujian secara simultan, kelima variabel *independen* (kebijakan dividen, *insider ownership*, risiko, profitabilitas dan aset tetap) berpengaruh terhadap kebijakan utang. Hasil pengujian secara parsial ketiga variabel independen yang terdiri dari kebijakan dividen, *insider ownership* dan risiko berpengaruh terhadap kebijakan utang. Sedangkan variabel profitabilitas dan aset tetap tidak berpengaruh terhadap kebijakan utang.
2. *Kebijakan dividen*, hasil pengujian secara simultan, keenam variabel independen (kebijakan utang, *insider ownership*, risiko, profitabilitas, investasi dan pertumbuhan perusahaan) berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Hasil pengujian secara parsial, empat variabel yang terdiri dari utang, *insider ownership*, risiko dan profitabilitas berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Sedangkan investasi dan pertumbuhan tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen.
3. *Insider ownership*, hasil pengujian secara simultan, keempat variabel independen (kebijakan utang, kebijakan dividen, risiko, dan ukuran perusahaan) berpengaruh terhadap *insider ownership*. Sedangkan secara parsial, hanya variabel ukuran perusahaan yang tidak berpengaruh terhadap *insider ownership*.

Saran

1. Bagi investor.

Bagi investor yang akan menanamkan investasinya pada industri non lembaga keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) sebaiknya harus benar-benar teliti dalam menganalisa kebijakan utang perusahaan, kebijakan dividen serta *insider ownership*, sehingga investor bisa memperoleh keuntungan sesuai dengan yang diharapkan. Hal ini dapat dilakukan dengan menggunakan beberapa alat analisa yang dapat dipakai seperti menggunakan faktor-faktor yang terbukti mempengaruhi kebijakan utang, dividen maupun *insider ownership* yang telah terbukti signifikan. Dengan menggunakan variabel-variabel yang telah terbukti signifikan tersebut maka dapat digunakan oleh investor sebagai alat bantu dalam menganalisa kebijakan utang, kebijakan dividen serta *insider ownership* perusahaan.

2. Saran penelitian lanjutan.

- a. Penelitian selanjutnya hendaknya dilakukan penambahan sampel dengan menggunakan sektor industri yang lain misalnya perbankan, karena perbankan mempunyai spesifikasi tertentu.

- b. Periode pengamatan hendaknya lebih diperpanjang, agar jumlah sampel yang diperoleh bisa lebih banyak.

Keterbatasan Penelitian

Penelitian ini memiliki beberapa keterbatasan sebagai berikut:

1. Periode penelitian yang digunakan dalam penelitian ini termasuk pendek, yaitu tahun 2002 sampai dengan tahun 2006. Penggunaan periode penelitian yang lebih panjang kemungkinan memberikan hasil yang berbeda.
2. Sampel dalam penelitian ini hanya terbatas pada perusahaan/lembaga non keuangan yang terdiri dari 76 sampel, sehingga kurang dapat dijadikan sebagai dasar generalisasi.

DAFTAR PUSTAKA

- Bathala C. T., K. P. Moon dan R.P. Rao., (1994), "Managerial Ownership, Debt Policy and the Impact of Institutional Holding: An Agency Perspective", *Financial Management*, 23, pp. 38- 0.
- Brigham, E.F., Gapenski, L.C., & Daves, 1996, *International Financial Managerial*, Sixth Edition, The Dryden Pres, New York.
- Chen, C. R., dan Steiner T. L. (1999), "Managerial Ownership and Agency Conflict: a Nonlinier Simultaneous Equation Analysis of Managerial Ownership, Risk Taking, Debt Policy, and Dividend Policy", *Financial Review*, Vol. 34, pp. 119-137.
- Crutchley, C dan Hansen,(1989), " A Test of The Agency Theory of Managerial Ownership, Corporate Leverage and Corporate Dividends", *Financial Management*, pp.34-36.
- Fama, E. F., dan French, Kenneth, R., 2000, "Testing Trade Off and Pecking Order Prediction About Dividend and Debt", *Working Paper*, University of Chicago.
- Lela Hindasah, L, (2005), "Kinerja Perusahaan dan Mekanisme untuk Mengontrol Masalah Keagenan antara Manajer dan Shareholder", *Utilitas*.
- Ismiyati, F. dan Hanafi, M, (2004), "Struktur Kepemilikan, Risiko, dan Kebijakan Keuangan: Analisis Persamaan Simultan", *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*, Vol. 19, No. 2, hlm. 176-196.
- Jensen, M., (1986), "Agency Cost of Free cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers", *American Economics Review*, Vol 76, hlm. 323-326.
- Jensen, G. R., D.P. Solberg dan T.S. Zorn (1992), "Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt and Dividend Policies", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 247-263.
- Mahadwartha, P. A., (2002), "Uji Teori Keagenan dalam Hubungan Interdependensi antara Kebijakan Utang dan Kebijakan Dividen", *Simposium Nasional Akuntansi V Ikatan Akuntansi Indonesia*, pp. 635-547.
- Masdupi, E., (2005), "Analisis Dampak Struktur Kepemilikan pada Kebijakan Hutang dalam Mengontrol Konflik Keagenan", *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*, No.1, Vol.20: 57-69.
- Moh'd, M. A., Perry, L. G. and Rimbey, J. N., (1998), "The Impact of Ownership Structure on Corporate Debt Policy: A Time Series Cross-Sectional Analysis", *The Financial Review*, Vol. 33, pp. 85-98.
- Rozeff, Michael S, (1982), "Growth Beta & Agency Cost as Determinant of Dividend Payout Ratios", *Journal of Finance Research*, 5, pp. 249-249.
- Sartono, A., (2001), "Kepemilikan Orang Dalam (Insider Ownership), Utang dan Kebijakan Dividen: Pengujian Empirik Teori Keagenan (Agency Theory)", *Jurnal Siasat Bisnis*, No.6, Vol.2, hlm. 102-119.

- Suharli, M., dan Oktarina, M., (2005), "Memprediksi Tingkat Pengembalian Investasi pada Equity Securities Melalui Rasio Profitabilitas, Likuiditas dan Hutang pada Perusahaan Publik di Jakarta", *Simposium Nasional Akuntansi VIII Solo*, hlm.288-296.
- Susilawati, C. Erna., (2000), "Dampak Faktor-faktor Keagenan dan Faktor-faktor yang Mempengaruhi Biaya Transaksi terhadap Rasio Pembayaran Dividen", *Jurnal Siasat Bisnis*, No.5. Vol.2, hlm.111-126.
- Tandelilin, E dan Wilberforce.T., (2002), "Can Debt and Dividend Policies Substitute Insider Ownership in Controlling Equity Agency Conflict?", *Gajah Mada International Journal of Business*, No.1, Vol. 1, pp. 31-43.
- Taswan, 2003, "Analisis Pengaruh Insider Ownership, Kebijakan Hutang dan Dividen terhadap Nilai Perusahaan serta Faktor-faktor Yang Mempengaruhinya", *Jurnal Bisnis dan Ekonomi*, september.
- Wahidahwati, 2000, "Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Institusional pada Kebijakan Hutang Perusahaan: Sebuah Perspektif Theory Agency", *Simposium Nasional Akuntansi IV*, hlm. 1084-1105.
- _____, 2002, "Kepemilikan Manajerial dan Agency Conflicts: Analisis Persamaan Simultan Non Linier dari Kepemilikan Manajerial, Penerimaan Risiko (*Risk Taking*), Kebijakan Utang dan Kebijakan Dividen", *SNA 5*, Semarang, 5-6 September, hlm. 601-625.