

# MODEL INTERAKSI STRUKTUR KEPEMILIKAN TERHADAP KEBIJAKAN HUTANG DAN DIVIDEN DALAM PERSPEKTIF TEORI KEAGENAN PADA PERUSAHAAN MANUFAKTUR GO PUBLIK DI INDONESIA

Suyatmini\*, Triyono\*\* dan M. Wahyuddin\*\*

\* Program Studi Pendidikan Akuntansi FKIP

\*\* Fakultas Ekonomi

Universitas Muhammadiyah Surakarta

Jl. A. Yani Tromol Pos 1 Kartasura Sukoharjo, 57102

Telp 0271-717417 pesawat 235

## ABSTRACT

The aims of the research are: (1) to find out the structure of stock ownership at the public companies in Indonesia, (2) to analyze effects of stock ownership structure by insider ownership and institutional investor on debt policy and dividend policy at the public companies in Indonesia, (3) to obtain empirical evidences that control mechanism through stock ownership by the insider ownership and the institutional investor will decrease the problems of agency, which then minimizes the cost of agency, (4) to find out simultaneous relation between the insider ownership, the institutional investor, the debt policy, and the dividend policy. The samples of the research which included 70 manufacturing companies registered at the Jakarta Stock Exchange. The samples were taken by using a purposive sampling technique. The hypotheses were then tested by means of a simultaneous analysis of Two Stage Least Square. The results of the research show that (1) the insider ownership has a significant effect on the debt policy and, there is a substitution or negative causal relation between the insider ownership and debt policy; (2) the institutional investor has a significant effect on the debt policy, and there is a substitution or negative causal relation between the institutional investor and the debt policy. (3) the institutional investor has a negative effect on the insider ownership, (4) the dividend policy does not have a significant effect on the institutional investor, (5) there is a substitution relation between the debt policy and the dividend policy.

**Key words:** cost of agency; debt policy; ownership structure; theory of agency.

## PENDAHULUAN

Teori keagenan menyatakan bahwa perusahaan yang memisahkan fungsi pengelolaan dengan fungsi kepemilikan akan rentan terhadap konflik keagenan (Jensen dan Meckling, 1976). Asumsi dasar dalam teori keagenan (*agency theory*) adalah bahwa manajer akan bertindak secara oportunistik dengan mengambil keuntungan untuk kepentingan pribadi sebelum memenuhi kepentingan

pemegang saham. Kondisi ini akan mengakibatkan munculnya masalah keagenan yang akan menyebabkan *agency cost* yang harus dikelola melalui berbagai cara. Keberadaan *agency cost* jelas akan menyebabkan nilai perusahaan tidak bisa dicapai secara maksimal. Sedangkan tujuan utama perusahaan adalah meningkatkan nilai perusahaan melalui peningkatan kemakmuran pemilik atau para pemegang saham (Brigham dan Gapenski, 1999, h.8). Konflik kepentingan antara mana-

jer dan pemegang saham dapat diminimumkan melalui mekanisme kontrol yang lebih efektif untuk dapat mensejajarkan kepentingan – kepentingan yang terkait tersebut.

Secara umum dikenal dua mekanisme kontrol yaitu mekanisme kontrol eksternal dan mekanisme kontrol internal (Wals dan Seward, 1990). Mekanisme kontrol eksternal merupakan pengendalian perusahaan berdasarkan mekanisme pasar (*the market for corporate control*) yaitu dengan melalui efektivitas pasar modal (Fama dan Jensen, 1983), pasar produk dan jasa (Grossman dan Hart, 1982), serta pasar sumber daya manajerial (*the managerial labor market*) (Fama, 1980). Mekanisme kontrol internal perusahaan antara lain terdiri dari pengendalian yang dilakukan oleh dewan komisaris (Fama dan Jensen, 1983) atau melalui skema insentif yang menarik dan kompetitif untuk manajemen (Fama, 1980).

Cara meningkatkan mutu kontrol dan akuntabilitas, antara lain diperlukan auditor eksternal dan komite audit. Dengan demikian dalam perkembangannya, peran *controller* juga mempunyai pengaruh yang sangat penting dalam pengendalian perusahaan. *Controller* tidak hanya melakukan kegiatan akuntansi saja tetapi harus memperluas fungsi akuntansi kepada aplikasi manajemennya (Heckert dan Willson, 1996, h.11).

Dalam teori keagenan Jensen dan Meckling (1976) dinyatakan bahwa terjadinya konflik keagenan disebabkan antara lain oleh pembuatan keputusan yang berkaitan dengan: **pertama**, aktivitas pencarian dana dan **kedua**, pembuatan keputusan yang berkaitan dengan bagaimana dana yang diperoleh tersebut diinvestasikan.

Cara mengatasi *agency problem* dan mengurangi biaya keagenan (*agency cost*) di dalam teori keagenan dapat dilakukan dengan beberapa mekanisme kontrol yaitu: **pertama** meningkatkan *insider ownership* (Crutchley dan Hansen 1989; Jensen, Solberg dan Zorn 1992). Menurut pendekatan ini *agency problem*

bisa dikurangi apabila *insider* mempunyai kepemilikan saham dalam perusahaan. Dengan adanya kepemilikan saham, maka *insider* akan merasakan langsung manfaat dari keputusan yang diambilnya, demikian juga kerugian yang timbul sebagai konsekuensi dari pengambilan keputusan yang salah. Kepemilikan ini akan mensejajarkan kepentingan manajemen dengan pemegang saham (Jensen dan Meckling, 1976).

Dengan demikian kepemilikan saham oleh manajemen merupakan insentif bagi para manajer untuk meningkatkan kinerja perusahaan dan manajer akan menggunakan hutang secara optimal sehingga akan meminimumkan biaya keagenan. **Kedua**, meningkatkan *dividend payout ratio*, maka tidak tersedia cukup banyak *free cash flow* dan manajemen terpaksa mencari pendanaan dari luar untuk membiayai investasinya (Crutchley dan Hansen, 1989). Penambahan dana menyebabkan kinerja manajer dimonitor oleh bursa, komisi sekuritas dan penyedia dana baru. Pengawasan kinerja menyebabkan manajer bertindak sesuai dengan kepentingan pemegang saham sehingga mengurangi biaya keagenan. **Ketiga**, peningkatan pendanaan dengan hutang bisa digunakan untuk mengurangi atau mengontrol konflik keagenan. Jensen (1986), berpendapat bahwa dengan hutang "*bond*" maka perusahaan mempunyai kewajiban untuk mengembalikan pinjaman dan membayar beban bunga secara periodik. Kondisi ini menyebabkan manajer bekerja keras untuk meningkatkan laba sehingga dapat memenuhi kewajiban dari penggunaan hutang tersebut. Sebagai konsekuensinya perusahaan menghadapi biaya keagenan hutang dan risiko kebangkrutan (Crutchley dan Hansen, 1989).

Di samping itu hutang juga akan menurunkan *excess cash flow* yang ada dalam perusahaan sehingga menurunkan kemungkinan pemborosan yang dilakukan oleh manajemen (Jensen, Solberg dan Zorn. 1992, Jensen 1986). **Keempat**, meningkatkan *monitoring* melalui *institutional investor*. Dengan *insti-*

*tutional investor* akan mendorong pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja manajer. Hal ini sesuai dengan yang diuraikan oleh Shleifer dan Vishny (1986), dan Coffe (1991), yang menyatakan bahwa *institutional investor* sangat berperan dalam memonitoring perilaku manajer khususnya dalam meningkatkan nilai *takeover* dan dapat memaksa *insider* untuk lebih berhati-hati dalam mengambil keputusan yang bersifat oportunistik. Moh'd, Perry dan Rimbey (1998), menyatakan bahwa distribusi saham antara pemegang saham dari luar yaitu *institutional investor* dan *shareholders dispersion* dapat mengurangi *agency cost*. Karena kepemilikan mewakili suatu sumber kekuasaan (*source of power*) yang dapat digunakan untuk mendukung atau tidak mendukung terhadap keberadaan manajemen.

Berkaitan dengan hal tersebut maka penelitian ini mengangkat isu tentang Pengembangan Model Interaksi Struktur Kepemilikan terhadap Kebijakan Hutang dan kebijakan Dividen dalam Perspektif teori Keagenan pada perusahaan manufaktur go Publik di Indonesia.

Isu tersebut diangkat untuk mengetahui model interaksi struktur kepemilikan terhadap kebijakan hutang dan kebijakan dividen yang seperti apa yang dapat mengurangi masalah keagenan sehingga dapat menurunkan biaya keagenan.. Di samping itu penelitian ini memperluas bidang penelitian pada analisis simultan antara *insider ownership*, *institutional investor*, kebijakan hutang dan kebijakan dividen. Keempat variabel tersebut digunakan sebagai variabel endogen dan merupakan bagian integral dalam mengurangi konflik keagenan (Chen dan steiner, 1999).

Penelitian ini bertujuan untuk : (1) mengetahui struktur kepemilikan pada perusahaan-perusahaan manufaktur go publik di Indonesia, (2) menganalisis pengaruh struktur kepemilikan saham oleh *insider ownership* dan *institutional investor* terhadap kebijakan hutang dan kebijakan dividen pada perusahaan manufaktur go publik di Indonesia; (3) mem-

peroleh bukti empiris bahwa mekanisme kontrol melalui kepemilikan saham oleh *Insider Ownership* dan *Institutional investor* dapat mengurangi masalah keagenan, dengan demikian dapat meminimumkan biaya keagenan pada perusahaan manufaktur go publik di Indonesia, (4) mengetahui hubungan simultan antara *Insider Ownership*, *Institutional Investor*, kebijakan hutang dan kebijakan dividen pada perusahaan-perusahaan manufaktur di Indonesia dan (5) mengembangkan model struktur kepemilikan terhadap kebijakan hutang dan kebijakan dividen yang efektif pada perusahaan-perusahaan manufaktur di Indonesia.

Penelitian tahun pertama menjawab permasalahan bagaimanakah model struktur kepemilikan saham dan kebijakan finansial pada perusahaan-perusahaan manufaktur di Indonesia dalam perspektif keagenan, yang mencakup tiga permasalahan penelitian yaitu: **pertama**, apakah struktur kepemilikan saham oleh pihak internal (*insider ownership*) mempunyai pengaruh terhadap kebijakan hutang dan kebijakan dividen. Permasalahan ini muncul karena studi sebelumnya yang hasilnya sama masih tidak konsisten, selain itu bahwa struktur kepemilikan saham merupakan faktor penentu struktur modal dalam rangka mengurangi *agency problem* (Moh'd, Perry dan Rimbey, 1998). Adanya kepemilikan saham oleh *insider* akan mensejajarkan tingkat kepentingan antara *insider* dengan *outsider owner* sehingga manajer akan mengurangi tingkat hutang secara optimal seiring dengan semakin meningkatnya kepemilikan mereka dalam perusahaan. Permasalahan **kedua**, apakah struktur kepemilikan saham oleh *institutional investor* mempunyai pengaruh terhadap kebijakan hutang dan kebijakan dividen. Permasalahan ini muncul karena *institutional investor* merupakan aspek penting yang berpengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan yang harus dipertimbangkan dalam rangka mengurangi *agency cost*. Permasalahan **ketiga**, bagaimana hubungan antara *insider*

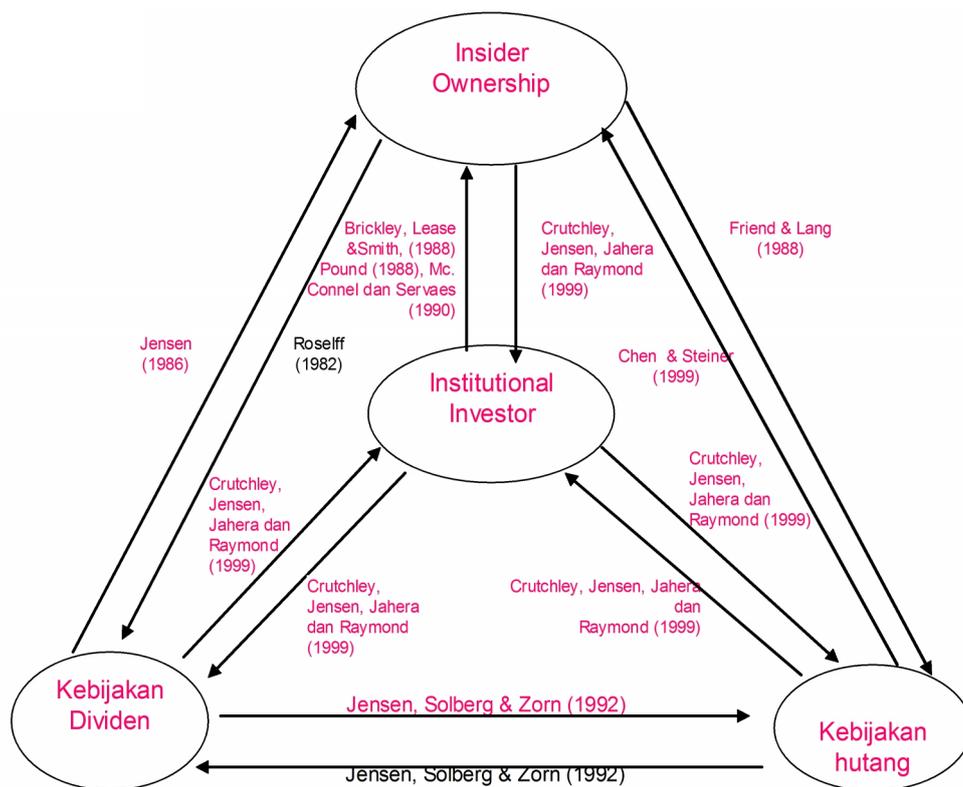
*ownership, institutional investor*, kebijakan hutang dan kebijakan dividen pada perusahaan-perusahaan manufaktur di Indonesia, apakah saling mempengaruhi. Permasalahan ini didasarkan pada studi terdahulu antara lain Jensen (1996), Crutchley dan Hansen (1989), Sounders, Strock dan Travlos (1990), Jensen, Solberg dan Zorn (1992), Chen dan Steiner (1999). Guna menjawab pertanyaan penelitian tersebut dikembangkan lima hipotesis penelitian.

## METODE PENELITIAN

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta, seperti yang termuat dalam *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD). Perusahaan yang dipilih sebagai sampel dalam

penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta yang mempublikasikan laporan keuangan per 31 Desember dan memiliki laporan keuangan auditan, (2) Tersedia data tentang persentase saham yang dimiliki oleh direktur dan komisaris (*insiders ownership*), (3) Tersedia data tentang persentase saham yang dimiliki oleh institusi (*institutional investor*), (4) perusahaan memiliki kebijakan hutang baik jangka pendek maupun jangka panjang, (5) perusahaan membagi dividen yang dilihat dari *Devidend Payout Ratio* (DPR), (6) perusahaan memiliki informasi berkaitan dengan pengukuran variabel *size, asset, grow, profitability, tax* dan investasi. Jumlah perusahaan yang memenuhi kriteria tersebut sebanyak 70 perusahaan.

Adapun kerangka penelitian ini sebagai berikut:



Gambar 1. Kerangka Penelitian

Metode analisis dengan menggunakan model persamaan simultan *Two- Stage Least Squares* (2- SLS).

Empat persamaan yang akan diuji tersebut adalah :

$$DR = \alpha_0 + \alpha_1 INSD + \alpha_2 INST + \alpha_3 DPR + \alpha_4 ASSET + \alpha_5 TAX + \varepsilon \dots\dots(1)$$

$$INSD = b_0 + b_1 DR + b_2 INST + b_3 DPR + b_4 GROW + b_5 SIZE + \varepsilon \dots\dots(2)$$

$$INST = c_0 + c_1 DR + c_2 INSD + c_3 DPR + c_4 PROF + \varepsilon \dots\dots\dots(3)$$

$$DPR = d_0 + d_1 DR + d_2 INSD + d_3 INST + d_4 PROF + d_5 INV + \varepsilon \dots\dots\dots(4)$$

## HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

### 1. Model $DR=f(INSD, INST, DPR, ASSET, TAX)$

Pengaruh *Insider Ownership* (INSD), *Institutional Investor* (INST) dan *Dividend Payout Ratio* (DPR) terhadap *Debt Ratio* (DR) dapat dijelaskan melalui model ini. Model ini juga digunakan untuk menguji hipotesis pertama (H1) dan Hipotesis kedua (H2). Hasil pengujian dengan metode *two stage least squares* (2SLS), dirangkum pada tabel sebagai berikut:

Tabel 1  
Hasil Pengujian pada fungsi  $DR=f(INSD, INST, DPR, ASSET, TAX)$   
Hasil Pengujian dengan metode 2SLS

Faktor	Koef. Reg.	T <sub>hit</sub>	P	Keterangan
Konstan	0.846703			
INSD	-0.007990	-3.219	0.0020	Signifikan
INST	-0.007584	-10.338	0.0000	Signifikan
DPR	-0.001271	-1.594	0.1158	Non Signifikan
ASSET	0.050232	1.939	0.0568	Signifikan
TAX	0.070792	0.343	0.7329	Non Signifikan
R Square (determinasi)	0.950129			
F <sub>test</sub>	245.4120			
Probabilitas	0.000 (p < 0.05 – signifikan)			

Sumber: Data yang diolah

Terlihat pada tabel 1 variabel *Insider Ownership*, *Institutional Investor*, *Dividend Payout Ratio*, *Asset* dan *Tax* secara simultan memberikan pengaruh terhadap *Debt Ratio* sebesar 95.01% dengan probabilitas kurang dari 0.05 atau signifikan. Nilai F-hitung sebesar 245.4120 dengan probabilitas 0.000, besarnya

probabilitas yang sangat kecil (kurang dari 1%) menjelaskan persamaan yang diuji mempunyai kekeliruan sangat rendah, berarti signifikan Sehingga dapat dipergunakan sebagai model untuk menjelaskan fungsi DR dari variabel INSD, INST, DPR, ASSET dan TAX.

Secara parsial diperoleh pada variabel INSD nilai t-hitung sebesar -3.219 dengan probabilitas 0.0020, nilai probabilitas tersebut kurang dari 0.05. Sehingga pengaruh sebesar -3.219 dinyatakan signifikan. Variabel INST nilai t-hitung sebesar -10.338 dengan probabilitas 0.0000, nilai probabilitas tersebut lebih kecil dari 0.05. Sehingga pengaruh sebesar -10.338 dinyatakan signifikan. Variabel DPR nilai t-hitung sebesar -1.594 dengan probabilitas 0.1158, nilai probabilitas tersebut lebih besar dari 0.05. Sehingga pengaruh sebesar -1.594 dinyatakan non signifikan. Variabel ASSET nilai t-hitung sebesar 1.939 dengan probabilitas 0.0568, nilai probabilitas tersebut kurang dari 0.10 Sehingga pengaruh sebesar 1.939 dinyatakan signifikan. Variabel TAX nilai t-hitung sebesar 0.343 dengan probabilitas 0.7329, nilai probabilitas tersebut lebih besar dari 0.05. Sehingga pengaruh sebesar 0.343 dinyatakan non signifikan.

Temuan pengaruh signifikan dengan arah negatif variabel *Insider Ownership* terhadap *Debt Ratio* merupakan bukti penerimaan hipotesis pertama (H1) yang menyatakan;

*Insider Ownership* mempunyai pengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang dan terjadi hubungan timbal balik dengan arah negatif antara *Insider Ownership* dengan kebijakan hutang.

Temuan pengaruh signifikan variabel *Institutional Investor* terhadap *Debt Ratio* merupakan bukti penerimaan hipotesis kedua (H2) yang menyatakan ; *Institutional Investor* mempunyai pengaruh terhadap kebijakan hutang dan terjadi hubungan timbal balik dengan arah negatif antara *Institutional Investor* dengan kebijakan hutang.

## 2. Model $INSD = f(DR, INST, DPR, GROW, SIZE)$

Pengaruh *Debt Ratio* (DR), *Institutional Investor* (INST), *Dividend Payout Ratio* (DPR), Pertumbuhan (GROW) dan *Size* terhadap *Insider Ownership* (INSD), dapat dijelaskan melalui model ini. Model ini sekaligus juga digunakan untuk pengujian hipotesis ketiga (H3). Hasil pengujian dengan metode *two stage least squares*, dirangkum dalam tabel sebagai berikut:

Tabel 2  
Hasil Pengujian pada fungsi  $INSD = f(DR, INST, DPR, GROW, SIZE)$   
Hasil Pengujian dengan metode 2SLS

Faktor	Koef. Reg.	T <sub>hit</sub>	P	Keterangan
Konstan	-83.12854			
DR	-30.64104	-2.4773	0.0159	Signifikan
INST	-1.152431	-6.6798	0.0000	Signifikan
DPR	-0.002201	-0.0592	0.9529	Non Signifikan
GROW	0.922591	1.1128	0.2700	Non Signifikan
SIZE	12.58949	5.2303	0.0000	Signifikan
R Square (determinasi)	0.817026			
F <sub>test</sub>	58.56893			
Probabilitas	0.000 (p < 0.05 – signifikan)			

Sumber: Data yang diolah.

Terlihat pada tabel 2 *Debt Ratio, Institutional Investor, Dividend Payout Ratio, Grow dan Size*, secara simultan memberikan pengaruh terhadap *Insider Ownership* sebesar 81.70% dengan probabilitas kurang dari 0.05 atau signifikan. Nilai F-hitung sebesar 121.4445 dengan probabilitas 0.000, besarnya probabilitas yang sangat kecil kurang dari 1% menjelaskan persamaan yang diuji mempunyai kekeliruan sangat rendah, berarti signifikan. Sehingga dapat dipergunakan sebagai model untuk menjelaskan fungsi INSD dari variabel DR, INST, DPR, GROW dan SIZE. Sedangkan secara parsial diperoleh pada variabel DR nilai t-hitung sebesar -2.4773 dengan probabilitas 0.0159, nilai probabilitas tersebut lebih kecil dari 0.05, sehingga pengaruh sebesar -2.4773 dinyatakan signifikan. Variabel INST nilai t-hitung sebesar -6.6798 dengan probabilitas 0.000, nilai probabilitas tersebut kurang dari 0.05, sehingga pengaruh sebesar -6.6798 dinyatakan signifikan. Variabel DPR nilai t-hitung sebesar -0.0592 dengan probabilitas 0.9529, nilai probabilitas tersebut lebih besar dari 0.05, sehingga pengaruh sebesar -0.0592 dinyatakan non signifikan. Variabel GROW nilai t-hitung sebesar 1.1128

dengan probabilitas 0.2700, nilai probabilitas tersebut lebih besar dari 0.05 sehingga pengaruh sebesar 1.1128 dinyatakan non signifikan. Variabel SIZE nilai t-hitung sebesar 5.2303 dengan probabilitas 0.0000, nilai probabilitas tersebut kurang dari 0.05, sehingga pengaruh sebesar 5.2303 dinyatakan signifikan.

Temuan pengaruh signifikan dengan arah negatif variabel *Institutional Investor* terhadap *Insider Ownership* merupakan bukti penerimaan hipotesis ketiga (H3) yang menyatakan; *Institutional Investor* berpengaruh negatif terhadap *Insider Ownership*.

### 3. Model $INST = f(DR, INSD, DPR, PROF)$

Pengaruh *Debt Ratio* (DR), *Insider Ownership* (INSD), *Dividend Payout Ratio* (DPR), dan *Profitability* (PROF) terhadap *Institutional Investor* (INST) dapat dijelaskan melalui model ini. Model ini juga sekaligus digunakan untuk pengujian hipotesis keempat (H4). Hasil pengujian dengan metode *two stage least squares*, dirangkum dalam tabel sebagai berikut:

Tabel 3  
 Hasil Pengujian pada fungsi  $INST=f(DR, INSD, DPR, PROF)$   
 Hasil Pengujian dengan metode 2SLS

Faktor	Koef. Reg.	T <sub>hit</sub>	P	Keterangan
Konstan	97.45861			
DR	-104.7864	-4.4879	0.0000	Signifikan
INSD	-0.5367	-2.2281	0.0293	Signifikan
DPR	0.1159	0.3326	0.7405	Non Signifikan
PROF	-1.6936	-0.2494	0.8038	Non Signifikan
R Square (determinasi)	0.924335			
F <sub>test</sub>	199.7273			
Probabilitas	0.000 (p< 0.05 – signifikan)			

Sumber: Data yang diolah.

Terlihat pada tabel 3 *Debt Ratio*, *Insider Ownership*, *Dividend Payout Ratio* dan *Profitability* secara simultan memberikan pengaruh terhadap *Institutional Investor* sebesar 92.43% dengan probabilitas kurang dari 0.05 atau signifikan. Nilai F-hitung sebesar 199.7273 dengan probabilitas 0.000, besarnya probabilitas yang sangat kecil kurang dari 1% menjelaskan persamaan yang diuji mempunyai kekeliruan sangat rendah, berarti signifikan. Sehingga dapat dipergunakan sebagai model untuk menjelaskan fungsi INST dari variabel DR, INSD, DPR dan PROF. Sedangkan secara parsial diperoleh pada variabel DR nilai t-hitung sebesar -4.4879 dengan probabilitas 0.0000 nilai probabilitas tersebut lebih kecil dari 0.05 sehingga pengaruh sebesar -4.4879 dinyatakan signifikan. Variabel INSD nilai t-hitung sebesar -2.2281 dengan probabilitas 0.0293, nilai probabilitas tersebut kurang dari 0.05 sehingga pengaruh sebesar -2.2281 dinyatakan signifikan. Variabel DPR nilai t-hitung sebesar 0.3326 dengan probabilitas 0.7405, nilai probabilitas tersebut lebih besar

dari 0.05, sehingga pengaruh sebesar 0.3326 dinyatakan non signifikan. Variabel PROF nilai t-hitung sebesar -0.2494 dengan probabilitas 0.8038 nilai probabilitas tersebut lebih besar dari 0.05, sehingga pengaruh sebesar -0.2494 dinyatakan non signifikan.

Temuan pengaruh non signifikan dengan arah positif variabel *Dividend Payout Ratio* terhadap *Institutional Investor* merupakan bukti penolakan terhadap hipotesis keempat (H4) yang menyatakan; Kebijakan dividen berpengaruh negatif terhadap *Institutional Investor*.

**4. Model  $DPR = f(DR, INSD, INST, PROF, INV)$**

Pengaruh *Debt Ratio* (DR), *Insider Ownership* (INSD), *Institutional Investor* (INST), *Profitability* (PROF), dan Investasi (INV) terhadap *Dividend Payout Ratio* (DPR) dapat dijelaskan melalui model ini. Model ini juga sekaligus digunakan sebagai pengujian hipotesis kelima (H5). Hasil pengujian dengan metode *two stage least squares* pada lampiran, dirangkum dalam tabel sebagai berikut:

Tabel 4  
 Hasil Pengujian pada fungsi  $DPR=f(DR, INSD, INST, PROF, INV)$   
 Hasil Pengujian dengan metode 2SLS

Faktor	Koef. Reg.	T <sub>hit</sub>	P	Keterangan
Konstan	98.94267			
DR	-88.99099	-7.7508	0.0000	Signifikan
INSD	-0.121490	-0.8766	0.3840	Non Signifikan
INST	0.210503	2.2652	0.0269	Signifikan
PROF	29.33148	15.2460	0.0000	Signifikan
INV	-4.988498	-5.5307	0.0000	Signifikan
R Square (determinasi)	0.988966			
F <sub>test</sub>	1149.143			
Probabilitas	0.000 (p< 0.05 – signifikan)			

Sumber: Data yang diolah.

Terlihat pada tabel 4 *Debt Ratio*, *Insider Ownership*, *Institutional Investor*, *Profitability* dan *Investasi* secara simultan memberikan pengaruh terhadap *Dividend Payout Ratio* sebesar 98.89% dengan probabilitas kurang dari 0.05 atau signifikan. Nilai F-hitung sebesar 1149.143 dengan probabilitas 0.000, besarnya probabilitas yang sangat kecil (kurang dari 1%) menjelaskan persamaan yang diuji mempunyai kekeliruan sangat rendah, berarti signifikan. Sehingga dapat dipergunakan sebagai model untuk menjelaskan fungsi DPR dari variabel DR, INSD, INST, PROF dan INV. Sedangkan secara parsial diperoleh pada variabel DR nilai t-hitung sebesar -7.7508 dengan probabilitas 0.000, nilai probabilitas tersebut kurang dari 0.05 sehingga pengaruh sebesar -7.7508 dinyatakan signifikan. Variabel INSD nilai t-hitung sebesar -0.8766 dengan probabilitas 0.3840, nilai probabilitas tersebut lebih besar dari 0.05, sehingga pengaruh sebesar -0.8766 dinyatakan non signifikan. Variabel INST nilai t-hitung sebesar 2.2652 dengan probabilitas 0.0269, nilai probabilitas tersebut kurang dari 0.05, sehingga pengaruh sebesar 2.2652 dinyatakan signifikan. Variabel PROF nilai t-hitung sebesar 15.2460 dengan probabilitas 0.000, nilai probabilitas tersebut kurang dari 0.05 sehingga pengaruh sebesar 15.2460 dinyatakan signifikan. Variabel INV nilai t-hitung sebesar -5.5307 dengan probabilitas 0.000, nilai probabilitas tersebut kurang dari 0.05, sehingga pengaruh sebesar -5.5307 dinyatakan signifikan.

Temuan pengaruh signifikan dengan arah negatif variabel *Debt Ratio* terhadap *Dividend Payout Ratio* merupakan bukti penerimaan hipotesis kelima (H5) yang menyatakan; terjadi hubungan substitusi atau kausal negatif antara kebijakan hutang dengan kebijakan dividen.

## PEMBAHASAN

Dalam pembahasan hasil penelitian akan difokuskan pada masing-masing model persamaan sebagai berikut:

### 1. Pembahasan persamaan Kebijakan Hutang.

Model persamaan 1 untuk menguji hipotesis pertama (H1) dan Hipotesis kedua (H2). Hipotesis pertama (H1) didesain untuk menjawab pertanyaan penelitian pertama yang berkaitan dengan pengaruh *insider ownership* terhadap kebijakan hutang dan hubungan timbal balik dengan arah negatif antara *insider ownership* dengan kebijakan hutang. Penelitian ini memberikan bukti empiris bahwa *insider ownership* mempunyai pengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang dan terjadi hubungan timbal balik dengan arah negatif antara *insider ownership* dengan kebijakan hutang.

Semakin tinggi kepemilikan *insider* maka mereka akan mengurangi tingkat hutang secara optimal, sehingga akan mengurangi biaya keagenan hutang Hal ini disebabkan karena semakin tinggi kepemilikan *insider*, maka *insider* akan menjadi *risk averse*, sehingga *insider* semakin hati-hati dalam menggunakan hutang dan menghindari perilaku yang bersifat oportunistik, karena mereka ikut menanggung konsekwensi dari tindakannya, maka mereka cenderung menggunakan hutang rendah. Statistik diskriptif menunjukkan bahwa besarnya rata-rata untuk variabel *insider ownership* adalah 5.09%, nilai ini jauh lebih rendah dibandingkan dengan rata-rata *institutional investor* yaitu sebesar 56.38%. Nilai rata-rata *debt ratio* adalah 39.09% menunjukkan bahwa perusahaan dalam sampel menggunakan hutang tinggi untuk membiayai perusahaan.

Kepemilikan *insider* memiliki hubungan substitusi dengan kebijakan hutang. Kepemilikan *insider* tinggi akan menurunkan peng-

gunaan hutang karena penggunaan hutang tinggi menyebabkan biaya kebangkrutan dan *financial distress*. Sebaliknya kepemilikan *insider* rendah akan meningkatkan penggunaan hutang

Pihak internal yang menjadi pemegang saham mayoritas sedikit terdiversifikasi menginginkan insentif dalam jumlah besar untuk mengurangi risiko *financial*, di samping itu perusahaan dengan kepemilikan *insider* tinggi memiliki *equity agency cost* rendah tetapi memiliki *debt agency cost* tinggi. Hal ini disebabkan insentif yang diberikan kepada *insider* disejajarkan dengan pemilik dari pada kreditor. Kepemilikan *insider* tinggi menyebabkan peningkatan biaya keagenan hutang sehingga manajer mengurangi penggunaan hutang. Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian Friend dan Lang (1988), Chem dan Steiner (1999), Jensen, Solberg dan Zorn (1992), Wilberforce (2000).

Variabel *Institutional Investor* (INST) mempunyai koefisien negatif dan signifikan. Temuan pengaruh signifikan variabel *Institutional Investor* terhadap *Debt Ratio* merupakan bukti penerimaan terhadap hipotesis kedua (H2) yang menyatakan *Institutional Investor* mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan hutang dan terjadi hubungan timbal balik dengan arah negatif antara *institutional investor* dengan kebijakan hutang. Koefisien negatif telah sesuai dengan penelitian terdahulu yaitu Bathala, Moon dan Rao. (1994), Shleifer dan Visny, (1986), Moh'd, Perry dan Rimbey. (1998), Mehran, (1992) yang menyatakan bahwa kehadiran *Institutional Investor* dapat menggantikan peranan hutang dalam rangka mengurangi biaya keagenan yang ditimbulkan oleh hutang. Penelitian ini menunjukkan bahwa *institutional investor* terbukti dapat menggantikan peranan hutang dalam mengurangi masalah keagenan.

Peningkatan kepemilikan institusional diikuti dengan penurunan penggunaan hutang. Statistik diskriptif menunjukkan bahwa nilai rata-rata *institutional investor* 56.38% jauh

lebih tinggi dari nilai rata-rata *insider ownership* yaitu 5.09%, diikuti oleh penurunan hutang terbukti nilai rata-rata *debt ratio* sebesar 39.09%. Hal ini juga sebagai bukti bahwa *institutional investor* yang tinggi dapat menggantikan peranan hutang dalam mengurangi masalah keagenan. Teori yang menyatakan bahwa *institutional investor* berpengaruh terhadap *debt ratio* dan terjadi hubungan timbal balik dengan arah negatif antara *institutional investor* terhadap *debt ratio* untuk saat ini sesuai dengan kondisi di Indonesia.

Variabel *Dividend Payout Ratio* (DPR) mempunyai koefisien negatif dan non signifikan. Apabila dividen yang dibayarkan perusahaan tinggi maka akan menurunkan penggunaan hutang. Sebaliknya jika penggunaan hutang tinggi perusahaan harus membayar bunga hutang, maka dividen yang dibayarkan rendah. Statistik diskriptif menunjukkan nilai rata-rata *dividend payout ratio* sebesar 26.49% menunjukkan bahwa sebagian besar perusahaan membayar dividen dalam persentase rendah. Nilai rata-rata *debt ratio* 39.09% menunjukkan bahwa perusahaan dalam sampel menggunakan persentase hutang tinggi. Pengurangan proporsi keuntungan perusahaan dalam bentuk dividen dapat mengurangi konflik keagenan antara *stockholder* dan *bondholder*. Hubungan kausal negatif antara kebijakan dividen dengan kebijakan hutang menunjukkan terjadi substitusi antara kebijakan dividen dengan kebijakan hutang. Penggunaan hutang tinggi diikuti dengan pembayaran dividen rendah, pembayaran dividen tinggi diikuti dengan penggunaan hutang rendah.

Variabel *Asset* memiliki koefisien positif dan signifikan. Kaitannya dengan hutang variabel *asset* dapat dijadikan sebagai jaminan (*collateral value of asset*). Perusahaan dengan struktur aktiva yang fleksibel (mudah untuk dijual) cenderung menggunakan hutangnya lebih besar dari pada perusahaan yang struktur aktivanya tidak fleksibel. Investor maupun kreditor akan lebih mudah memberikan

pinjaman bila disertai dengan jaminan. Jika perusahaan menggunakan hutang dengan jaminan maka akan mengurangi risiko kebangkrutan perusahaan. Statistik deskriptif menunjukkan bahwa nilai rata-rata *asset structure* sebesar 41.60%, menunjukkan bahwa perusahaan memiliki *asset* tetap yang tinggi. Hal ini juga didukung penelitian sebelumnya yang menyatakan bahwa komposisi *collateral value of asset* perusahaan mempengaruhi sumber pembiayaannya (Myers dan Majluf, 1994). Hasil studi Moh'd, Perry dan Rimbey (1988) menemukan *asset structure* mempunyai hubungan positif dan signifikan dengan *debt ratio*. Secara umum perusahaan yang memiliki jaminan terhadap hutang akan lebih mudah mendapatkan hutang dari pada perusahaan yang tidak memiliki jaminan terhadap hutang (Brigham dan Gapenski, 1996, h. 365). Dengan demikian, perusahaan yang memiliki jumlah aktiva tetap yang mudah untuk dijual akan menggunakan hutang yang lebih besar. Hal ini juga sebagai bukti bahwa hutang tinggi ini disebabkan juga karena *asset* perusahaan sebagai *colateral* juga tinggi.

Variabel *Tax* memiliki koefisien positif dan tidak signifikan terhadap *debt ratio*. Hal ini menunjukkan bahwa *Tax* tidak mempunyai pengaruh terhadap *Debt Ratio* perusahaan. Hasil penelitian ini tidak konsisten dengan teori *trade off*. Penggunaan hutang sering kali dikaitkan dengan penghematan pajak. Tetapi hasil penelitian ini menunjukkan bahwa variabel *Tax* tidak berpengaruh terhadap *Debt Ratio*. Dengan demikian peningkatan penggunaan hutang tidak diikuti penurunan pembayaran pajak.

## 2. Pembahasan Persamaan *Insider Ownership* (INSD).

Guna menguji hipotesis ketiga (H3) digunakan persamaan *Insider Ownership* (INSD). Berdasarkan tabel 5.3. diketahui bahwa variabel *Institutional Investor* (INST) memiliki koefisien negatif dan signifikan terhadap *Insider Ownership* (INSD). Hal ini

merupakan bukti diterimanya hipotesis yang ketiga (H3) yang menyatakan *Institutional Investor* berpengaruh negatif terhadap *Insider Ownership*. Hasil ini menunjukkan peningkatan persentase kepemilikan *Institutional Investor* dapat menurunkan persentase *Insider Ownership*. Statistik deskriptif menunjukkan nilai rata-rata *Insider Ownership* sebesar 5.09%, hal ini menunjukkan bahwa perusahaan yang diamati memiliki persentase kepemilikan *insider* rendah. Jika dibandingkan dengan rata-rata kepemilikan institusi (*Institutional Investor*) yang mempunyai nilai rata-rata sebesar 56.38%. Hal ini menunjukkan bahwa struktur kepemilikan perusahaan-perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta didominasi oleh kepemilikan institusi (*Institutional Investor*) daripada *Insider Ownership*. Semakin tinggi kepemilikan institusi maka semakin meningkat pengawasan pihak eksternal terhadap perusahaan dan semakin mengurangi minat manajer untuk memperbesar kepemilikan. Hal ini konsisten dengan penelitian Brickley, Lease dan Smith (1988), Pound (1988), McConnel dan Servaes (1990), Moh'd, Perry dan Rimbey, (1998), Bathala, Moon dan Rao, (1994), Crutchley, Jensen, Jahera dan Raymond, (1999).

Variabel *Debt Ratio* (DR) memiliki koefisien negatif dan signifikan terhadap *Insider Ownership*. Hal ini menunjukkan bahwa penggunaan hutang tinggi meningkatkan risiko kebangkrutan sehingga *insider* mengurangi proporsi kepemilikan saham. Statistik deskriptif menunjukkan nilai rata-rata hutang sebesar 39.09% menunjukkan bahwa perusahaan yang diteliti menggunakan hutang tinggi untuk membiayai perusahaan, sedangkan nilai rata-rata *Insider Ownership* sebesar 5.09% jauh lebih rendah dibandingkan dengan nilai rata-rata *Institutional Investor*. Pada kondisi ini diperlukan pembatasan terhadap penggunaan hutang untuk mengurangi masalah keagenan antara *stockholder* dan *bondholder*. Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian Chen dan Steiner (1999), Jensen, Solberg dan

Zorn (1992), Bhathala, Moon dan Rao (1994) dan Wilberforce (2000) yang menyatakan bahwa terdapat hubungan kausal negatif antara hutang dengan kepemilikan manajerial.

Variabel *Dividend Payout Ratio* (DPR) memiliki koefisien negatif dan tidak signifikan terhadap *Insider Ownership*. Koefisien negatif menunjukkan bahwa peningkatan variabel *Dividend Payout Ratio* akan menurunkan *Insider Ownership*. Hasil penelitian ini konsisten dengan teori dan hasil penelitian yang dilakukan oleh Jensen (1996). Hubungan antara *Dividend Payout Ratio* dengan kepemilikan *Insider* dijelaskan melalui *Free cash flow hypothesis* yaitu bahwa kebijakan dividen digunakan untuk mempengaruhi kepemilikan *insider* sehingga mengurangi *cost agency* yang berkaitan dengan *free cash flow*.

Mekanisme pengurangan masalah keagenan ini dilakukan dengan cara: (1) menggunakan *free cash flow* untuk membayar dividen kas sehingga menghindari alokasi pada tindakan yang tidak menguntungkan, (2) meningkatkan dividen untuk memperkuat posisi perusahaan dalam mencari tambahan dana dari pasar modal. Perusahaan diawasi oleh tim pengawas pasar modal atau kreditor sehingga manajer termotivasi mempertahankan atau meningkatkan kinerja (Crutchley dan Hansen, 1989), (3) meningkatkan dividen untuk memuaskan sebagian *stockholder* yang menyukai dividen besar (Brigham, Gapensi dan Daves, 1999). Peningkatan dividen menyebabkan perusahaan memiliki sumber internal dalam jumlah sedikit sehingga manajer memilih melakukan diversifikasi pada kesempatan investasi yang lebih menguntungkan.

Variabel *Firm Growth* (GROW) memiliki koefisien positif dan tidak signifikan terhadap *Insider Ownership*. Artinya variabel *Grow* tidak mempunyai pengaruh yang signifikan dalam penelitian ini. Arah hubungan dalam penelitian ini konsisten dengan teori dan penelitian yang dilakukan oleh Bathala, Moon dan Rao (1994) yang menyatakan pertumbuhan *total asset* menghasilkan pengaruh positif terhadap

*Insider Ownership*, artinya pertumbuhan *total asset* mengisyaratkan bahwa pihak *insider* akan tertarik menginvestasikan kekayaannya dalam perusahaan. Hal ini dimungkinkan karena adanya keuntungan informasional yang dimiliki oleh manajer tentang prospek *grow* perusahaan dimasa mendatang.

Variabel *Size* dalam penelitian ini memiliki koefisien positif dan signifikan terhadap *Insider Ownership*. Kepemilikan *insider* lebih besar pada perusahaan besar dibandingkan pada perusahaan kecil. Bila perusahaan semakin besar, proporsi kepemilikan saham *insider* akan semakin tinggi. Hal ini sesuai dengan teori dan hasil penelitian yang dilakukan oleh Bathala, Moon dan Rao (1994).

### 3. Pembahasan Persamaan *Institutional Investor* (INST).

Pengujian hipotesis keempat (H4) digunakan persamaan ini. Hipotesis keempat (H4) didesain untuk menjawab pertanyaan penelitian ketiga yang berkaitan dengan pengaruh kebijakan dividen terhadap *Institutional Investor*.

Berdasarkan tabel 5.4. dapat diketahui bahwa Variabel *Dividend Payout Ratio* (DPR) mempunyai koefisien positif dan non signifikan terhadap *Institutional Investor* (INST). Temuan pengaruh non signifikan dengan arah positif variabel *Dividend Payout Ratio* terhadap *Institutional Investor* merupakan bukti penolakan hipotesis keempat yang menyatakan bahwa Kebijakan dividen berpengaruh negatif terhadap *Institutional Investor*. Statistik diskriptif menunjukkan bahwa nilai rata-rata *Dividend Payout Ratio* sebesar 26.49%, berarti perusahaan yang diteliti membagi dividen dalam persentase yang sedang, nilai rata-rata *Institutional Investor* sebesar 56.38% menunjukkan nilai yang tinggi dibandingkan dengan kepemilikan *insider*. Koefisien positif mengindikasikan bahwa apabila pembayaran dividen tinggi maka *Institutional Investor* mendasarkan pada orientasi menanamkan modalnya pada perusa-

haan dengan harapan akan mendapatkan return yang lebih besar..

Berdasar sudut pandang perusahaan *Institutional Investor* mampu mengurangi konflik keagenan oleh karena itu manajer akan mengurangi kepemilikannya, kebijakan hutang dan dividen. Namun demikian dari sudut pandang *Institutional Investor* mungkin akan lebih tertarik untuk berinvestasi saham pada perusahaan dengan mekanisme kontrol yang ketat dengan dividen yang tinggi. Kondisi ini dapat dipahami karena sebagai pemilik dengan kepemilikan yang tinggi akan mengharapkan investasinya di perusahaan aman dan menghasilkan *return* yang tinggi baik dalam bentuk dividen maupun *capital gain*. Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian Crutchley, Jensen, Jahera dan Raymond, 1999.

Variabel *Debt Ratio* (DR) memiliki koefisien negatif dan signifikan terhadap *Institutional investor* (INST). Hasil analisis ini dapat diartikan bahwa kepemilikan *institutional* mampu berperan dalam menurunkan rasio hutang perusahaan. Oleh karena itu kehadiran *Institutional Investor* mampu berperan menjadi agen pengawasan yang efektif (*effectively monitoring agents*) untuk mengurangi terjadinya konflik keagenan yang ditimbulkan oleh hutang. Koefisien negatif sudah sesuai dengan penelitian Bathala, Moon dan Rao (1994), Shleiner dan Visney, (1986), Moh'd Perry dan Rimbey, (1998), Mehran, (1992), Wilberforce, (2000).

Variabel *Insider Ownership* (INSD) mempunyai koefisien negatif dan signifikan terhadap *Institutional Investor* (INST). Statistik diskriptif juga menunjukkan bahwa nilai rata-rata *Institutional Investor* jauh lebih tinggi daripada nilai rata-rata *Insider Ownership*. Hasil analisis ini mengindikasikan bahwa semakin tinggi proporsi kepemilikan *Institutional Investor* akan diikuti adanya penurunan kepemilikan *insider*. Dengan demikian jika dipandang dari sudut pandang perusahaan *Institutional Investor* mampu mengurangi

konflik keagenan oleh karena itu manajer akan mengurangi kepemilikannya. Jika proporsi kepemilikan *insider* semakin tinggi, maka proporsi tersebut mampu menggantikan kedudukan *Institutional Investor*, karena *insider* lebih memiliki *voting power* dan *entrenchment effect* terhadap perusahaan. Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian Crutchley, Jensen, Jahera dan Raymond, (1999).

Variabel *Profitability* (PROF) memiliki koefisien positif dan signifikan terhadap *Institutional Investor* (INST). Tingkat profitabilitas perusahaan merupakan suatu indikator kesehatan suatu perusahaan. Semakin tinggi profitabilitas perusahaan akan menyebabkan ketertarikan para *fund manager* untuk membeli saham perusahaan tersebut untuk memenuhi kewajiban pada nasabahnya. Dengan demikian hubungan antara *profitability* dengan *Institutional Investor* adalah positif. Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian Chen dan Steiner, (1999), Crutchley, Jensen, Jahera dan Raymond (1999).

#### 4. Pembahasan Persamaan Kebijakan dividen.

Pengujian hipotesis kelima (H5) digunakan persamaan ini. Hipotesis kelima didesain untuk menjawab pertanyaan penelitian yang berkaitan dengan pengaruh kebijakan hutang dengan kebijakan dividen. Berdasarkan tabel 5.5. diketahui bahwa variabel *Debt Ratio* (DR) memiliki koefisien negatif dan signifikan terhadap *Dividend Payout Ratio* (DPR). Hal ini menunjukkan bukti penerimaan hipotesis kelima, yang menyatakan bahwa terjadi hubungan substitusi atau kausal negatif antara kebijakan hutang dengan kebijakan dividen. Apabila dividen yang dibayarkan perusahaan tinggi maka akan menurunkan penggunaan hutang. Sebaliknya jika penggunaan hutang tinggi perusahaan harus membayar bunga hutang, maka dividen yang dibayarkan rendah. Perusahaan menurunkan pembayaran dividen karena sebagian keuntungan untuk membayar hutang. Pengurangan proporsi

keuntungan perusahaan dalam bentuk dividen dapat mengurangi konflik keagenan antara *stockholder* dan *bondholder*. Hubungan kausal negatif antara kebijakan hutang dengan kebijakan dividen menunjukkan terjadi substitusi antara kebijakan dividen dengan kebijakan hutang. Penggunaan hutang tinggi diikuti dengan pembayaran dividen rendah, pembayaran dividen tinggi diikuti dengan penggunaan hutang rendah. Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian Jensen, (1986), Jensen dan Solberg dan Zorn (1992), Chen dan Steiner (1999).

Variabel *Institutional Investor* (INST) memiliki koefisien negatif dan signifikan terhadap *Dividend Payout Ratio* (DPR). Semakin tinggi *Institutional Investor* maka semakin kuat kontrol eksternal terhadap perusahaan dan mengurangi biaya keagenan, sehingga perusahaan akan cenderung untuk membayarkan dividen yang lebih rendah. Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian Crutchley, Jensen, Solberg dan Zorn (1999)

Variabel *Profitability* (PROF) mempunyai koefisien positif dan signifikan terhadap *Dividend Payout Ratio* (DPR). Hal ini disebabkan peningkatan profitabilitas menyebabkan perusahaan meningkatkan *Dividend Payout Ratio*. Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian Jensen, Solberg dan Zorn (1992).

Variabel *Investasi* (INV) memiliki koefisien negatif dan signifikan terhadap variabel *Dividend Payout Ratio* (DPR). Dengan demikian peningkatan investasi menyebabkan perusahaan menetapkan *Dividend Payout Ratio* (DPR) rendah. Penetapan *Dividend Payout Ratio* rendah menyebabkan perusahaan memiliki sumber internal tinggi untuk keperluan investasi. Hasil ini konsisten dengan penelitian Chen dan Steiner (1999).

## KESIMPULAN

Berdasarkan hasil pengujian dengan menggunakan metode *two-stage least squares*, maka dapat diambil beberapa kesimpulan sebagai berikut:

1. *Insider Ownership* mempunyai pengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang dan terjadi hubungan timbal balik dengan arah negatif antara *Insider Ownership* dengan kebijakan hutang. Kepemilikan *insider* tinggi akan menurunkan penggunaan hutang karena penggunaan hutang tinggi menyebabkan biaya kebangkrutan dan *financial distress*. Sebaliknya *Insider Ownership* rendah akan menggunakan hutang tinggi. Pihak internal yang menjadi pemegang saham mayoritas sedikit terdiversifikasi menginginkan insentif dalam jumlah besar untuk mengurangi risiko *financial*. Di samping itu perusahaan dengan kepemilikan *insider* tinggi memiliki *equity agency cost* rendah tetapi memiliki *debt agency cost* tinggi. Hal ini disebabkan insentif yang diberikan kepada *insider* disejajarkan dengan pemilik dari pada kreditor. Kepemilikan *insider* tinggi menyebabkan peningkatan biaya keagenan hutang, sehingga manajer mengurangi penggunaan hutang.
2. Kepemilikan institusi (*Institutional Investor*) berpengaruh terhadap kebijakan hutang dan terjadi hubungan timbal balik dengan arah negatif antara *institutional investor* dengan kebijakan hutang. Kehadiran *institutional investor* dapat menggantikan peranan hutang dalam rangka mengurangi masalah keagenan.
3. *Institutional investor* berpengaruh negatif terhadap *insider ownership*. Peningkatan persentase kepemilikan *institutional investor*

- dapat menurunkan *insider ownership*. Struktur kepemilikan perusahaan-perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta didominasi oleh kepemilikan institusi (*Institutional investor*) daripada *Insider Ownership*. Semakin tinggi kepemilikan institusi maka semakin meningkat pengawasan pihak eksternal terhadap perusahaan dan semakin mengurangi minat manajer untuk memperbesar kepemilikan.
4. Kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap *institutional investor*. Namun arah koefisiennya positif berarti *Institutional Investor* mungkin akan lebih tertarik untuk berinvestasi saham pada perusahaan dengan mekanisme kontrol yang ketat dengan dividen yang tinggi. Kondisi ini dapat dipahami karena sebagai pemilik dengan kepemilikan yang tinggi akan mengharapkan investasinya di perusahaan aman dan menghasilkan *return* yang tinggi baik dalam bentuk dividen maupun *capital gain*.
  5. Terjadi hubungan substitusi atau kausal negatif antara kebijakan hutang dengan kebijakan dividen. Apabila dividen yang dibayarkan perusahaan tinggi maka akan menurunkan penggunaan hutang. Sebaliknya jika penggunaan hutang tinggi perusahaan harus membayar bunga hutang, maka dividen yang dibayarkan rendah

## DAFTAR PUSTAKA

- Amiruddin. (2003). Hubungan Keputusan Pendanaan, Peluang Pertumbuhan Dan Struktur Kepemilikan: Suatu Perspektif Keagenan, *Majalah Ekonomi*, Th. VIII, No. 1
- Bathala, C.T., K.R. Moon., dan R.P. Rao. (1994). "Managerial Ownership, Debt Policy, and The Impact of Institutional Holdings; and Agency Perspective", *Financial Management* 23, 38-50.
- Brigham, E. F. dan L. C. Gapenski. (1996). *Intermediate Financial Management*, Fifth Edition, New York: The Dryden press.
- Brigham, E. F. dan L. C. Gapenski, Daves, P.R. (1999). *Intermediate Financial Management*, Sixth Edition. New York: The Dryden Press.
- Brigham E.F dan Daves P.R.. (2004). *Intermediate Financial Management*, Eighth Edition, South western.
- Brigham, F. Eugene and Houston, F. Joel, 2006. *Fundamentals of Financial Management*. Edisi Kesepuluh Terjemahan Bahasa Indonesia, Buku 1. Jakarta: Salemba Empat.
- Chen, R. Carl, dan Steiner T. (1999). Managerial Ownership and Agency Conflict: A Non Linear Simultaneous Equation Analysis of Managerial Ownership, Risk Taking, Debt Policy, and Dividend Policy", *Financial Review*, vol. 34, 119-137.
- Coffee, J.C., JR. (1991). "Liquidity Versus Control: The Institutional Investor as Corporate Monitor". *Columbia Law Review*, October, 1277-1368.
- Cooper, D.R. dan Schindler, P.S. (2003). *Business Research Methods*, Eighth Edition, New York: McGraw-Hill.

- Crutchley, C.E., M.R.H. Jensen., J.S. Jahera. Jr., dan J.E. Raymond (1999).” Agency Problems and The Simultaneity Decision Making The Role of Institutional Ownership”, *International Review of Financial Analysis*, 8:2.
- Easterbrook, F, 1984. “Two agency-cost explanations of dividends”. *American Economic Review*, Vol. 74, p. 650-659.
- Fama, E. (1980). “Agency Problem and The Theory of The Firm”, *Journal of Political Economy* 88, 288-325.
- Fama, E., dan M. Jensen. (1983). “Separation of Ownership and Control”, *Journal of Law and Economic* 26, 301-325.
- Frank, Murray Z and Vindhana K. Goyal, 2004. “Capital Structure Decisions Which Factor are Realibly Important”? [www.google.co.id](http://www.google.co.id)
- Friend, I. dan L. Lang. (1988). “An Empirical Test of The Impact of Managerial Self-interest on Corporate Capital Structure”, *Journal of Finance* 43, 271-281.
- Ghozali, I. (2006). *Analisis Multivariate Lanjutan Dengan Program SPSS*, Semarang: Badan Penerbit: Universitas Diponegoro.
- Grossman, S. dan O. Hart. (1982). *Corporate Financial Structure and Managerial Incentives*, in John McCall, ed., *The Economics of Information and Uncertainty*, (University of Chicago Press, Chicago, IL).
- Gujarati, D.N. (2003). *Basic Econometrics*. Fourth Edition New York: McGraw-Hill. International Editions.
- Husnan, Suad, 2000. *Manajemen Keuangan Teori dan Penerapan (Keputusan Jangka Panjang)*. Edisi Keempat, Buku 1. Yogyakarta: BPFE.
- Heckert J. B., Willson J. D. dan Campbell J. B. (1996). *Controllershship Tugas Akuntan Manajemen*, Edisi Ketiga, Jakarta : Erlangga.
- Jensen, M. (1986). “Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers”, *American Economic Review* 76, 323-329.
- Jensen, M. dan W. Meckling. (1976). “Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure”, *Journal of Financial Economics* 3, 305-360
- Jensen, G., D. Solbeng., dan T. Zorn. (1992). “Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt, and Dividend Policies”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 27, 247-263.
- Kim, W and E. Sorensen, 1986. “Evidence on The Impact of The Agency Costs of Debt on Corporate Debt Policy”. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 21, p. 131-144.
- Leland, H and D. Pyle, 1977, “Informational Asymetries, Financial Structure and Financial Intermediation”. *Journal of Finance* 32, p. 371-388.

- Mahrt, J. dan Smith. (2005). "The Interaction of Capital Structure and Ownership Structure." <http://proquest.umi.com>.
- Makmun, 2003. Analisa Pengaruh Insider Ownership, Dividen, Pertumbuhan dan Profitabilitas Perusahaan terhadap Kebijakan Hutang pada Perusahaan Manufaktur di BEJ. Tesis Universitas Sebelas Maret.
- Mehran, H. (1992). "Executive Incentive Plans, Corporate Control, and Capital Structure", *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 27, 539-560.
- Myers, S and N. Majluf. 1984, "Corporate Financing and Investment Decisions when Firms have information that Investors do not have ". *Journal of Finance*, Vol. 39, p. 187-221.
- Moh'd, M.A., L.G.Perry., dan J.N. Rimbey. (1998). " The Impact of Ownership Structure on Corporate Debt Policy: A Time-Series Cross-Sectional Analysis", *Financial Review*, August, Vol.33, 85-99.
- Nguyen, T. D. K., dan Ramachandran. N. (2006). " Capital Structure in Small and Medium-Sized Enterprises The Case of Vietnam". <http://proquest.umi.com>.
- Saunders, A., EStrock., and N.G. Travlos. (1990). "Ownership Structure, Deregulation and Bank Risk Taking", *Journal of Finance*, 45, No.2.
- Sartono, Agus, 2001. *Manajemen Keuangan Teori dan Aplikasi*. Edisi Keempat. Yogyakarta: FE-UGM.
- Shleifer, A., dan R. Vishny. (1986). "Large Shareholders and Corporate Control", *Journal of Political Economics* 95, June, 461-488
- Solihah; Euis dan Taswan, 2002. "Pengaruh Kebijakan Hutang terhadap Nilai Perusahaan serta Beberapa Faktor yang Mempengaruhinya". *Jurnal bisnis dan Ekonomi*, p. 1-18.
- Susila, Ihwan, 2003. "Konflik Keagenan dalam Privatisasi BUMN". *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*, Vol. 2, No. 1, April 2003, p. 25-36.