

KEPEMILIKAN MANAJERIAL DAN KONFLIK KEAGENAN :
ANALISIS SIMULTAN ANTARA KEPEMILIKAN MANAJERIAL,
RESIKO, KEBIJAKAN HUTANG DAN KEBIJAKAN DEVIDEN

TESIS

Diajukan untuk memenuhi sebagian persyaratan
mencapai derajat Sarjana Strata-2
Program Studi Ilmu Manajemen



Disusun oleh :

Kartika Nuringsih
15018 / IV - 3 / 1285 / 00

KEPADA :

PROGRAM PASCA SARJANA
FAKULTAS EKONOMI
UNIVERSITAS GADJAH MADA

2002



PERNYATAAN KEASLIAN KARYA TULIS TESIS

Yang bertanda tangan di bawah ini, saya menyatakan bahwa tesis dengan judul :

**KEPEMILIKAN MANAJERIAL DAN KONFLIK KEAGENAN : ANALISIS SIMULTAN
ANTARA KEPEMILIKAN MANAJERIAL, RESIKO, KEBIJAKAN HUTANG
DAN KEBIJAKAN DEVIDEN**

dan dimajukan untuk diuji pada **tanggal 19 April 2002**, adalah hasil karya saya.

Dengan ini saya menyatakan dengan sesungguhnya bahwa dalam tesis ini tidak terdapat keseluruhan atau sebagian tulisan orang lain yang saya ambil dengan cara menyalin, atau meniru dalam bentuk rangkaian kalimat atau simbol yang menunjukkan gagasan atau pendapat atau pemikiran dari penulis lain, yang saya aku seolah-olah sebagai tulisan saya sendiri, dan atau tidak terdapat bagian atau keseluruhan tulisan yang saya salin, tiru, atau yang saya ambil dari tulisan orang lain tanpa memberikan pengakuan pada penulis aslinya.

Apabila saya melakukan hal tersebut di atas, baik sengaja maupun tidak, dengan ini saya menyatakan menarik tesis yang saya ajukan sebagai hasil tulisan saya sendiri ini. Bila kemudian terbukti bahwa saya ternyata melakukan tindakan menyalin atau meniru tulisan orang lain seolah-olah hasil pemikiran saya sendiri, berarti gelar dan ijazah yang telah diberikan oleh universitas batal saya terima.

Yogyakarta, tanggal 19 April 2002

Yang memberi pernyataan

Kartika Nuringsih

Saksi 1, sebagai pembimbing tesis merangkap anggota tim penguji tesis:

Dr. Eduardus Tandelilin, MBA

Saksi 2, sebagai anggota tim penguji tesis: Saksi 3, sebagai anggota tim penguji tesis:

Dr. Mamduh Mahmadah Hanafi, MBA

Dr. Erni Ekawati, MSA, MBA

KATA PENGANTAR

Puji syukur kepada Allah SWT, atas selesainya Tesis yang berjudul *"Kepemilikan manajerial dan konflik keagenan : Analisis Simultan antara Kepemilikan Manajerial, Resiko, Kebijakan Hutang dan Kebijakan Deviden"*.

Tesis ini disusun untuk memenuhi salah satu syarat ujian Pasca Sarjana dalam bidang Ilmu Ekonomi, Jurusan Manajemen, Universitas Gadjah Mada. Tesis ini tidak akan terwujud tanpa ada bantuan dari berbagai pihak yang telah memberi bantuan.

Pada kesempatan ini, penulis mengucapkan terimakasih kepada :

1. Bapak Dr. Eduardus Tandililin, MBA selaku dosen pembimbing dalam penulisan tesis.
2. Bapak Dr. Hani Handoko, MBA selaku Ketua Jurusan Manajemen, Program Magister Sains, Universitas Gadjah Mada.
3. Pengelola perpustakaan Fakultas Ekonomi, Universitas Gadjah Mada.
4. Kedua Orang Tua yang telah memberikan dorongan semangat untuk menyelesaikan tesis.
5. Kepada rekan-rekan yang telah membantu proses penulisan tesis.

Akhir kata, penulis mengucapkan banyak terimakasih semoga karya ini bermanfaat bagi perkembangan Ilmu Ekonomi.

Yogyakarta, 2002

Penulis

DAFTAR ISI

PENGESAHAN	i
PERNYATAAN	ii
KATA PENGANTAR	iii
DAFTAR ISI	iv
DAFTAR TABEL	vi
ABSTRAK	vii
INTISARI	viii
BAB I. PENDAHULUAN	
A. LATAR BELAKANG MASALAH	1
B. HUBUNGAN SUBSTITUSI DAN KOMPLEMENTER	7
C. RUMUSAN MASALAH	10
D. TUJUAN PENELITIAN	11
E. MANFAAT PENELITIAN	12
F. BATASAN PENELITIAN	12
G. SISTEMATIKA PENULISAN	13
BAB II. LANDASAN TEORI DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS	
A. TEORI KEAGENAN DAN KEPEMILIKAN MANAJERIAL	14
B. RINGKASAN PENELITIAN SEBELUMNYA	16
C. PENGEMBANGAN HIPOTESIS	21
1. Kebijakan Kepemilikan Manajerial	21
2. Kebijakan Tingkat Resiko	25
3. Kebijakan Hutang	28
4. Kebijakan Deviden	31
BAB III. METODE PENELITIAN	
A. JENIS DAN SUMBER DATA	36
B. DIFINISI OPERASIONAL VARIABEL	38
1. Kepemilikan Manajerial	38
2. Resiko	38
3. Hutang	39
4. Deviden	40

5. Total Nilai Ekuitas	40
6. Profitabilitas	41
7. Pertumbuhan Perusahaan	41
8. Aset Tetap	42
9. Ukuran Perusahaan	43
10. Kepemilikan Institusional	43
11. Investasi	44
C. PROSEDUR ESTIMASI	44
D. MODEL PENELITIAN	47
E. PENGUJIAN HIPOTESIS	48
BAB IV. ANALISIS DAN PEMBAHASAN HASIL PENELITIAN	
A. PENJELASAN STATISTIK DISKRIPITIF	50
B. HASIL PENGUJIAN HIPOTESIS	53
1. Persamaan Kepemilikan Manajerial	53
2. Persamaan Resiko	55
3. Persamaan Hutang	56
4. Persamaan DPR	58
C. PEMBAHASAN HASIL PENELITIAN	60
1. Pembahasan Persamaan Kepemilikan Manajerial	60
2. Pembahasan Persamaan Resiko	62
3. Pembahasan Persamaan Hutang	66
4. Pembahasan Persamaan DPR	68
BAB V. KESIMPULAN DAN SARAN	
A. KESIMPULAN	72
B. KETERBATASAN DAN SARAN	75
DAFTAR PUSTAKA	77
LAMPIRAN	81

DAFTAR TABEL

1.	Bagan no. II.1.	Hubungan antar variabel dependen	34
2.	Tabel no. II.2.	Ringkasan hubungan antar variabel yang diharapkan dalam penelitian	35
3.	Tabel no. III.1.	Distribusi sampel menurut sektor industri	37
4.	Tabel no. III.2.	Pengujian identifikasi persamaan	46
5.	Tabel no. IV.1.	Statistik diskriptif.....	50
6.	Tabel no. IV.2.	2 SLS pada persamaan 1.....	53
7.	Tabel no. IV.3.	2 SLS pada persamaan 2.....	55
8.	Tabel no. IV.4.	2 SLS pada persamaan 3.....	56
9.	Table no. IV.5.	2 SLS pada persamaan 4.....	58

ABSTRACT

The purpose of the research is to examine the relation of managerial ownership to risk taking, debt policy, and dividend policy. This research is a modification research from Chain and Steiner (1999) that used a non linier simultaneous equation estimate procedure to investigate the relation of managerial ownership to risk taking, debt policy, and dividend policy for controlling agency conflicts. In the research, researcher uses 60 samples from manufacturing companies that listed at Jakarta Stock Exchange in 1994-1996. This research uses simultaneous equation modeling at fourth dependent variables and uses 2-SLS methodology to estimate the coefficient value of variables.

The results find risk to be a significant and positive determinant of the level managerial ownership while managerial ownership is also a significant and positive determinant of the level of risk. The results further observe evidence of substitution-monitoring effects between managerial ownership to debt policy, and between debt policy and dividend policy. This research does not find evidence of substitution-monitoring effects between managerial ownership and dividend policy so that the mechanism can not be used to reduce agency conflicts. Finally, the result supports the argument that managerial ownership helps to resolve the agency conflicts between external stockholder and manager but will exacerbate the agency conflicts between stockholder and bondholder.

Keywords : agency conflict, managerial ownership, risk taking, debt policy, dividend policy, 2- SLS simultaneous equation modeling

INTISARI

Penelitian ini bertujuan untuk menguji hubungan antara kepemilikan manajerial dengan tingkat resiko, kebijakan hutang dan kebijakan deviden. Penelitian ini merupakan modifikasi dari penelitian Chen dan Steiner (1999), yang menggunakan prosedur estimasi persamaan simultan *non linier* untuk menguji hubungan antara kepemilikan manajerial, resiko, kebijakan hutang dan kebijakan deviden untuk mengontrol konflik keagenan. Dalam penelitian ini, peneliti menggunakan 60 sampel perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta pada tahun 1994-1996. Penelitian ini menggunakan persamaan simultan pada keempat variabel dependen dan menggunakan metode estimasi 2-SLS.

Hasil penelitian membuktikan bahwa terjadi hubungan kausal positif antara kepemilikan manajerial dengan resiko dan hubungan kausal antara resiko dengan kepemilikan manajerial. Selain itu membuktikan terjadi substitusi antara kepemilikan manajerial dengan hutang dan substitusi antara deviden dengan hutang. Penelitian ini tidak membuktikan hubungan substitusi antara kepemilikan manajerial dengan deviden sehingga mekanisme ini tidak dapat digunakan untuk menurunkan konflik keagenan. Hasil penelitian ini mendukung argumen bahwa kepemilikan manajerial membantu memecahkan konflik keagenan antara pemegang saham eksternal dan manajer tetapi akan memicu konflik keagenan antara pemegang saham dan kreditor.

Kata kunci : konflik keagenan, kepemilikan manajerial, resiko, kebijakan hutang, kebijakan deviden, persamaan simultan 2-SLS.

BAB I

PENDAHULUAN

A. LATAR BELAKANG MASALAH

Di dalam menghadapi perkembangan bisnis pemilik menghadapi permasalahan yang berkaitan dengan pengelolaan perusahaan. Pada kondisi ini pemilik tidak dapat mengelola sendiri dan mendelegasikan pada pihak kedua untuk bertanggung jawab mengelola perusahaan. Keputusan ini menyebabkan terjadi pemisahan kepemilikan dan pengendalian perusahaan antara pemilik sebagai prinsipal dan manajer sebagai agen. (Jensen dan Meckling : 1976) Pemisahan kepemilikan dan pengendalian menyebabkan manajer bertindak tidak sesuai dengan keinginan prinsipal. Dalam melaksanakan tugas manajerial, manajer memiliki tujuan pribadi yang bersaing dengan tujuan principal di dalam memaksimalkan kemakmuran pemegang saham. Manajer membebankan biaya kepada perusahaan sehingga mengurangi keuntungan dan pembayaran deviden. Konflik yang disebabkan oleh pemisahan kepemilikan dan pengendalian perusahaan disebut sebagai konflik keagenan (*agency conflict*).

Pemilik harus mengendalikan konflik keagenan untuk menghindari permasalahan yang mengganggu kemajuan perusahaan di masa mendatang. Permasalahan keagenan ditelusuri dari beberapa kondisi, seperti penggunaan aliran kas bebas (*free cash flow*) pada aktivitas yang tidak menguntungkan, (Jensen : 1986) peningkatan kekuasaan manajer dalam melakukan *over investment* dan *consumption of excessive perquisites*, (Bhatala, Moon dan Rao : 1994) atau disebabkan oleh perbedaan keputusan investasi antara investor dan manajer.

Investor memilih resiko tinggi untuk mendapatkan *return* tinggi sedangkan manajer memilih resiko rendah untuk mempertahankan posisi atau sebaliknya di dalam perusahaan. (Crutchley dan Hansen : 1989)

Pada perusahaan besar konflik keagenan terjadi pada hubungan antara : (1) pemegang saham dan manajer, (2) manajer dan kreditor, (3) manajer, pemegang saham dan kreditor. (Brigham, Gapenski dan Daves : 1999) Biaya yang dikeluarkan oleh perusahaan untuk mengatasi konflik keagenan disebut biaya keagenan. Menurut Jensen dan Meckling (1976), biaya keagenan meliputi pengeluaran *monitoring*, pengeluaran *bonding* dan *residual loss*. Pengeluaran *monitoring* adalah pengeluaran yang dikeluarkan oleh prinsipal untuk mengawasi aktivitas dan perilaku manajer. Pengeluaran *monitoring* antara lain membayar *auditor* untuk mengaudit laporan keuangan perusahaan atau membayar asuransi untuk melindungi aset perusahaan. Pengeluaran *bonding* adalah pengeluaran yang dikeluarkan oleh manajer untuk memberi jaminan kepada pemilik bahwa manager tidak melakukan tindakan yang merugikan perusahaan. Pada kondisi tertentu prinsipal mengeluarkan biaya untuk mempengaruhi keputusan manajer dalam memaksimalkan kemakmuran prinsipal atau dikenal sebagai *residual loss*.

Di dalam teori keagenan terdapat beberapa mekanisme untuk mengontrol biaya keagenan seperti meningkatkan kepemilikan manajerial, pembayaran deviden, penggunaan hutang, dan memperhitungkan tingkat resiko. (Crutchley dan Hansen : 1989; Jensen, Solberg dan Zorn : 1992; Chen dan Steiner : 1999) Selain itu kepemilikan institusional dapat digunakan sebagai cara untuk mengurangi konflik keagenan antara pemegang saham dan manajer. Pada beberapa penelitian kepemilikan institusional digunakan sebagai variabel eksogen

atau kontrol terhadap kepemilikan manajerial. Hal ini disebabkan manajer tidak dapat mempengaruhi prosentase saham yang dimiliki oleh institusi, tetapi kepemilikan institusional berpengaruh dalam menentukan kepemilikan manajerial maupun penggunaan hutang. (Bathala, Moon dan Rao : 1994; Moh'd, Perry dan Rimbey : 1998) Kepemilikan institusional didefinisikan sebagai proporsi kepemilikan saham pada akhir tahun yang dimiliki oleh lembaga, seperti asuransi, bank atau institusi lain. Peningkatan kepemilikan institusional menyebabkan kinerja manajer diawasi secara optimal dan terhindar dari perilaku oportunistik. Dengan melibatkan kepemilikan institusional, manajer bertindak sesuai keinginan pemegang saham sehingga mengurangi biaya keagenan.

Peningkatan kepemilikan manajerial digunakan sebagai cara untuk mengurangi konflik keagenan. (Crutchley dan Hansen : 1989; Jensen, Solberg dan Zorn : 1992) Perusahaan meningkatkan kepemilikan manajerial untuk mensejajarkan kedudukan manajer dengan pemegang saham sehingga bertindak sesuai dengan keinginan pemegang saham. Dengan meningkatkan prosentase kepemilikan, manajer termotivasi meningkatkan kinerja dan bertanggung jawab meningkatkan kemakmuran pemegang saham. Pada kepemilikan menyebar masalah keagenan terjadi antara pihak manajemen dengan pemegang saham. Masalah ini dijumpai pada perusahaan *Amerika Serikat* yang terdaftar di *New York Stock Exchange*. Kepemilikan saham sebesar 5 % menyebabkan kekuasaan pemegang saham kecil dan menyerahkan kepada manajer. Sebagai konsekuensi manajer menuntut kompensasi tinggi sehingga meningkatkan biaya keagenan. Pada kondisi ini konflik keagenan diatasi dengan meningkatkan kepemilikan manajerial. Sebaliknya pada kepemilikan terkonsentrasi masalah keagenan

disebabkan oleh hubungan antara pemegang saham dan kreditor. Masalah ini dijumpai pada perusahaan di Indonesia dan Korea. Pada kepemilikan terpusat terdapat dua kelompok pemegang saham, yaitu *controlling majority stockholder* dan *minority stockholder*. Manajer diangkat dan diberhentikan oleh *controlling majority stockholder* sehingga menunjukkan kinerja baik dihadapan pemegang saham. Kondisi ini memperkecil biaya keagenan ekuitas tetapi menimbulkan biaya keagenan baru yaitu biaya keagenan hutang. (Husnan : 2000)

Peningkatan deviden diharapkan dapat mengurangi biaya keagenan. Hal ini disebabkan *dividend payout ratio (DPR)* besar menyebabkan rasio laba ditahan kecil dan perusahaan menambah dana dari sumber eksternal, seperti emisi saham baru. 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. Sebagai konsekuensi dari tindakan ini perusahaan menanggung biaya yang berkaitan dengan emisi saham baru (*floating cost*). (Crutchley dan Hansen : 1989)

Penggunaan hutang diharapkan dapat mengurangi konflik keagenan. Penambahan hutang dalam struktur modal mengurangi penggunaan saham sehingga mengurangi biaya keagenan ekuitas. Perusahaan memiliki 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. Sebagai konsekuensi dari kebijakan ini perusahaan menghadapi biaya keagenan hutang dan resiko kebangkrutan. (Crutchley dan Hansen : 1989)

Tingkat resiko dapat digunakan untuk mengurangi konflik keagenan. Dalam kerangka konflik keagenan resiko digunakan sebagai dasar untuk menentukan kepemilikan manajerial, kebijakan hutang dan kebijakan deviden tetapi dapat pula dipengaruhi oleh ketiga kebijakan tersebut. Menurut Damsetz dan Lehn (1985), resiko berpengaruh secara positif dan negatif terhadap kepemilikan manajerial. Pada tingkat resiko tinggi perusahaan kesulitan mengawasi kondisi eksternal sehingga meningkatkan kepemilikan manajerial sebagai cara untuk mengawasi kondisi internal. Pada tingkat resiko yang semakin meningkat, manajer tidak berani menanggung resiko (*risk aversion*) sehingga melakukan diversifikasi pada kesempatan investasi yang menguntungkan. Selanjutnya Crutchley dan Hansen (1989); Jensen, Solberg dan Zorn (1992), membuktikan bahwa hubungan kausal positif antara resiko dan kepemilikan manajerial dapat mengurangi konflik keagenan. Dengan cara ini manajer memiliki kekuasaan dalam mengambil keputusan dan termotivasi untuk meningkatkan kemakmuran pemegang saham.

Penelitian Galai dan Masulis (1976); Sounders, Strock dan Travlos (1990), menemukan hubungan kausal positif antara kepemilikan manajerial dengan resiko sesuai dengan hipotesis transfer kekayaan (*wealth transfer effect hypothesis*). Mekanisme ini dapat mengatasi konflik keagenan ekuitas tetapi pada tingkat kepemilikan tinggi memicu konflik keagenan antara kreditor dan pemegang saham. Pada tingkat resiko tinggi, manajer berani mengambil resiko (*risk seeker*) sehingga memilih proyek beresiko tinggi untuk mendapatkan *return* tinggi. Dalam menghadapi tingkat resiko tinggi manajer bekerjasama dengan pihak kreditor sehingga terjadi transfer kekayaan dari kreditor kepada pemegang saham.

Sebaliknya May (1995), menemukan hubungan kausal negatif antara kepemilikan manajerial dan resiko. Pada tingkat resiko tinggi manajer melakukan diversifikasi kekayaan untuk mengurangi resiko. Hasil penelitian May (1995), didukung oleh Chen, Steiner dan Whyte (1998), yang menyatakan bahwa peningkatan resiko menyebabkan manajer mengurangi kepemilikan saham dan memilih berinvestasi pada kesempatan lain atau pada lembaga keuangan. Berdasarkan pada hasil penelitian terbukti bahwa hubungan antara resiko dan kepemilikan manajerial merupakan faktor penting dalam mengurangi konflik keagenan.

Resiko digunakan sebagai tolak ukur dalam memahami hubungan antara kepemilikan manajerial dengan kebijakan hutang dan kebijakan deviden. Peningkatan kepemilikan manajerial menyebabkan peningkatan resiko sehingga menurunkan penggunaan hutang, (Ravit : 1988) atau menurunkan deviden. (Kale dan Noe : 1990) Penelitian Jensen, Solberg dan Zorn (1992), mempertimbangkan resiko terhadap kepemilikan manajerial, kebijakan hutang dan kebijakan deviden untuk mengontrol konflik keagenan. Berdasarkan pemahaman pengaruh resiko terhadap kebijakan finansial maupun kebijakan non-finansial, maka penelitian ini memperluas bidang penelitian pada kepemilikan manajerial, resiko, kebijakan hutang dan kebijakan deviden. Keempat variabel digunakan sebagai variabel endogen dan merupakan bagian integral dalam mengurangi konflik keagenan. (Chen dan Steiner : 1999)

B. HUBUNGAN SUBSTITUSI DAN KOMPLEMENTER

Di dalam memahami mekanisme pengontrolan konflik keagenan terjadi hubungan substitusi atau kausal negatif antara variabel dependen atau dengan variabel independen. Beberapa peneliti mengamati perilaku atau hubungan antara kebijakan finansial dengan kebijakan non finansial dalam sudut pandang teori keagenan. Penelitian Jensen, Solberg dan Zorn (1992), membuktikan terjadi hubungan interdependensi antara variabel kepemilikan manajerial, kebijakan hutang dan kebijakan deviden. Penelitian tersebut membuktikan terjadi substitusi antara kepemilikan manajerial dengan kebijakan deviden, substitusi antara kepemilikan manajerial dengan kebijakan hutang dan substitusi antara kebijakan deviden dengan kebijakan hutang. Persamaan simultan digunakan untuk menguji hubungan interdependensi pada ketiga variabel dependen. Hasil penelitian menunjukkan bahwa peningkatan kepemilikan manajerial menyebabkan penurunan hutang dan deviden atau sebaliknya. Selain itu dibuktikan bahwa peningkatan hutang menyebabkan penurunan deviden atau sebaliknya. Hubungan substitusi antara kebijakan hutang dan kebijakan deviden dibuktikan juga oleh Jensen (1986).

Selanjutnya Roseff (1982), membuktikan hubungan substitusi antara kepemilikan manajerial dengan kebijakan deviden. Kepemilikan manajerial tinggi menyebabkan kekayaan manajer tidak terdiversifikasi sehingga membayar deviden rendah. Penurunan deviden bertujuan untuk meningkatkan dana internal sehingga perusahaan menggunakan sumber internal daripada menggunakan hutang. Berdasarkan hubungan ini perusahaan harus menentukan kebijakan yang

efektif untuk mengurangi konflik keagenan ekuitas maupun konflik keagenan hutang.

Menurut Bathala, Moon dan Rao (1994), hubungan substitusi antara kebijakan hutang dan kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap kepemilikan institusional. Dengan menggunakan persamaan simultan dibuktikan bahwa interdependensi antara kepemilikan manajerial dan kebijakan hutang dapat mengurangi konflik keagenan. Penggunaan kepemilikan institusional mengawasi perilaku manajer dan mengawasi penggunaan hutang pada tingkat yang aman. Penelitian Moh'd, Perry dan Rimbey (1998), membuktikan hubungan substitusi antara kebijakan deviden dengan kebijakan hutang dan substitusi antara kepemilikan manajerial dengan kebijakan hutang. Penelitian tersebut menggunakan regresi linier pada satu persamaan sehingga tidak menangkap hubungan substitusi dua arah. Hasil tersebut menunjukkan bahwa peningkatan kepemilikan manajerial dan deviden menurunkan penggunaan hutang atau sebaliknya. Penggunaan hutang pada tingkat aman menyebabkan perusahaan terhindar dari resiko kebangkrutan dan menurunkan biaya keagenan hutang.

Penelitian Chen dan Steiner (1999), membuktikan hubungan interdependensi antara antara kepemilikan manajerial dengan resiko, kebijakan hutang dan kebijakan deviden. Hasil tersebut menunjukkan bahwa hubungan substitusi antara kepemilikan manajerial dengan kebijakan hutang, kepemilikan manajerial dengan kebijakan deviden dan kepemilikan manajerial dengan kepemilikan institusional dapat mengurangi konflik keagenan. Selain itu penelitian tersebut membuktikan bahwa hubungan komplementer antara kepemilikan manajerial dan resiko atau sebaliknya dapat mengurangi konflik keagenan.

Di dalam memahami hubungan komplementer antara kepemilikan manajerial dan resiko dijelaskan melalui penelitian Sounders, Strock dan Travlos (1990). Penelitian ini menggunakan resiko sebagai variabel dependen dan membuktikan hubungan positif antara kepemilikan manajerial dengan resiko. Hubungan komplementer menunjukkan bahwa peningkatan kepemilikan manajerial menyebabkan peningkatan resiko sehingga mekanisme ini digunakan untuk mengurangi konflik keagenan. Pada penelitian Jensen, Solberg dan Zorn (1992), membuktikan bahwa hubungan positif antara resiko dengan kepemilikan manajerial dapat mengurangi konflik keagenan. Resiko digunakan sebagai variabel independen dan menunjukkan peningkatan resiko menyebabkan peningkatan kepemilikan manajerial. Tindakan ini dilakukan untuk mensejajarkan kedudukan manajer dengan pemegang saham sehingga manajer termotivasi untuk meningkatkan kinerja manajemen. Hasil yang sama dibuktikan oleh Crutchley dan Hansen (1989). Berdasarkan hasil penelitian dari kedua kelompok tersebut terbukti bahwa hubungan komplementer antara kepemilikan manajerial dengan resiko atau sebaliknya dapat menurunkan konflik keagenan.

Di dalam melakukan penelitian ini peneliti melakukan modifikasi dari penelitian Chen dan Steiner (1999). Penelitian ini menggunakan persamaan simultan untuk menguji hubungan interdependensi pada kepemilikan manajerial, resiko, kebijakan hutang dan kebijakan deviden. Penelitian ini mencoba membuktikan hubungan substitusi antara kepemilikan manajerial dengan kebijakan hutang, substitusi antara kepemilikan manajerial dengan kebijakan deviden dan substitusi antara kebijakan hutang dengan kebijakan deviden. Selain itu penelitian ini mencoba membuktikan hubungan komplementer antara

kepemilikan manajerial dengan resiko dan hubungan komplementer antara resiko dengan kepemilikan manajerial.

Penelitian ini memiliki perbedaan dibandingkan dengan penelitian sebelumnya. (Chen dan Steiner : 1999; Jensen, Solberg dan Zorn :1992; Crutchley dan Hansen :1989). Variabel eksogen yang digunakan dalam penelitian ini meliputi *equity value*, *firm size*, *fixed asset*, *ROA*, *institutional ownership*, *investment* dan *growth*. Beberapa variabel tidak digunakan karena tidak sesuai dengan kondisi di Indonesia. Dalam penelitian ini tingkat resiko tidak dinilai secara *non linier*, seperti pada penelitian Demsetz dan Lehn (1985) tetapi dipertimbangkan secara *linier* terhadap kepemilikan manajerial. Selain itu perkembangan pasar modal di Indonesia tidak seperti kondisi pasar modal dalam penelitian Chen dan Steiner (1999). Pasar modal di Indonesia dikelompokkan sebagai *emerging capital markets* sehingga berpeluang terjadi perbedaan atau anomali dari teori keagenan. Berdasarkan penelitian Crutchley dan Hansen (1989); Jensen, Solberg dan Zorn (1992); Chen dan Steiner (1999), penelitian ini berjudul :

“Kepemilikan Manajerial dan Konflik Keagenan : Analisis Simultan antara Kepemilikan Manajerial, Resiko, Kebijakan Hutang dan Kebijakan Deviden”.

C. RUMUSAN MASALAH

Berdasarkan pemahaman dari penelitian Jensen (1986); Crutchley dan Hansen (1989); Jensen, Solberg dan Zorn (1992); Sounders, Strock dan Travlos (1990); Chen dan Steiner (1999), penelitian ini menggunakan persamaan simultan

untuk menguji hubungan interdependensi antara pada kepemilikan manajerial, resiko, kebijakan deviden dan kebijakan hutang. Selain itu penelitian ini mencoba membuktikan hubungan substitusi dan komplementer pada variabel dependen. Berdasarkan pada penelitian sebelumnya, maka rumusan masalah adalah :

1. Apakah variabel resiko berhubungan positif dengan kepemilikan manajerial ?
2. Apakah variabel kepemilikan manajerial berhubungan positif dengan tingkat resiko, dalam mendukung *wealth transfer effect hypothesis* ?
3. Apakah terdapat hubungan substitusi antara variabel kepemilikan manajerial dengan kebijakan hutang ?
4. Apakah terdapat hubungan substitusi antara kebijakan hutang dengan kebijakan deviden ?
5. Apakah terdapat hubungan substitusi antara kepemilikan manajerial dengan kebijakan deviden ?

D. TUJUAN PENELITIAN

Berkaitan dengan penjelasan sebelumnya maka tujuan penelitian ini adalah :

1. Untuk mengetahui hubungan substitusi antara kepemilikan manajerial dengan kebijakan hutang, substitusi antara kepemilikan manajerial dengan kebijakan deviden dan substitusi antara kebijakan hutang dengan kebijakan deviden. Mekanisme ini dapat digunakan untuk mengurangi konflik keagenan. Berdasarkan pemahaman ini, perusahaan dapat menentukan mekanisme yang tepat dalam mengatasi konflik keagenan.

2. Untuk mengetahui hubungan kausal positif atau komplementer antara kepemilikan manajerial dengan resiko dan hubungan komplementer antara resiko dengan kepemilikan manajerial. Mekanisme ini dapat digunakan untuk mengurangi konflik keagenan.

E. MANFAAT PENELITIAN

Penelitian ini berguna untuk meningkatkan pengetahuan mengenai mekanisme pengontrolan masalah keagenan melalui kepemilikan manajerial, resiko, kebijakan hutang, kebijakan deviden serta penggunaan variabel kontrol pada keempat variabel dependen. Informasi yang dihasilkan dari penelitian ini diharapkan dapat membantu pihak perusahaan, investor, calon investor maupun kalangan akademisi dalam memahami mekanisme untuk mengurangi konflik keagenan. Selain itu hasil penelitian dapat digunakan sebagai bahan acuan pada analisis selanjutnya.

F. BATASAN PENELITIAN

Penelitian ini memiliki keterbatasan dalam penggunaan variabel eksogen. Beberapa variabel pada penelitian Chen dan Steiner (1999) tidak diikutsertakan dalam penelitian karena keterbatasan data di Bursa Efek Jakarta dan tidak sesuai dengan kondisi di Indonesia. Penelitian ini tidak menganalisis pengaruh *non-linier* variabel resiko terhadap kepemilikan manajerial tetapi menitikberatkan hubungan secara *linier* antara kepemilikan manajerial, resiko, kebijakan hutang dan kebijakan deviden. Penelitian ini menggunakan data terakhir pada tahun 1996 karena pada tahun 1997 terjadi krisis ekonomi. Dengan keterbatasan ini data tahun

1997 tidak diikutsertakan dalam penelitian untuk menghindari distorsi dalam analisis data.

G. SISTEMATIKA PENULISAN

Pada penelitian ini disusun sistematika penulisan sebagai berikut, pada bab kedua, meninjau masalah yang berkaitan dengan analisis terhadap empat variabel endogen yaitu kepemilikan manajerial, resiko, kebijakan hutang dan kebijakan deviden. Selain itu membahas studi empiris pada penelitian sebelumnya dan mengembangkan hipotesis penelitian. Pada bab ketiga, mendiskripsikan metode penelitian yang digunakan di dalam penelitian. Pada bab keempat, menyajikan penemuan dari analisis empiris. Pada bab kelima, penelitian ini berisi kesimpulan, keterbatasan dan saran untuk penelitian selanjutnya.

BAB II

LANDASAN TEORI DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

A. TEORI KEAGENAN DAN KEPEMILIKAN MANAJERIAL

Pemilik menghadapi masalah dalam mengelola perusahaan sehingga diperlukan pendelegasian tugas kepada manajer. Pengalihan wewenang menyebabkan manajer harus mengelola dan mengambil keputusan atas nama perusahaan. Pemisahan kepemilikan dan kontrol menimbulkan masalah yang berkaitan dengan hubungan keagenan antara prinsipal dan manager. Konflik tersebut menimbulkan biaya keagenan sehingga diperlukan mekanisme untuk mengontrol masalah keagenan, seperti melalui teori kepemilikan atau struktur modal. Dari berbagai literatur menyatakan bahwa konflik keagenan diatasi melalui kebijakan insentif. Dengan insentif yang menarik manajer termotivasi meningkatkan kemakmuran pemilik dan memperketat pengawasan terhadap perusahaan.

Menurut Jensen dan Meckling (1976), perusahaan merupakan seperangkat kontrak kerjasama antara beberapa pihak dan bersaing dalam memaksimalkan kemakmuran. Persaingan dalam perusahaan menimbulkan kerugian atau pengeluaran bagi pihak lain sehingga memicu terjadi konflik keagenan. Pada perkembangan selanjutnya perusahaan menghadapi masalah yang berkaitan dengan pengeluaran saham dan penggunaan hutang untuk mendanai perusahaan. Kondisi ini memperluas hubungan keagenan antara manager, pemegang saham dan kreditor. Masalah keagenan tidak sepenuhnya diatasi melalui kebijakan insentif tetapi diperlukan kebijakan baru melalui peningkatan kepemilikan

manajerial. Keterlibatan manajer dalam kepemilikan saham dapat memotivasi untuk meningkatkan nilai perusahaan dan kemakmuran pemegang saham. Sebaliknya apabila ditetapkan prosentase kepemilikan manajerial kecil, maka manajer terfokus pada pengembangan kapasitas atau ukuran perusahaan. Tujuan manajer melakukan tindakan ini yaitu untuk mempertahankan posisi manajerial dari ancaman *hostile takeover*, meningkatkan status, kekuasaan, gaji atau memberi kesempatan berkembang bagi manajer bawah dan menengah. Sebagai konsekuensi dari tindakan tersebut, manajer menitikberatkan pada masalah insentif dan cenderung mengambil tindakan yang bersifat *perquisite of consumption*. (Brigham, Gapenski dan Daves : 1999)

Menurut Damsetz dan Lehn (1985), resiko membentuk dua pengaruh terhadap kepemilikan manajerial, yaitu tingkat resiko berpengaruh positif dan negatif terhadap kepemilikan manajerial. Perusahaan yang beroperasi pada pasar beresiko tinggi kesulitan dalam mengawasi kondisi eksternal sehingga manajer meningkatkan nilai kepemilikan saham sebagai cara untuk mengawasi kondisi internal. Pada tingkat resiko yang semakin tinggi, manager tidak berani menanggung resiko (*risk aversion*) sehingga menyebabkan hubungan negatif antara resiko dengan kepemilikan manajerial. Manajer mengurangi kepemilikan manajerial disebabkan pada tingkat resiko tinggi manajer melakukan diversifikasi kekayaan pribadi. Tindakan tersebut dilakukan untuk mengurangi resiko tetapi sebagai konsekuensi dari keputusan ini manajer kehilangan kekuasaan dalam mengambil keputusan.

Menurut Jensen (1986), hubungan antara deviden dengan kepemilikan manajerial dipahami melalui *free cash flow hypothesis*. Perusahaan dalam menggunakan *cash flow* dari *net present value* yang positif memicu konflik keagenan. Konflik ini terjadi karena manajer dengan prosentase kepemilikan saham kurang dari 100 % menggunakan *cash flow* untuk kepentingan yang tidak menguntungkan bagi perusahaan. Tindakan tersebut mengakibatkan kas digunakan untuk kepentingan *outside stockholder* dan mengurangi kas yang digunakan untuk mengembangkan perusahaan. Berdasarkan permasalahan ini diperlukan suatu mekanisme dalam memotivasi manajer sehingga mengalokasikan kelebihan *cash flow* pada aktivitas yang tepat, seperti untuk meningkatkan DPR.

Menurut Crutchley dan Hansen (1989), kepemilikan manajerial yang tinggi menyebabkan *mal-diversification*, yaitu manajer melakukan investasi secara berlebihan pada satu perusahaan tanpa melakukan diversifikasi pada kesempatan investasi lain. Dengan *mal-diversification*, kekayaan pribadi manajer berkurang dan menanggung resiko tinggi. Untuk mengimbangi tingkat resiko manajer menuntut kompensasi tinggi sehingga meningkatkan biaya yang dikeluarkan perusahaan dalam mengontrol masalah keagenan.

B. RINGKASAN PENELITIAN SEBELUMNYA

Berdasarkan penelitian sebelumnya terdapat berbagai mekanisme dalam mengontrol masalah keagenan, seperti menggunakan variabel kepemilikan manajerial, kebijakan hutang, kebijakan deviden, penerimaan resiko dan kepemilikan institusional. (Wilberforce : 2000; Nupikto : 2000; Sihombing : 2000; Setyawan : 1999; Chen dan Steiner : 1999; Noronha, Shome dan Morgan :

1996; Agrawal dan Knoeber : 1996; Bathala, Moon dan Rao : 1994; Jensen, Solberg dan Zorn : 1992; Cruthley dan Hansen : 1989)

Penelitian Cruthley dan Hansen (1989), menggunakan kepemilikan manajerial, *leverage* dan deviden dalam mengontrol konflik keagenan. Penelitian ini menggunakan sampel 603 perusahaan selama lima tahun dan menggunakan ketiga kebijakan sebagai variabel endogen untuk mengontrol konflik keagenan. Penelitian ini menguji pengaruh ketiga kebijakan dan mempertimbangkan lima karakteristik, yaitu *earning volatility*, *advertising and R&D expense*, *floatation cost*, *diversification loss* dan *firm size* terhadap biaya keagenan. Kontribusi penelitian ini adalah menggunakan regresi linier untuk menguji kelima karakteristik pada ketiga kebijakan perusahaan. Penelitian ini merupakan awal pengembangan ketiga mekanisme secara keseluruhan dalam mengontrol masalah keagenan. Hasil penelitian menyatakan bahwa kepemilikan manajerial, *leverage* dan kebijakan deviden secara simultan dapat mengendalikan konflik keagenan.

Penelitian Jensen, Solberg dan Zorn (1992), mengembangkan penelitian sebelumnya dengan menggunakan persamaan simultan 3-SLS pada kebijakan kepemilikan manajerial, hutang dan deviden untuk mengontrol konflik keagenan. Ketiga kebijakan merupakan variabel endogen sedangkan variabel eksogen terdiri dari *business risk*, *profitability*, *R&D expenses*, *fixed assets*, *growth*, *investment*, *firm's size* dan *number of divisions*. Hasil penelitian menunjukkan bahwa perusahaan dengan kepemilikan manajerial tinggi memilih deviden dan hutang pada level rendah. Selain itu pengaruh variabel kontrol *growth*, *profitability* dan *investment spending* pada kebijakan hutang dan deviden mendukung pada *pecking order hypothesis*.

Penelitian Nupikto (1999) mereplikasi penelitian Jensen, Solberg dan Zorn (1992) dengan menggunakan tiga kebijakan, yaitu kepemilikan manajerial, hutang dan deviden dalam mengontrol konflik keagenan. Ketiga kebijakan tersebut merupakan variabel endogen sedangkan variabel kontrol dalam penelitian ini adalah *business risk*, *profitability*, *growth* dan *number of divisions*. Penelitian ini menggunakan persamaan simultan dan analisis 3-SLS pada ketiga kebijakan. Untuk mengatasi keterbatasan jumlah data, maka data dikumpulkan secara *cross-sectional time series* untuk tahun 1994-1996 dengan jumlah 111 tahun-perusahaan. Hasil menunjukkan terjadi hubungan interdependensi antara kepemilikan manajerial, kebijakan hutang dan kebijakan deviden. Hasil penelitian sesuai dengan penelitian Jensen, Solberg dan Zorn (1992).

Menurut Bathala, Moon dan Rao (1994), peningkatan *institutional holding* menyeimbangkan kebutuhan hutang dan kepemilikan manajerial untuk mengurangi biaya keagenan. Pada tingkat *equilibrium* tinggi, kepemilikan institusional berhubungan terbalik dengan proporsi hutang dan kepemilikan manajerial. Proporsi ini diteliti secara empiris dengan menggunakan dua persamaan simultan. Persamaan *debt* diukur dengan menggunakan variabel *earning volatility*, *non-debt tax shield*, *expenditure in non-tangible asset*, *asset growth*, *institutional holding* dan *managerial stock ownership*. Persamaan *managerial ownership* diukur dengan menggunakan variabel *stock return volatility*, *advertising* dan *R&D expense*, *asset growth*, *firm size*, *institutional holding* dan *debt ratio*. Hasil penelitian menyatakan bahwa kebijakan hutang dan kepemilikan manajerial ditentukan oleh pertukaran variabel, yaitu tingkat

kepemilikan institusional tinggi diasosiasikan dengan tingkat rasio hutang rendah dan kepemilikan manajerial rendah.

Penelitian Sihombing (2000) mereplikasi penelitian Bathala, Moon dan Rao (1994), menggunakan *pooling data* untuk tahun 1990-1996 dengan jumlah data sebanyak 167 tahun-perusahaan. Selain itu penelitian ini menggunakan analisis 2-SLS dan hasil menunjukkan bahwa *institutional ownership* memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap *debt ratio* dan *insider ownership*. Hal ini menunjukkan bahwa *institutional ownership* dapat mengganti kebijakan hutang dan kebijakan *insider ownership* untuk meminimalkan biaya keagenan. Penelitian ini menggunakan variabel *debt ratio* dan *insider ownership* sebagai variabel endogen dan menggunakan *earning volatility*, *growth*, *size*, *institutional ownership* sebagai variabel eksogen. Hasil mendukung penelitian sebelumnya bahwa investor dipandang sebagai *monitoring agent* yang secara efektif mengarahkan tindakan *insider* yang bersifat oportunistik untuk mengurangi biaya keagenan.

Menurut Noronha, Shome dan Morgan (1996), pengembangan teori keagenan menitikberatkan pada rasionalitas pengawasan deviden dan interaksi antara keputusan deviden dengan struktur modal. Penelitian ini menyimpulkan bahwa pada kondisi *low growth* dan *no blockholder*, deviden merupakan mekanisme yang relevan untuk mengurangi masalah keagenan. Dengan mekanisme ini terjadi interaksi antara keputusan deviden dengan struktur modal.

Penelitian Setyawan (1999) mereplikasi penelitian Noronha, Shome dan Morgan (1996), menguji simultanitas antara keputusan deviden dan struktur modal. Penelitian ini menemukan bahwa simultanitas pada kedua keputusan

tersebut terjadi pada perusahaan yang memiliki kriteria *low growth* dan *no blockholder* serta tidak terjadi hubungan timbal balik antara keputusan deviden dan struktur modal. Selain itu menemukan bahwa *factor earning volatility* merupakan faktor yang mendominasi hubungan simultan antara keputusan deviden dan struktur modal pada perusahaan yang tidak memiliki *low growth* dan *no blockholder*. Pada perusahaan yang memiliki *low growth* dan *no blockholder* didominasi oleh variabel *non debt tax shield*. Kontribusi penelitian ini, yaitu hubungan simultan tidak terjadi secara timbal balik antara deviden dan struktur modal dan sesuai dengan temuan Noronha, Shome dan Morgan (1996).

Menurut Agrawal dan Knoeber (1996), melakukan pengujian terhadap tujuh mekanisme dalam mengontrol masalah keagenan antara manajer dengan *shareholder*. Mekanisme yang digunakan dalam penelitian ini adalah *shareholding of insider, institution, large block holder, use of outside director, debt policy, the managerial labor market* dan *market for corporate control*. Penggunaan variabel pada penelitian ini sedikit berbeda dibandingkan dengan penelitian sebelumnya. Penelitian ini menghasilkan bukti empiris mengenai hubungan interdependensi pada variabel yang digunakan dalam penelitian. Dengan menggunakan regresi *cross-sectional* ditemukan hubungan antara kinerja perusahaan dengan keempat mekanisme dalam mengontrol konflik keagenan, yaitu *insider shareholding, outside director, debt policy* dan *control activity corporate*.

Menurut Chen dan Steiner (1999), melakukan pengujian secara simultan dengan metode 2-SLS *non linier* pada empat kebijakan dalam mengatasi masalah keagenan, yaitu kepemilikan manajerial, kebijakan hutang, kebijakan deviden dan *risk taking*. Hasil penelitian ini, yaitu : (1). Kepemilikan manajerial membantu

Variabel kontrol yang digunakan dalam persamaan ini adalah investasi, ROA dan *growth*. Myers dan Majluf (1984), menambahkan bahwa perusahaan yang *profitable* memiliki kesempatan investasi sehingga menghadapi dua pilihan antara membayar deviden atau *capital expenditure*. Alternatif ini menyebabkan perusahaan yang memiliki perkembangan pesat membagi deviden dalam jumlah kecil dan sebagian besar laba digunakan untuk biaya investasi.

Profitabilitas perusahaan memiliki pengaruh negatif terhadap kebijakan deviden. Perusahaan dengan ROA tinggi membagi deviden dalam jumlah kecil. Hal ini disebabkan keuntungan dialihkan sebagai laba ditahan dan digunakan sebagai sumber internal. (Jensen Solberg dan Zorn : 1992) Pada kondisi tertentu kebijakan perusahaan berubah sehingga peningkatan profitabilitas diikuti dengan peningkatan pembayaran deviden sehingga profitabilitas tidak sepenuhnya mencerminkan penentuan pembayaran deviden.

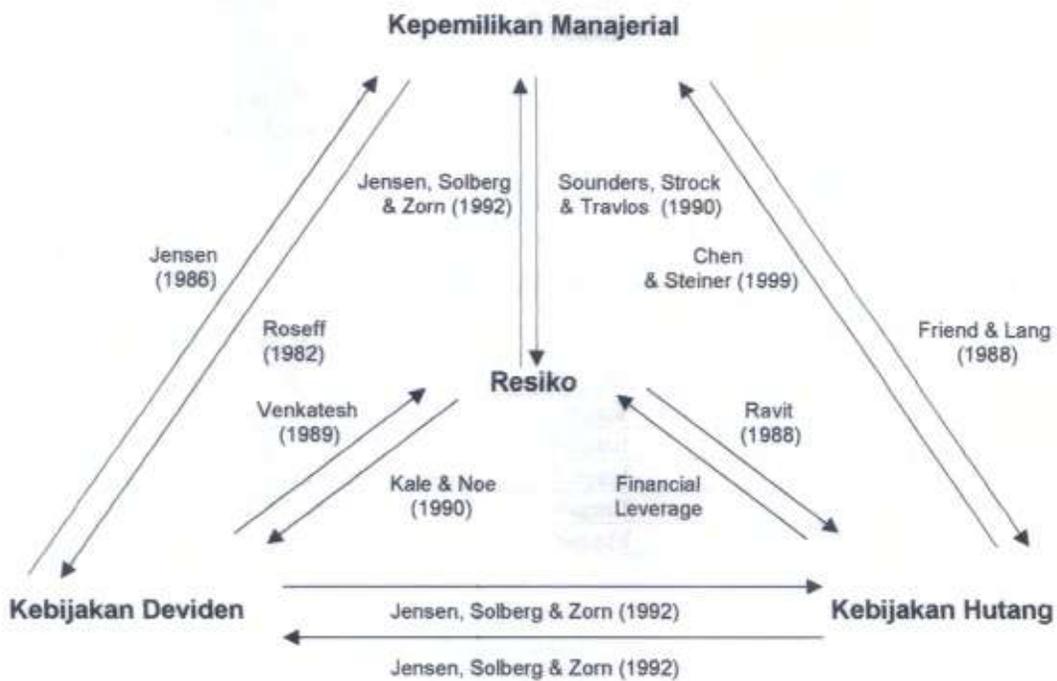
Tingkat *growth* tinggi diasosiasikan dengan penurunan deviden. (Rozeff : 1982) Perusahaan dengan pertumbuhan penjualan yang tinggi diharapkan memiliki kesempatan investasi tinggi. Untuk meningkatkan pertumbuhan penjualan, perusahaan memerlukan dana besar yang dibiayai dari sumber internal. Penurunan pembayaran deviden menyebabkan perusahaan memiliki sumber dana internal untuk keperluan investasi. (Myers dan Majluf : 1984) Pendapat yang sama dijelaskan oleh *residual dividend theory* dan *investment opportunity schedule* (IOS), yaitu deviden merupakan pengeluaran residual setelah digunakan untuk keperluan proyek yang menghasilkan NPV positif. Pada kondisi ini peningkatan kesempatan investasi menyebabkan peningkatan pertumbuhan sehingga menurunkan DPR.

Berdasarkan penelitian **Roseff (1982)**, hipotesis kelima (**H5**) adalah :

H 5 : Terjadi hubungan substitusi antara kepemilikan manajerial dengan kebijakan deviden.

Berdasarkan penjabaran dari berbagai literatur yang digunakan sebagai acuan dalam penelitian ini, maka hubungan antara kepemilikan manajerial, kebijakan deviden, kebijakan hutang dan resiko digambarkan sebagai berikut :

Bagan no. II.1. Hubungan antar Variabel Dependen



Tabel no. II.2. Ringkasan Hubungan antar Variabel yang Diharapkan dalam Penelitian

Variabel Endogen : Kepemilikan Manajerial

Variabel Eksogen	Tanda yang diharapkan
Resiko	Positif
Hutang	Negatif
Deviden	Negatif
Kepemilikan institusional	Negatif
Nilai Equitas (Val)	Negatif

Variabel Endogen : Resiko

Variabel Eksogen	Tanda yang diharapkan
Kepemilikan Manajerial	Positif
Hutang	Positif
Deviden	Negatif
Ukuran (Size)	Negatif
Fixed Asset	Positif

Variabel Endogen : Hutang

Variabel Eksogen	Tanda yang diharapkan
Kepemilikan Manajerial	Negatif
Resiko	Negatif
Deviden	Negatif
Kepemilikan institusional	Negatif
Profitabilitas (ROA)	Negatif
Pertumbuhan (Growth)	Negatif

Variabel Endogen : Deviden

Variabel Eksogen	Tanda yang diharapkan
Kepemilikan Manajerial	Negatif
Resiko	Negatif
Hutang	Negatif
Investasi	Negatif
Profitabilitas (ROA)	Negatif
Pertumbuhan (Growth)	Negatif

BAB III

METODE PENELITIAN

A. JENIS DAN SUMBER DATA

Penelitian ini menggunakan data sekunder dari laporan keuangan sejumlah perusahaan pada *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD). Populasi penelitian terdiri dari perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta. Beberapa penelitian sebelumnya menggunakan data *time series* atau *cross-sectional*. (Cruthley dan Hansen : 1989; Jensen, Solberg dan Zorn : 1992; Chen dan Steiner : 1999) Penelitian Cruthley dan Hansen (1989), menggunakan *time series* antara tahun 1981-1983 dengan jumlah sampel sebesar 603 perusahaan. Penelitian Jensen, Solberg dan Zorn (1992), menggunakan *cross-sectional* antara tahun 1982-1987 dengan jumlah sampel sebesar 565 perusahaan. Penelitian Chen dan Steiner (1999), menggunakan data *time series* antara tahun 1991-1993 dengan jumlah sampel sebesar 785 perusahaan. Penelitian diatas menggunakan sampel besar sedangkan penelitian di Indonesia mengalami keterbatasan jumlah sampel. Keterbatasan ini diatasi dengan menggabungkan dua metoda pengumpulan data antara *cross-section* dan *time series* atau dikenal sebagai *pooling data*. (Cooper dan Schindler : 2001) Teknik *pooling data* dilakukan dengan menjumlahkan seluruh perusahaan yang memenuhi kriteria pada tahun 1994-1996.

Metoda pengambilan sampel menggunakan *purposive sampling method*. (Cooper dan Schindler : 2001) Kriteria yang digunakan dalam pemilihan sampel, yaitu : (1). Perusahaan telah terdaftar pada BEJ antara 1994-1996. (2). Perusahaan memiliki informasi kepemilikan manajerial. (3). Perusahaan membagi deviden

yang dilihat dari DPR. (4). Perusahaan memiliki kebijakan hutang jangka panjang dan pendek. (5). Perusahaan memiliki informasi mengenai *closing price of common stock* secara bulanan untuk mengetahui *return* saham biasa. Standart deviasi dari *return* merupakan proksi dari resiko. (6). Perusahaan memiliki informasi berkaitan dengan pengukuran variabel kontrol, seperti variabel Val, Fixed, Size, ROA, INV, INST dan Growth.

Perusahaan yang memenuhi kriteria selama dua tahun pengamatan sebanyak 60 perusahaan. Data diambil dari ICMD yang diterbitkan pada tahun 1995-1997. Dengan menggunakan *pooling data* jumlah sampel yang memenuhi kriteria selama dua tahun pengamatan sebanyak 60 tahun-perusahaan. Distribusi perusahaan berdasarkan sektor industri dijelaskan pada tabel III.1.

Tabel no. III.1.
Distribusi Sampel Menurut Sektor Industri

No.	Sektor Industri	Jumlah
1.	Food and Beverages	3
2.	Tobacco Products	1
3.	Textile	3
4.	Apparel and Textile products	6
5.	Paper and Allied Products	1
6.	Chemical and Allied Products	1
7.	Lumber and Wood Products	2
8.	Plastic and Glass Products	2
9.	Metal Products	4
10.	Cable	1
11.	Electronic Equipment	2
12.	Automotive and Allied Products	4
13.	Other Manufacturing	5
T o t a l		35

Sumber : ICMD Tahun 1996-1997

B. DIFINISI OPERASIONAL VARIABEL

Penelitian menggunakan empat variabel endogen dan tujuh variabel kontrol untuk menguji lima hipotesis yang dijabarkan pada bagian sebelumnya. Definisi dan formulasi proksi dari variabel yang digunakan dalam penelitian :

1. Kepemilikan Manajerial

Variabel ini merupakan variabel endogen yang diberi simbol **Own**. Variabel **Own** diukur dari rasio saham yang dimiliki oleh manajer dan direktur perusahaan pada akhir tahun terhadap total jumlah saham yang beredar. Kepemilikan manajerial adalah pemegang saham dari pihak direktur dan komisaris yang secara aktif terlibat dalam pengambilan keputusan. Variabel ini diperoleh dalam ICMD pada bagian *shareholder ownership*. Secara matematis **Own** diformulasikan sebagai berikut : (Chen dan Steiner : 1999; Wilberforce : 2000)

$$\text{Own}_{it} = \frac{D + C \text{ Shrs}_{it}}{\text{Total Shrs}_{it}}$$

Keterangan :

$D \ \& \ C \ \text{Shrs}_{it}$ = Saham yang dimiliki oleh direktur dan komisaris perusahaan i pada periode t .

Total Shrs_{it} = Jumlah total saham beredar perusahaan i pada periode t .

2. Resiko

Variabel ini merupakan variabel endogen yang diberi simbol **Risk**. Variabel **Risk** merupakan proksi dari resiko yang diukur dari standart deviasi dari *return* saham biasa secara bulanan selama satu tahun. Variabel ini diperoleh dalam ICMD pada bagian *closing price monthly*. Fluktuasi yang

terbentuk dari *closing price* secara bulanan menunjukkan fluktuasi *return* saham dan menggambarkan fluktuasi resiko. Secara matematis **Risk** diformulasikan sebagai berikut : (Bathala, Moon dan Rao : 1994; Chen dan Steiner : 1999; Wilberforce : 2000)

$$\text{Risk}_{it} = \text{STD Return}_{it}$$

$$\text{Return} = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}}$$

Keterangan :

- P_t = Closing price bulanan
- P_{t-1} = Closing price bulan sebelumnya
- STD = Standart deviasi return saham bulanan

3. Hutang

Variabel ini merupakan variabel endogen yang merupakan proksi dari kebijakan hutang. Variabel ini diberi simbol **Debt** yang diukur dari rasio total hutang terhadap total aset. Variabel **Debt** diperoleh dalam ICMD pada bagian *summary of financial statement*. Secara matematis **Debt** diformulasikan sebagai berikut : (Jensen, Solberg dan Zorn : 1992)

$$\text{Debt}_{it} = \frac{\text{TD}_{it}}{\text{Total Asset}_{it}}$$

Keterangan :

- TD_{it} = Jumlah total hutang perusahaan i pada periode t
- Total Asset_{it} = Total aset yang dimiliki perusahaan i pada periode t

4. Deviden

Variabel ini merupakan variabel endogen yang diberi simbol **Div**. Variabel ini diukur dari rasio deviden yang dibayarkan terhadap *Earning After Tax* (EAT). Penggunaan EAT disebabkan deviden yang dibayarkan kepada pemegang saham merupakan pendapatan bersih setelah dikurangi pajak dan pembayaran bunga pinjaman. Variabel **Div** diperoleh dalam ICMD pada bagian DPR. Secara matematis **Div** diformulasikan sebagai berikut : (Chen dan Steiner : 1999)

$$\text{Deviden}_{it} = \frac{\text{Div. per share}_{it}}{\text{EAT per share}_{it}}$$

Keterangan :

$\text{Div per share}_{it}$ = Dividen dibayarkan oleh perusahaan *i* pada periode *t* pada setiap lembar saham

$\text{EAT per share}_{it}$ = Besarnya *earning per share* pada perusahaan *i* periode *t*

5. Total Nilai Equitas

Variabel ini merupakan variabel eksogen yang diberi simbol **Val**. Variabel **Val** diukur dari *natural log* dari *closing price* saham pada akhir tahun dikalikan dengan total saham yang beredar. Variabel **Val** diperoleh dari ICMD pada bagian *closing price* tahunan dan untuk membentuk rasio digunakan *natural log* pada hasil perkalian diatas. Secara matematis variabel **Val** diformulasikan sebagai berikut : (Chen dan Steiner 1999; Wilberforce : 2000)

$$Val_{it} = Ln (\text{Closing Price}_{it} \times \text{Total Share Outstanding}_{it})$$

Keterangan :

Closing Price_{it} = Harga penutupan saham perusahaan i akhir periode t

Total share outstanding_{it} = Jumlah saham beredar perusahaan i periode t

6. Profitabilitas

Variabel ini merupakan variabel eksogen yang diproksi dari **ROA**. Variabel **ROA** dinyatakan sebagai perbandingan EBIT terhadap total aset. Variabel **ROA** diperoleh dari ICMD pada bagian *summary of financial statement*. Secara matematis variabel **ROA** diformulasikan sebagai berikut :
(Bathala, Moon dan Rao : 1994)

$$ROA_{it} = \frac{EBIT_{it}}{\text{Total Asset}_{it}}$$

Keterangan :

EBIT_{it} = Earning before interest & tax perusahaan i pada periode t

Total asset_{it} = Jumlah total aset perusahaan i pada periode t

7. Pertumbuhan Perusahaan

Variabel ini merupakan variabel eksogen yang diberi simbol **GRTH**. Variabel ini diukur dari rata-rata aritmetika tingkat pertumbuhan penjualan perusahaan selama dua tahun ditambah 1. Penambahan nilai konstan 1 untuk menghindari nilai rasio kecil. Penggunaan pertumbuhan penjualan dalam menilai pertumbuhan perusahaan disebabkan pertumbuhan penjualan lebih mudah dideteksi daripada pertumbuhan aset. Variabel **growth** diperoleh dalam ICMD pada bagian *summary of financial statement*. Secara matematis

variabel **growth** dapat diformulasikan sebagai berikut : (Jensen, Solberg dan Zorn : 1992)

$$\text{Growth} = \text{AG}_{it} = \frac{\sum_{t=1}^n \frac{(S_t - S_{t-1})}{S_{t-1}}}{N} + 1$$

Keterangan :

- S_t = Sales pada periode t
- S_{t-1} = Sales pada periode sebelumnya
- n = Jumlah tahun

8. Aset Tetap

Variabel ini merupakan variabel eksogen yang diberi simbol **Fixed**. Variabel ini diukur perbandingan antara bangunan, tanah dan perlengkapan perusahaan lain yang berupa aset tetap dengan total aset dan digunakan sebagai proksi dari *operating leverage*. Variabel ini diperoleh dalam ICMD pada bagian *summary of financial statement*. Secara matematis variabel **Fixed** diformulasikan sebagai berikut : (Chen, Steiner dan Whyte : 1998)

$$\text{FIXED}_{it} = \frac{\text{Fixed Asset}_{it}}{\text{Total Asset}_{it}}$$

Keterangan :

- Fixed Asset_{it} = Total aset tetap yang dimiliki perusahaan i pada perusahaan t
- Total Asset_{it} = Total keseluruhan aset perusahaan i pada periode t

9. Ukuran Perusahaan

Variabel ini merupakan variabel eksogen yang diberi simbol **Size**. Variabel ini diukur dari *natural log total asset* perusahaan. Variabel *size* diperoleh dalam ICMD dalam *summary of financial statement*. Secara matematis variabel **size** diformulasikan sebagai berikut : (Chen dan Steiner : 1999)

$$\text{Size} = \text{Ln Total Asset}_{it}$$

Keterangan :

Total asset_{it} = Total aset yang dimiliki perusahaan i pada periode t

10. Kepemilikan Institusional

Variabel ini merupakan variabel eksogen yang diberi simbol **INST**. Variabel ini diukur dari prosentase saham yang dimiliki oleh institusi. Variabel **INST** diperoleh dalam ICMD pada bagian *shareholder ownership*. Secara matematis variabel *size* diformulasikan sebagai berikut : (Bathala, Moon dan RAO : 1994)

$$\text{INST} = \frac{\text{INST Shrs}_{it}}{\text{Total Shrs}_{it}}$$

Keterangan :

INST Shrs_{it} = Saham yang dimiliki oleh institusi pada perusahaan i pada periode t.

Total Shrs_{it} = Jumlah total saham beredar perusahaan i pada periode t.

11. Investasi

Variabel ini merupakan variabel eksogen yang diberi simbol **INV**. Variabel ini diukur dari *natural logaritma* selisih antara *total asset* t dengan *total asset* $t-1$. Variabel INV diperoleh dalam ICMD pada bagian *summary of financial statement*. Secara matematis variabel INV diformulasikan sebagai berikut : (Chen dan Steiner : 1999)

$$\text{Ln INV} = \text{Ln} (\text{total asset}_t - \text{total asset}_{t-1})$$

Keterangan :

Total Asset t = Jumlah asset perusahaan i pada tahun t

Total Asset $t-1$ = Jumlah asset perusahaan i pada tahun sebelumnya

C. PROSEDUR ESTIMASI

Penelitian ini mengembangkan model persamaan simultan untuk mengetahui hubungan interdependensi pada keempat variabel endogen. (Chen dan Steiner : 1999) Model simultan terdiri lebih dari satu variabel tidak bebas (*endogenous variable*) dan lebih dari satu persamaan, yaitu persamaan kepemilikan manajerial, penerimaan resiko, hutang, dan deviden. Persamaan simultan berbeda dengan model persamaan tunggal. Persamaan tunggal memiliki satu persamaan yang menghubungkan variabel endogen tunggal dengan sejumlah variabel eksogen yang bersifat non-stokastik atau stokastik. (Gujarati :1995) Salah satu ciri dari model persamaan simultan adalah variabel endogen dalam salah satu persamaan dimungkinkan muncul pada persamaan lain dalam sistem. Hubungan interdependensi menyebabkan variabel endogen yang menjelaskan (*dependent*

explanatory variable) menjadi stokastik dan berkorelasi dengan gangguan (*disturbance*) dari persamaan yang muncul sebagai variabel yang menjelaskan.

Menurut Gujarati (1995), metode kuadrat terkecil klasik tidak sepenuhnya dapat diterapkan pada model persamaan simultan karena menghasilkan estimasi yang tidak konsisten dan bias. Dengan keterbatasan pada metoda OLS maka penelitian ini menggunakan metoda *Two-Stage Least Squares (2-SLS)* untuk mengestimasi parameter pada keempat persamaan. Metode ini menghasilkan estimasi parameter secara konsisten dan tidak bias dibandingkan dengan metode OLS. (Bathala, Moon dan Rao : 1994; Chen dan Steiner : 1999) Dalam melakukan estimasi menggunakan 2-SLS terdiri dari dua tahap, yaitu : (1). Melakukan regresi OLS pada setiap persamaan dan kemudian dilakukan *forecasting* untuk mendapatkan *fitted value*. (2). Melakukan regresi tahap kedua dengan regresi silang pada *instrument variable* yang merupakan hasil *forecast* dari regresi tahap pertama. Hasil estimasi pada tahap kedua merupakan estimasi 2-SLS. (Pindyck & Rubinfeld : 1998)

Di dalam model persamaan simultan sebelum melakukan estimasi parameter dengan metoda 2-SLS model harus memenuhi *order condition*. Menurut Mirer (1995), *order condition* menetapkan bahwa apabila suatu persamaan diidentifikasi, maka jumlah dari variabel eksogen yang dikeluarkan dari persamaan harus lebih besar atau sama dengan jumlah variabel endogen pada sisi kanan persamaan. Selain itu Gujarati (1995), menegaskan bahwa dalam mengidentifikasi model simultan maka banyaknya variabel yang ditetapkan lebih dahulu yang dikeluarkan dari persamaan harus tidak kurang dari jumlah variabel endogen dikurangi satu. Berdasarkan kriteria diatas maka dalam mengestimasi

parameter dengan metode 2-SLS, model harus pada kondisi *over identified* atau *exactly identified*. (Koutsoyiannis : 1977; Mirer : 1995; Gujarati : 1995)

Formulasi dari criteria identifikasi adalah : $(K - k) \geq (m - 1)$

Keterangan :

K = jumlah variabel yang ditetapkan lebih dahulu dalam model.

k = jumlah variabel yang ditetapkan lebih dahulu dalam persamaan tertentu.

m = jumlah variabel endogen dalam suatu persamaan tertentu.

$(K - k) > (m - 1)$ = berarti persamaan dalam kondisi *over identified*.

$(K - k) = (m - 1)$ = berarti persamaan dalam kondisi *exactly identified*.

$(K - k) < (m - 1)$ = berarti persamaan dalam kondisi *under identified*.

Identifikasi mengenai *order condition* dari empat persamaan yang digunakan dalam model penelitian dapat dijelaskan pada table III.2.

Tabel no. III.2.
Pengujian Identifikasi Persamaan

Variabel Endogen	$(K - k)$	$(m - 1)$	Hasil	Keterangan
Own	$(11 - 6)$	$(4 - 1)$	$5 > 3$	Over Identified
Risk	$(11 - 6)$	$(4 - 1)$	$5 > 3$	Over Identified
Debt	$(11 - 7)$	$(4 - 1)$	$4 > 3$	Over Identified
Div	$(11 - 7)$	$(4 - 1)$	$4 > 3$	Over Identified

Berdasarkan penjelasan pada tabel III.2. diketahui bahwa persamaan Own, Risk, Debt dan Div pada kondisi *over identified*. Berdasarkan identifikasi pada *order condition* maka penelitian ini menerapkan metode estimasi 2- SLS.

D. MODEL PENELITIAN

Model penelitian terdiri dari empat persamaan pada empat variabel endogen dan tujuh variabel kontrol. Persamaan tersebut adalah persamaan Own, Risk, Debt dan Div sedangkan variabel kontrol terdiri dari variabel Val, Size, Fixed, ROA, INST, INV dan Grth. Proses pengolahan menggunakan bantuan *software Eviews 3*. Formulasi model dalam penelitian ini adalah :

$$\text{Own} = a_0 + a_1 \text{Risk} + a_2 \text{Debt} + a_3 \text{Div} + a_4 \text{INST} + a_5 \text{Ln Val} + \varepsilon$$

$$\text{Risk} = b_0 + b_1 \text{Own} + b_2 \text{Debt} + b_3 \text{Div} + b_4 \text{Ln Size} + b_5 \text{Fixed} + \varepsilon$$

$$\text{Debt} = c_0 + c_1 \text{Own} + c_2 \text{Risk} + c_3 \text{Div} + c_4 \text{INST} + c_5 \text{ROA} + c_6 \text{Grth} + \varepsilon$$

$$\text{Div} = d_0 + d_1 \text{Own} + d_2 \text{Risk} + d_3 \text{Debt} + d_4 \text{Ln INV} + d_5 \text{ROA} + d_6 \text{Grth} + \varepsilon$$

Keterangan :

- Own** = Rasio kepemilikan saham direktur dan komisaris terhadap *total share outstanding*.
- Risk** = Standar deviasi *return* pasar dari *common stock montly*.
- Debt** = Rasio total hutang terhadap total aset.
- Div** = Ratio deviden per share terhadap *earning per share*.
- ROA** = Rasio *Earning Before Interest & Tax* terhadap total aset.
- Grth** = Rata-rata pertumbuhan penjualan selama dua tahun + 1.
- Fixed** = Rasio properti, bangunan dan peralatan terhadap total aset.
- Ln Size** = *Natural Log* total aset perusahaan.
- Ln Val** = *Natural Log* total nilai ekuitas perusahaan.
- LN INV** = *Natural Log* selisih *total asset*₁ dengan *total asset*₍₋₁₎.
- INST** = Rasio kepemilikan saham kepemilikan institusional terhadap *total share outstanding*.

E. PENGUJIAN HIPOTESIS

Untuk menguji hipotesis 1 (**H1**) digunakan persamaan pertama, yaitu :

$$\text{Own} = a_0 + a_1 \text{Risk} + a_2 \text{Debt} + a_3 \text{Div} + a_4 \text{INST} + a_5 \text{Ln Val} + \varepsilon$$

Hipotesis pertama (H1) diterima, apabila koefisien Risk berpengaruh positif.

Apabila nilai koefisien yang dihasilkan bertentangan dengan kriteria diatas maka H1 ditolak.

Untuk menguji hipotesis 2 (**H2**) digunakan persamaan kedua, yaitu :

$$\text{Risk} = b_0 + b_1 \text{Own} + b_2 \text{Debt} + b_3 \text{Div} + b_4 \text{Ln Size} + b_5 \text{Fixed} + \varepsilon$$

Hipotesis kedua (H2) diterima, apabila koefisien Own berpengaruh positif terhadap Risk. Apabila nilai koefisien yang dihasilkan bertentangan dengan kriteria diatas maka H2 ditolak.

Untuk menguji hipotesis 3 (**H3**) digunakan persamaan ketiga :

$$\text{Debt} = c_0 + c_1 \text{Own} + c_2 \text{Risk} + c_3 \text{Div} + c_4 \text{INST} + c_5 \text{ROA} + c_6 \text{Grth} + \varepsilon$$

Hipotesis ketiga (H3) diterima, apabila koefisien Own berpengaruh negatif terhadap Debt. Apabila nilai koefisien yang dihasilkan bertentangan dengan kriteria diatas maka H3 ditolak.

Untuk menguji hipotesis 4 (**H4**) digunakan persamaan ketiga :

$$\text{Debt} = c_0 + c_1 \text{Own} + c_2 \text{Risk} + c_3 \text{Div} + c_4 \text{INST} + c_5 \text{ROA} + c_6 \text{Grth} + \varepsilon$$

Hipotesis ketiga (H4) diterima, apabila koefisien Div berpengaruh negatif terhadap Debt. Apabila nilai koefisien yang dihasilkan bertentangan dengan kriteria diatas maka H4 ditolak.

Untuk menguji hipotesis 5 (**H5**) digunakan persamaan keempat, yaitu :

$$\mathbf{Div} = d_0 + \mathbf{d_1 Own} + d_2 \text{Risk} + d_3 \text{Debt} + d_4 \text{Ln INV} + d_5 \text{ROA} + d_6 \text{Grth} + \varepsilon$$

Hipotesis keempat (H5) diterima, apabila koefisien Own berpengaruh negatif terhadap Div. Apabila nilai koefisien yang dihasilkan bertentangan dengan kriteria diatas maka H5 ditolak.

BAB IV

ANALISIS DAN PEMBAHASAN HASIL PENELITIAN

Pada bagian ini membahas tiga pokok bahasan, yaitu statistik diskriptif, hasil pengujian hipotesis dan diskusi hasil penelitian.

A. PENJELASAN STATISTIK DISKRIPTIF

Tabel no. IV.1.
Statistik Diskriptif

Nama Variabel	Jumlah	Nilai Rata-rata	STD Deviasi
Kep. Manajerial	60	12.1333	11.4875
Hutang	60	0.5232	0.1293
DPR	60	36.2662	12.6785
Resiko	60	0.1588	0.0080
Kep. Institusional	60	58.1367	16.0279
Ukuran Perusahaan	60	12.6401	1.1963
Profitabilitas	60	0.0091	0.0050
Pertumbuhan	60	1.0850	0.1006
Aset Tetap	60	0.3529	0.1510
Investasi	60	10.5872	1.3518
Total Nilai Ekuitas	60	25.7204	1.6146

Berdasarkan tabel IV.1. dijelaskan bahwa dari 60 perusahaan manufaktur, variabel kepemilikan manajerial memiliki nilai rata-rata sebesar 12.13 % menunjukkan bahwa perusahaan yang diamati memiliki prosentase kepemilikan manajerial rendah tetapi apabila dibandingkan dengan penelitian Chen dan Steiner (1999), maka prosentase kepemilikan manajerial di Indonesia termasuk tinggi. Standart deviasi kepemilikan manajerial sebesar 11.49 % menunjukkan bahwa prosentase kepemilikan manajerial dari perusahaan terpilih relatif sama atau pada interval yang tidak terlalu jauh. Variabel hutang memiliki nilai rata-rata sebesar 52.32 % menunjukkan bahwa perusahaan dalam sampel menggunakan prosentase hutang tinggi untuk membiayai perusahaan. Penggunaan hutang tinggi berkaitan

dengan profitabilitas yang kecil sehingga kebutuhan dana diatasi dengan hutang. Standart deviasi variabel hutang sebesar 12.93 % menunjukkan bahwa penggunaan hutang pada perusahaan yang digunakan dalam sampel relatif sama atau pada interval yang tidak terlalu jauh.

Variabel DPR memiliki nilai rata-rata sebesar 36.27 % menunjukkan bahwa sebagian besar perusahaan membagi deviden pada prosentase relatif tinggi karena pemegang saham menyukai deviden besar. Standart deviasi variabel DPR sebesar 12.69 % menunjukkan bahwa sebagian besar perusahaan menetapkan prosentase deviden yang relatif sama atau pada interval yang relatif dekat. Variabel resiko memiliki nilai rata-rata sebesar 14.55 % menunjukkan bahwa sebagian besar perusahaan menghadapi resiko yang tinggi. Hal ini dipengaruhi oleh pergerakan harga saham yang relatif berfluktuasi sehingga perusahaan menghadapi resiko tinggi. Standart deviasi variabel resiko menunjukkan nilai kecil, yaitu $8.757E-02$ (0.008757).

Variabel kepemilikan institusional memiliki nilai rata-rata sebesar 58.14 % menunjukkan bahwa perusahaan menetapkan prosentase kepemilikan institusional tinggi. Perusahaan menetapkan prosentase kepemilikan institusional pada tingkatan yang lebih besar dibandingkan dengan prosentase kepemilikan manajerial. Standart deviasi variabel kepemilikan institusional sebesar 16.03 % menunjukkan bahwa perusahaan dalam sampel menetapkan prosentase kepemilikan institusional relatif sama. Variabel ukuran perusahaan memiliki nilai rata-rata sebesar 12.64 yang diukur dari *natural log* total aset. Nilai tersebut menunjukkan bahwa perusahaan manufaktur dalam sampel memiliki total aset

besar sedangkan standart deviasi sebesar 1.19 menunjukkan bahwa perusahaan memiliki total aset yang relatif sama.

Variabel profitabilitas memiliki nilai rata-rata kecil, yaitu $9.120E-02$ (0.009120) yang menunjukkan bahwa sebagian besar perusahaan menghasilkan profitabilitas rendah. Permasalahan ini berkaitan dengan krisis moneter pada tahun 1997, sehingga pada dua tahun terakhir menjelang krisis profitabilitas perusahaan mulai menurun. Standart deviasi variabel profitabilitas sebesar $5.089E-02$ (0.005089) yang menunjukkan bahwa perusahaan dalam sampel penelitian menghasilkan profitabilitas yang relatif sama. Variabel pertumbuhan memiliki nilai rata-rata sebesar 1.09 yang diukur dari rata-rata aritmitika penjualan selama dua tahun dan standart deviasi sebesar 0.10. Nilai ini menunjukkan bahwa perusahaan memiliki penjualan lebih tinggi dibandingkan dengan penjualan periode sebelumnya selama dua tahun terakhir sebelum krisis. Variabel aset tetap memiliki nilai rata-rata sebesar 35.29 % dengan standart deviasi sebesar 15.10 %. Nilai ini menunjukkan bahwa perusahaan memiliki aset tetap yang tinggi dalam bentuk bangunan, mesin atau bangunan. Sebagian besar perusahaan menetapkan rasio aset tetap yang sama karena sampel diambil dari industri yang sama, yaitu manufaktur.

Variabel investasi memiliki nilai rata-rata sebesar 10.59 dengan standart deviasi sebesar 1.35 yang diukur dari *natural log* selisih total aset. Nilai ini menunjukkan bahwa perusahaan memiliki peningkatan investasi dari periode sebelumnya selama dua tahun terakhir sebelum krisis. Variabel total nilai ekuitas memiliki nilai rata-rata sebesar 25.72 dengan standart deviasi sebesar 1.61 yang diukur dari *natural log* total nilai ekuitas. Nilai ini menunjukkan bahwa

perusahaan dalam sampel memiliki nilai ekuitas yang tinggi. Nilai ekuitas yang tinggi disebabkan perusahaan memiliki jumlah saham yang relatif besar dan memiliki harga saham yang relatif tinggi.

B. HASIL PENGUJIAN HIPOTESIS

Pengujian hipotesis menggunakan metode *two-stage least square* pada persamaan kepemilikan manajerial, resiko, hutang dan DPR.

1. Persamaan Kepemilikan Manajerial

Tabel no. IV.2.
2 SLS Pada Persamaan 1
Variabel Dependen : Kepemilikan Manajerial

Variabel	Koefisien
Constans	59.400 (3.925) ***
Hutang	-29.784 (-3.887) ***
DPR	0.162 (2.132) **
Resiko	28.643 (2.494) ***
Kepemilikan institusional	- 0.468 (-7.947) ***
Total nilai ekuitas	- 0.578 (-0.999)

R^2 = 69.57 %
 R^2 adj. = 66.75 %
 F stat = 24.69 % (0.0000) ***

Keterangan :

- *** Significan pada level 1 %
- ** Significan pada level 5 %
- * Significan pada level 10 %

Pada bagian sebelumnya dijelaskan mengenai hipotesis pertama, yang menyatakan bahwa hubungan kausal positif antara resiko dengan kepemilikan manajerial digunakan untuk mengurangi konflik keagenan. Untuk mengetahui mekanisme tersebut, maka persamaan kepemilikan manajerial digunakan untuk

menguji hipotesis pertama (H1). Hasil menunjukkan bahwa variabel resiko memiliki koefisien positif dan signifikan pada level 1 %. Berdasarkan hasil pengolahan ini hipotesis pertama yang menyatakan bahwa variabel resiko memiliki hubungan positif terhadap kepemilikan manajerial, **diterima**. Hasil menunjukkan bahwa pada tingkat resiko yang semakin meningkat, perusahaan meningkatkan kepemilikan manajerial sebagai cara untuk mengurangi konflik keagenan. Peningkatan kepemilikan manajerial menyebabkan manajer memiliki kekuasaan tinggi dalam mengambil keputusan untuk mengurangi resiko. Selain itu manajer termotivasi untuk meningkatkan kinerja manajemen sehingga dapat mengatasi resiko tinggi.

Hasil selanjutnya menunjukkan bahwa variabel hutang memiliki koefisien negatif dan signifikan pada level 1 % sedangkan variabel DPR memiliki koefisien positif dan signifikan pada level 5 %. Variabel kontrol menunjukkan hasil yang sesuai dengan penelitian sebelumnya, yaitu kepemilikan institusional memiliki koefisien negatif dan signifikan pada level 1 % sedangkan total nilai ekuitas memiliki koefisien negatif tetapi tidak signifikan.

2. Persamaan Resiko

Tabel no. IV. 3.
2 SLS Pada Persamaan 2
Variabel Dependen : Resiko

Variabel	Koefisien
Constanta	- 0.0408 (-0.323)
Kepemilikan manajerial	0.0018 (1.799) **
Hutang	0.2326 (2.508) ***
DPR	- 0.0007 (-0.718)
Ukuran perusahaan	0.0051 (0.557)
Aset tetap	0.0435 (0.598)

R² = 16,23 %

R² adj. = 8,47 %

F stat = 2.09 % (0,080466) *

Keterangan :

*** Significan pada level 1 %

** Significan pada level 5 %

* Significan pada level 10 %

Pada bagian sebelumnya dijelaskan mengenai hipotesis kedua yang menyatakan bahwa hubungan positif antara kepemilikan manajerial dengan resiko dapat digunakan untuk mengurangi konflik keagenan. Untuk mengetahui mekanisme tersebut, maka persamaan resiko digunakan untuk menguji hipotesis kedua (H2). Hasil menunjukkan bahwa variabel kepemilikan manajerial memiliki koefisien positif dan signifikan pada level 5 %. Berdasarkan hasil pengolahan menunjukkan bahwa hipotesis kedua yang menyatakan bahwa variabel kepemilikan memiliki hubungan positif terhadap resiko, **diterima**. Pada tingkat kepemilikan tinggi menyebabkan manajer menjadi *risk seeker* dalam mengambil keputusan. Manajer dalam mengambil keputusan untuk meningkatkan *return*

berakibat pada peningkatan resiko. Pada tingkat resiko yang tinggi terjadi transfer kekayaan dari *bondholder* kepada *stockholder*.

Hasil selanjutnya menunjukkan bahwa variabel hutang memiliki koefisien positif dan signifikan pada level 1 % sedangkan variabel DPR menghasilkan koefisien negatif tetapi tidak signifikan terhadap tingkat resiko. Variabel kontrol menunjukkan bahwa ukuran perusahaan dan aset tetap memiliki koefisien positif tetapi keduanya tidak signifikan terhadap tingkat penerimaan resiko.

3. Persamaan Hutang

Tabel no. IV. 4.
2 SLS Pada Persamaan 3
Variabel Dependen : Hutang

Variabel	Koefisien
Constanta	1.1218 (6.367) ***
Kepemilikan manajerial	-0.0067 (-3.606) ***
DPR	-0.0028 (-2.308) **
Resiko	0.5489 (3.277) ***
Kepemilikan institusional	-0.0036 (-2.989) ***
Profitabilitas	-0.3828 (-1.388) *
Pertumbuhan	-0.2369 (-1.753) **

R^2 = 46.57 %

R^2 adj. = 40.52 %

F stat = 7.69 % (0.000006) ***

Keterangan :

*** Signifikan pada level 1 %

** Signifikan pada level 5 %

* Signifikan pada level 10 %

Pada bagian sebelumnya dijelaskan mengenai hipotesis ketiga yang menyatakan bahwa hubungan substitusi antara kepemilikan manajerial dengan hutang dapat menurunkan konflik keagenan. Untuk mengetahui mekanisme tersebut, maka persamaan hutang digunakan untuk menguji hipotesis ketiga (H3) dan keempat (H4). Hasil menunjukkan bahwa variabel kepemilikan manajerial memiliki koefisien negatif dan signifikan pada level 1 %. Berdasarkan hasil pengolahan hipotesis ketiga (H3) yang menyatakan bahwa terjadi hubungan substitusi antara variabel kepemilikan manajerial terhadap hutang, **diterima**. Hasil ini menunjukkan bahwa peningkatan prosentase kepemilikan manajerial mengurangi penggunaan hutang atau sebaliknya. Pada tingkat kepemilikan tinggi, kekayaan pribadi manajer tidak terdiversifikasi secara optimal sehingga menghadapi resiko tinggi. Penggunaan hutang pada tingkat tinggi menyebabkan *financial distress* atau menghadapi resiko kebangkrutan. Untuk mengurangi tingkat penerimaan resiko yang ditanggung manajer, maka digunakan hutang pada tingkat rendah.

Variabel DPR memiliki koefisien negatif dan signifikan pada level 5 %. Berdasarkan hasil pengolahan menunjukkan bahwa hipotesis empat (H4) yang menyatakan bahwa terjadi hubungan substitusi antara variabel DPR dengan hutang, **diterima**. Hasil ini berarti penurunan DPR diikuti dengan peningkatan penggunaan hutang. Hal ini disebabkan perusahaan menghasilkan profit rendah sehingga mengalokasikan keuntungan pada laba ditahan dalam prosentase kecil. Pada kondisi ini perusahaan memiliki sumber dana internal yang terbatas sehingga meningkatkan penggunaan hutang. Peningkatan hutang digunakan untuk

membayai operasional perusahaan sedangkan keuntungan digunakan untuk membayar deviden.

Hasil selanjutnya menunjukkan bahwa variabel resiko memiliki koefisien positif dan signifikan pada level 1 %. Variabel kontrol memiliki tanda sesuai dengan penelitian sebelumnya, seperti kepemilikan institusional memiliki koefisien negatif dan signifikan pada level 1 %, variabel pertumbuhan memiliki koefisien negatif dan signifikan pada level 5 % sedangkan profitabilitas memiliki koefisien negatif dan signifikan pada level 10 %.

4. Persamaan DPR

Tabel no. IV.5.
2 SLS Pada Persamaan 4
Variabel Dependen : DPR

Variabel	Koefisien
Constanta	73.9808 (3.963) ***
Kepemilikan manajerial	0.3231 (2.305) **
Hutang	-38.5371 (-3.009) ***
Resiko	-7.4139 (-0.368)
Investasi	1.0089 (0.826)
Profitabilitas	-65.7643 (-2.311) **
Pertumbuhan	-22.9381 (-1.513) *

$R^2 = 38.59 \%$

$R^2 \text{ adj.} = 29.41 \%$

F stat = 5.09 % (0.000340) ***

Keterangan :

*** Signifikan pada level 1 %

** Signifikan pada level 5 %

* Signifikan pada level 10 %

Pada bagian sebelumnya dijelaskan mengenai hipotesis kelima yang menyatakan bahwa hubungan substitusi antara DPR dengan kepemilikan manajerial dapat digunakan untuk mengurangi konflik keagenan. Untuk mengetahui mekanisme tersebut, maka persamaan DPR digunakan untuk menguji hipotesis kelima (H5). Hasil menunjukkan bahwa variabel kepemilikan manajerial memiliki koefisien positif dan signifikan pada level 5 %. Berdasarkan hasil pengolahan menunjukkan bahwa hipotesis kelima yang menyatakan bahwa terjadi hubungan substitusi antara variabel kepemilikan manajerial dengan DPR, **ditolak**. Hasil ini menunjukkan bahwa peningkatan kepemilikan manajerial tidak diikuti oleh penurunan DPR tetapi diikuti oleh kenaikan DPR. Mekanisme substitusi tidak terjadi antara kepemilikan manajerial dengan kebijakan DPR. Pada tingkat kepemilikan manajerial tinggi menyebabkan kekayaan manajer tidak terdiversifikasi secara optimal sehingga manajer menghadapi resiko tinggi. Untuk mengimbangi penerimaan resiko, manajer menginginkan DPR pada tingkat tinggi. Selain itu struktur kepemilikan saham di Indonesia dikuasai oleh keluarga sehingga menginginkan deviden dalam jumlah besar. Hubungan kausal positif antara struktur kepemilikan dengan kebijakan DPR tidak dapat digunakan sebagai alat untuk mengurangi masalah keagenan.

Hasil selanjutnya menunjukkan bahwa variabel hutang memiliki koefisien negatif dan signifikan pada level 1 % sedangkan resiko memiliki koefisien negatif tetapi tidak signifikan. Variabel kontrol investasi memiliki koefisien positif dan tidak signifikan. Variabel investasi menghasilkan tanda yang berbeda dengan hasil penelitian sebelumnya dan menunjukkan bahwa peningkatan investasi diikuti dengan kenaikan DPR. Variabel profitabilitas memiliki koefisien negatif dan

signifikan pada level 5 % sedangkan variabel pertumbuhan memiliki koefisien negatif dan signifikan pada level 10 %.

C. PEMBAHASAN HASIL PENELITIAN

1. Pembahasan Persamaan kepemilikan manajerial

Berdasarkan tabel IV.2. diketahui bahwa variabel hutang memiliki hubungan negatif dan signifikan dengan kepemilikan manajerial. Hubungan ini menunjukkan hubungan substitusi antara kebijakan hutang dan kepemilikan manajerial dalam mengontrol konflik keagenan. Hasil penelitian ini didukung oleh Chen dan Steiner (1999); Jensen, Solberg dan Zorn (1992); Bathala, Moon dan Rao (1994) dan Wilberforce (2000). Penelitian sebelumnya menyatakan bahwa terdapat hubungan kausal negatif antara hutang dengan kepemilikan manajerial. Peningkatan penggunaan hutang menyebabkan perusahaan menghadapi resiko kebangkrutan dan *financial distress* sehingga manajer mempertahankan kepemilikan pada prosentase rendah. Pada kepemilikan rendah manajer melakukan diversifikasi pada kesempatan investasi lain untuk menekan resiko sehingga mengurangi konflik keagenan.

Variabel DPR menunjukkan hubungan positif dan signifikan terhadap kepemilikan manajerial. Hasil ini tidak sesuai dengan penelitian sebelumnya yang membuktikan substitusi antara kebijakan deviden dan kepemilikan manajerial. (Jensen : 1986; Chen dan Steiner : 1999) Koefisien positif disebabkan struktur kepemilikan saham di Indonesia dikuasai oleh keluarga atau untuk mempertahankan bisnis keluarga. Hasil penelitian sesuai dengan penelitian Wilberforce (2000). Pada kasus di Indonesia anggota keluarga memiliki

kedudukan dalam struktur organisasi dan berpengaruh dalam mengambil keputusan. Struktur kepemilikan yang dikuasai oleh keluarga memiliki kecenderungan mempertahankan *return* tinggi dalam bentuk DPR. Ketika dilakukan peningkatan deviden pihak *insider* meningkatkan kepemilikan manajerial. Selain itu DPR tinggi menyimpan signal positif terhadap pertumbuhan pendapatan sehingga pihak eksternal memperkirakan prospek yang menguntungkan dimasa mendatang. Peningkatan DPR memberi peluang mendapat alternatif pendanaan melalui emisi saham baru. Penambahan jumlah saham menyebabkan pemegang saham lama berhak meningkatkan kepemilikan untuk mempertahankan pengaruh dan untuk menghindari transfer kekayaan dari pemegang saham lama kepada pemegang saham baru atau dikenal sebagai *preempty right*. Kondisi ini yang menyebabkan peningkatan DPR diikuti oleh peningkatan kepemilikan manajerial.

Tingkat resiko memiliki hubungan positif dan signifikan terhadap kepemilikan manajerial. Hipotesis pertama didukung oleh penelitian Chen dan Steiner (1999); Jensen, Solberg dan Zorn (1992); Cruithley dan Hansen (1989). Hasil ini menunjukkan bahwa pada tingkat resiko tinggi menyebabkan manajer terlibat dalam kepemilikan manajerial yang tinggi. Dengan kepemilikan tinggi manajer memiliki pengaruh dalam mengambil keputusan sehingga dapat mengontrol kinerja perusahaan dalam menghadapi resiko tinggi. Peningkatan kepemilikan manajerial dalam menghadapi peningkatan resiko dapat mengurangi konflik keagenan.

Variabel kepemilikan institusional memiliki hubungan negatif dan signifikan terhadap kepemilikan manajerial. Hasil ini menunjukkan bahwa

peningkatan prosentase kepemilikan institusional dapat menurunkan prosentase kepemilikan manajerial. Peningkatan kepemilikan institusional menyebabkan kinerja manajemen diawasi secara optimal sehingga manajer menghindari perilaku yang oportunistik. Hal ini konsisten dengan hasil penelitian Bathala, Moon dan Rao (1994). Berdasarkan hasil ini variabel kepemilikan institusional dapat digunakan untuk mempengaruhi kepemilikan manajerial sehingga dapat mengurangi konflik keagenan.

Variabel total nilai ekuitas memiliki hubungan negatif dengan kepemilikan manajerial. Hasil penelitian ini tidak signifikan tetapi sesuai dengan penelitian Chen dan Steiner (1999) dan Wilberforce (2000). Kondisi ini dijelaskan bahwa perusahaan besar membatasi kepemilikan manajerial. Pembatasan ini bertujuan untuk menghindari *mal diversification practice* sehingga manajer dapat mengurangi resiko. Hasil ini menjadi tidak signifikan karena dalam membatasi kepemilikan manajerial tidak sepenuhnya mempertimbangkan faktor nilai ekuitas.

2. Pembahasan Persamaan Resiko

Berdasarkan tabel IV.3. diketahui bahwa variabel kepemilikan manajerial memiliki hubungan positif dan signifikan terhadap penerimaan resiko. Hipotesis ini didukung oleh penelitian Saunders, Strouck dan Travlos (1990), menyatakan bahwa pada tingkat kepemilikan tinggi manajer menjadi *risk seeker*. Kepemilikan saham dianggap sebagai *call option* sehingga manajer ingin memaksimalkan nilai *call option*. Peningkatan nilai opsi diikuti dengan peningkatan resiko sehingga perusahaan menghadapi resiko tinggi. Untuk mengurangi resiko manajer bekerjasama dengan pihak *bondholder* sehingga terjadi transfer kekayaan dari

bondholder ke *stockholder*. Dalam menghadapi kasus di Indonesia, kepemilikan manajerial tinggi berarti kekayaan tidak terdiversifikasi sehingga manajer menghadapi resiko tinggi. Manajer memilih proyek yang berisiko tinggi untuk mendapatkan *return* tinggi. Untuk mengurangi resiko manajer bekerjasama dengan kreditor sehingga terjadi transfer kekayaan dari *bondholder* ke *stockholder*. Keterlibatan kreditor dalam mengantisipasi resiko menimbulkan permasalahan. Keberhasilan proyek menyebabkan manajer menikmati hasil residu dari keuntungan sedangkan pembayaran kepada kreditor diberikan sebesar hutang dan bunga pinjaman. Hal ini tidak sebanding dengan resiko yang ditanggung oleh kreditor. Pada sisi lain penggunaan hutang tinggi meningkatkan resiko kebangkrutan. Dengan kegagalan proyek kreditor akan menuntut hak pengembalian hutang dan bunga pinjaman sedangkan pemegang saham akan mendapat sisa keuntungan. Kondisi ini menimbulkan konflik antara pemegang saham dengan kreditor sehingga untuk mengatasi konflik antara pihak manajer dengan kreditor diperlukan pengurangan kepemilikan manajerial. Pada kepemilikan manajerial rendah berarti kekayaan manajer telah terdiversifikasi sehingga tidak menginginkan *return* tinggi. Keputusan ini menyebabkan manajer tidak memilih proyek yang berisiko tinggi sehingga perusahaan tidak menghadapi resiko tinggi. Kondisi ini dapat mengatasi konflik keagenan antara pihak manajer, pemegang saham dan kreditor.

Variabel hutang memiliki hubungan positif dan signifikan dengan penerimaan resiko. Peningkatan penggunaan hutang menyebabkan perusahaan menghadapi resiko kebangkrutan dan *financial distress*. Penggunaan hutang menyebabkan pemegang saham menanggung beban bunga dan perusahaan

menghadapi resiko tinggi. Pendapat ini didukung oleh Chen dan Steiner (1999); Jensen, Solberg dan Zorn (1992). Penggunaan hutang menurunkan pendapatan bersih yang diterima perusahaan. Penurunan pendapatan bersih menurunkan prospek perusahaan sehingga mengakibatkan penurunan harga saham. Penurunan harga saham menyebabkan perusahaan menghadapi fluktuasi *return* saham tinggi atau menghadapi resiko tinggi. Berdasarkan penjelasan ini perusahaan harus menetapkan hutang pada tingkat aman untuk mengurangi resiko.

Variabel DPR memiliki hubungan negatif tetapi tidak signifikan terhadap resiko. Ketentuan DPR tinggi dapat menurunkan tingkat resiko yang ditanggung oleh perusahaan. Penetapan DPR tinggi memberi signal positif terhadap pertumbuhan profit di masa mendatang sehingga semakin tinggi DPR berarti semakin baik kinerja perusahaan. (Lintner : 1956) Dengan menetapkan deviden tinggi, pihak investor memiliki informasi akurat mengenai kinerja perusahaan dan tertarik membeli saham. Kondisi ini menyebabkan peningkatan harga saham sehingga perusahaan menghadapi fluktuasi *return* saham yang rendah atau berada pada tingkat resiko rendah. Sebaliknya, pemotongan deviden menandakan bahwa perusahaan memerlukan dana yang tidak dapat diatasi dari dana internal. Kondisi ini menimbulkan penilaian buruk terhadap kinerja finansial perusahaan sehingga mempengaruhi stabilitas harga saham. Pergerakan harga saham yang tidak stabil menunjukkan tingkat resiko tinggi. Hasil penelitian didukung oleh penelitian Chen dan Steiner (1999); Venkatesh (1989). Hasil menjadi tidak signifikan karena perusahaan dalam menetapkan DPR tidak sepenuhnya mempertimbangkan kemungkinan resiko yang dihadapi perusahaan.

Variabel ukuran perusahaan memiliki hubungan positif dan tidak signifikan terhadap tingkat resiko. Hasil ini bertentangan dengan penelitian Chen dan Steiner (1999), yang menyatakan bahwa ukuran perusahaan berhubungan secara negatif dengan penerimaan resiko. Penelitian ini menunjukkan ukuran perusahaan yang tinggi dapat menyebabkan peningkatan resiko. Hasil ini disebabkan perusahaan dengan aset besar tidak melakukan diversifikasi bisnis secara optimal sehingga meningkatkan resiko. Pendapat lain dijelaskan bahwa perusahaan membiayai aset dengan menggunakan hutang sehingga peningkatan aset diikuti dengan peningkatan resiko. Hasil ini menjadi tidak signifikan karena dalam melakukan diversifikasi bisnis, perusahaan tidak mempertimbangkan pergerakan harga saham atau resiko.

Variabel aset tetap memiliki hubungan positif tetapi tidak signifikan terhadap resiko. Variabel aset tetap (*fixed asset*) digunakan sebagai proksi dari *operating leverage* sehingga peningkatan rasio aset tetap menyebabkan peningkatan *operating leverage* (depresiasi tinggi) dan mengurangi keuntungan. Pengurangan keuntungan menyebabkan peningkatan resiko. Hasil ini didukung oleh penelitian Chen dan Steiner (1999), tetapi hasil ini tidak signifikan. Hubungan tidak signifikan dikarenakan dalam menentukan aset tetap, perusahaan tidak sepenuhnya mempertimbangkan faktor resiko. Pendapat lain dijelaskan bahwa perusahaan membiayai aset tetap dengan menggunakan hutang sehingga peningkatan aset tetap menyebabkan peningkatan resiko.

3. Pembahasan Persamaan hutang

Berdasarkan tabel IV.4. diketahui bahwa variabel kepemilikan manajerial memiliki hubungan negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang. Hipotesis ini sesuai dengan penelitian Chen dan Steiner (1999); Jensen, Solberg dan Zorn (1992); Wilberforce (2000). Penelitian ini menyatakan bahwa terjadi substitusi antara kepemilikan manajerial dan hutang. Tingkat kepemilikan tinggi menyebabkan kekayaan tidak terdiversifikasi sehingga manajer menghadapi resiko tinggi. Kondisi ini menyebabkan manajer mengurangi penggunaan hutang sehingga terhindar dari resiko kebangkrutan atau *financial distress*.

Variabel DPR memiliki hubungan negatif dan signifikan terhadap hutang. Hipotesis ini sesuai dengan penelitian Chen dan Steiner (1999); Jensen (1984); Jensen, Solberg dan Zorn (1992). Hasil menunjukkan bahwa terjadi substitusi antara hutang dan DPR dalam mengontrol konflik keagenan. Penjelasan hasil ini berkaitan dengan penggunaan sampel antara tahun 1994-1996. Krisis moneter yang terjadi tahun 1997 telah mempengaruhi profitabilitas perusahaan sehingga mengalokasikan DPR dalam jumlah kecil atau tidak membayar deviden. Untuk mendanai operasional perusahaan digunakan hutang sedangkan untuk membayar deviden perusahaan tetap menggunakan profit. Bagi perusahaan yang telah menetapkan DPR tinggi, kebijakan deviden menyebabkan perusahaan mengalokasikan keuntungan pada laba ditahan dalam proporsi kecil. Kondisi ini menyebabkan perusahaan sedikit memiliki sumber internal untuk membayar hutang sehingga mengurangi penggunaan hutang. Pendapat lain dijelaskan bahwa peningkatan DPR memberi signal positif bagi kinerja perusahaan sehingga membuka peluang memasuki pasar modal. Manajer menggunakan saham untuk

membayai operasional atau membayar deviden tanpa harus menggunakan hutang. Peningkatan DPR akan diikuti dengan penurunan penggunaan hutang.

Variabel resiko memiliki hubungan positif dan signifikan terhadap penggunaan hutang. Hasil ini didukung oleh penelitian Chen dan Steiner (1999) dan Wilberforce (2000). Dalam menghadapi resiko saham tinggi (standart deviasi *return* saham tinggi) manajer memilih proyek yang beresiko tinggi dengan tujuan mendapat *return* tinggi. Untuk mengurangi resiko yang ditanggung, manajer bekerjasama dengan pihak kreditor. Penggunaan hutang dalam struktur modal bertujuan untuk meningkatkan nilai perusahaan tetapi sebagai konsekuensi perusahaan menghadapi resiko kebangkrutan dan *financial distress*. Penggunaan hutang pada tingkat resiko tinggi dapat mengurangi biaya keagenan ekuitas tetapi memicu biaya keagenan hutang. Hasil penelitian ini bertentangan dengan penelitian Ravit (1988); Jensen, Solberg dan Zorn (1992). Kedua penelitian ini menyatakan bahwa variabel resiko memiliki hubungan negatif terhadap penggunaan hutang. Peningkatan resiko diantisipasi dengan penurunan penggunaan hutang sehingga perusahaan dapat memperkecil kemungkinan menghadapi resiko kebangkrutan dan *financial distress*.

Variabel kepemilikan institusional memiliki hubungan negatif dan signifikan terhadap penggunaan hutang. Hasil ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Bathala, Moon dan Rao (1994); Jensen, Solberg dan Rao (1992); Moh'd, Perry dan Rimbey (1998). Hasil membuktikan bahwa peningkatan kepemilikan institusional menyebabkan kinerja manajer diawasi secara optimal termasuk pengawasan dalam penggunaan hutang. Penggunaan hutang tinggi menyebabkan resiko kebangkrutan sehingga dengan pengawasan ini manajer

mempertahankan hutang pada tingkat rendah atau aman. Berdasarkan hasil ini variabel kepemilikan institusional dapat dipergunakan untuk mempengaruhi penggunaan hutang sehingga dapat mengurangi konflik keagenan.

Variabel profitabilitas memiliki hubungan negatif dan signifikan terhadap hutang. Pada tingkat profitabilitas rendah perusahaan menggunakan hutang untuk membiayai operasional. Sebaliknya pada tingkat profitabilitas tinggi perusahaan mengurangi penggunaan hutang. Hal ini disebabkan perusahaan mengalokasikan sebagian besar keuntungan pada laba ditahan sehingga mengandalkan sumber internal untuk membiayai perusahaan. Berdasarkan alasan ini, pada saat memiliki profitabilitas tinggi perusahaan menggunakan sumber internal dan menggunakan hutang rendah tetapi pada saat menghadapi profitabilitas rendah perusahaan menggunakan hutang tinggi. Hasil ini sesuai dengan penelitian Myers dan Majluf (1984). Variabel pertumbuhan memiliki hubungan negatif dan signifikan terhadap hutang. Hasil ini didukung oleh penelitian Moh'd, Perry dan Rimbey (1998); Bathala, Moon dan Rao (1994). Hasil ini dikarenakan pada tingkat pertumbuhan penjualan yang rendah perusahaan menggunakan hutang tinggi atau sebaliknya. Pertumbuhan penjualan pada tingkat rendah menyebabkan perusahaan menghasilkan profit rendah. Kondisi ini menyebabkan perusahaan tidak memiliki sumber internal sehingga diantisipasi dengan menggunakan hutang.

4. Pembahasan Persamaan DPR

Berdasarkan tabel IV.5. diketahui bahwa variabel kepemilikan manajerial memiliki hubungan positif dan signifikan dengan DPR. Hipotesis ini sesuai dengan penelitian Wilberforce (2000), yang menyatakan bahwa pada tingkat

kepemilikan tinggi kekayaan tidak terdiversifikasi sehingga manajer menginginkan tambahan *return* dalam bentuk deviden untuk mengimbangi penerimaan resiko. Peningkatan kepemilikan manajerial menyebabkan manajer menyukai deviden tinggi sehingga mekanisme ini tidak dapat digunakan untuk mengurangi masalah keagenan. Pendapat lain dijelaskan bahwa struktur kepemilikan di Indonesia dikuasai oleh keluarga sehingga menginginkan DPR besar atau sebagai penganut *the bird in the hand theory*. Hasil penelitian ini bertentangan dengan penelitian Chen dan Steiner (1999); Jensen, Solberg dan Zorn (1992); Roseff (1982), menyatakan bahwa substitusi antara kepemilikan manajerial dengan DPR dapat menurunkan konflik keagenan.

Variabel hutang memiliki hubungan negatif dan signifikan terhadap DPR. Hasil ini sesuai dengan penelitian Jensen, Solberg dan Zorn (1992); Chen dan Steiner (1999); Jensen (1986). Hasil penelitian menyatakan bahwa pada tingkat penggunaan hutang tinggi manajer mengurangi DPR. Penggunaan hutang menimbulkan kewajiban melunasi hutang dan membayar beban bunga. Kewajiban ini menyebabkan perusahaan memiliki laba bersih (EAT) yang rendah sehingga menetapkan DPR rendah. Selain itu perusahaan dalam penelitian ini mengalami penurunan profitabilitas sehingga mengandalkan penggunaan hutang dan mengalokasikan DPR rendah.

Variabel resiko memiliki hubungan negatif dan tidak signifikan terhadap DPR. Pada kasus di Indonesia, perusahaan menghadapi pertumbuhan aliran kas yang tidak stabil karena krisis moneter tahun 1997. Kondisi ini menyebabkan perusahaan menghadapi resiko tinggi dan diantisipasi dengan menentukan DPR rendah. Dengan menetapkan DPR rendah perusahaan dapat menghindari

pemotongan deviden di masa mendatang serta mengalokasikan sebagian keuntungan pada laba ditahan. Dalam penetapan DPR perusahaan mengabaikan pergerakan harga saham sehingga hubungan negatif antara resiko dengan DPR menjadi tidak signifikan. Hasil penelitian ini tidak signifikan tetapi sesuai dengan penelitian Chen dan Steiner (1999); Kale dan Noe (1990).

Variabel investasi memiliki hubungan positif dan tidak signifikan terhadap DPR. Hasil ini bertentangan dengan penelitian Chen dan Steiner (1999), yang menyatakan bahwa peningkatan investasi menyebabkan perusahaan menetapkan DPR rendah. Penetapan DPR pada tingkat rendah menyebabkan perusahaan memiliki sumber internal tinggi untuk keperluan investasi. Sebaliknya, hasil penelitian menyatakan bahwa peningkatan pengeluaran modal menyebabkan perusahaan meningkatkan DPR. Hal ini disebabkan deviden memberi signal positif terhadap pertumbuhan penjualan sehingga perusahaan dinilai memiliki kinerja yang baik. Berdasarkan alasan ini perusahaan dalam melakukan investasi mempertahankan DPR tinggi. Hasil penelitian menjadi tidak signifikan karena sebagian besar perusahaan dalam melakukan investasi tidak mempertimbangkan faktor DPR.

Variabel profitabilitas memiliki hubungan negatif dan signifikan terhadap DPR. Hal ini disebabkan peningkatan profitabilitas menyebabkan perusahaan meningkatkan laba ditahan sebagai sumber internal. Dengan tindakan ini berarti perusahaan menurunkan DPR. Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian Jensen, Solberg dan Zorn (1992).

BAB V

KESIMPULAN, KETERBATASAN DAN SARAN

Pada bagian ini akan dijelaskan mengenai kesimpulan hasil penelitian, keterbatasan penelitian dan saran penelitian. Penjelasan lebih lanjut mengenai kesimpulan, keterbatasan dan saran dapat dijelaskan sebagai berikut.

A. KESIMPULAN

Penelitian yang dilakukan oleh penulis mengacu pada beberapa penelitian sebelumnya dan digunakan untuk membangun alur penelitian. Penelitian ini menggunakan model simultan pada variabel kepemilikan manajerial, resiko, kebijakan hutang dan kebijakan deviden untuk mengontrol konflik keagenan. Penelitian ini memahami hubungan antara kepemilikan manajerial dengan tingkat resiko, kebijakan hutang, kebijakan deviden (DPR) dan memahami hubungan substitusi antara kebijakan deviden (DPR) dengan kebijakan hutang.

Sampel yang dipakai dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur pada tahun 1994 dan 1996 dengan jumlah 60 sampel. Dari hasil penelitian dapat disimpulkan bahwa terjadi substitusi antara kepemilikan manajerial dengan kebijakan hutang dan substitusi antara kebijakan deviden dengan kebijakan hutang. Mekanisme substitusi antara kepemilikan manajerial dengan kebijakan deviden tidak terbukti. Hubungan kausal positif antara kebijakan deviden (DPR) dengan kepemilikan manajerial tidak dapat digunakan untuk mengurangi konflik keagenan. Hal ini disebabkan struktur kepemilikan di Indonesia dikuasai oleh keluarga atau digunakan untuk mempertahankan bisnis keluarga. Kondisi ini

menyebabkan perusahaan mempertahankan DPR tinggi. Selain itu penelitian berhasil membuktikan hubungan komplementer antara kepemilikan manajerial dengan resiko dan membuktikan hubungan komplementer antara resiko dengan kepemilikan manajerial. Mekanisme ini dapat digunakan untuk mengurangi konflik keagenan.

Hubungan positif antara tingkat resiko dengan kepemilikan manajerial menunjukkan hubungan komplementer. Hal ini menunjukkan bahwa peningkatan penerimaan resiko menyebabkan peningkatan kepemilikan manajerial. Hasil dari penelitian ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Chen dan Steiner (1999); Jensen, Solberg dan Zorn (1992); Cruithley dan Hansen (1989). Hasil menunjukkan bahwa pada tingkat resiko tinggi perusahaan menetapkan prosentase kepemilikan manajerial tinggi. Peningkatan kepemilikan manajerial pada tingkat resiko tinggi bertujuan untuk meningkatkan kekuasaan manajer dalam mengambil keputusan sehingga dapat mengurangi konflik keagenan. Sebagai konsekuensi dari kebijakan peningkatan kepemilikan manajerial, maka manajer menuntut insentif tinggi sesuai dengan resiko yang diterima.

Hubungan positif antara kepemilikan manajerial dengan resiko menunjukkan hubungan komplementer. Hal ini menunjukkan bahwa peningkatan kepemilikan manajerial menyebabkan peningkatan resiko. Hasil dari penelitian ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Chen dan Steiner (1999); Saunders, Strock dan Travlos (1990). Hasil menyatakan bahwa pada tingkat kepemilikan manajerial tinggi, manajer menginginkan *return* tinggi untuk mengurangi resiko. Dalam menghadapi resiko manajer memilih berinvestasi pada tingkat resiko tinggi dan mengandalkan hutang. Mekanisme ini dapat digunakan untuk mengurangi

konflik keagenan ekuitas tetapi menimbulkan konflik keagenan baru antara kreditor dan pemegang saham.

Hubungan negatif antara kepemilikan manajerial dengan hutang menunjukkan hubungan substitusi. Hal ini menunjukkan bahwa peningkatan kepemilikan manajerial menyebabkan penurunan hutang. Hasil dari penelitian ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Chen dan Steiner (1999); Jensen, Solberg dan Zorn (1992); Friend dan Lang (1988). Hasil menyatakan bahwa pada tingkat kepemilikan tinggi menyebabkan kekayaan manajer tidak terdiversifikasi sehingga menghadapi resiko tinggi. Pada kondisi ini manajer menggunakan hutang pada tingkat rendah dengan tujuan untuk memperkecil resiko kebangkrutan dan *financial distress*. Mekanisme substitusi antara kepemilikan manajerial dan hutang digunakan untuk mengurangi konflik keagenan antara pemegang saham dan kreditor.

Hubungan negatif antara kebijakan deviden (DPR) dengan kebijakan hutang menunjukkan hubungan substitusi. Hal ini menunjukkan bahwa penurunan DPR menyebabkan peningkatan hutang. Hasil dari penelitian ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Jensen, Solberg dan Zorn (1992); Jensen (1986). Hasil penelitian menunjukkan bahwa penetapan DPR pada tingkat rendah disebabkan oleh penurunan profitabilitas. Kondisi ini menyebabkan perusahaan memiliki laba ditahan rendah sehingga meningkatkan penggunaan hutang. Tindakan tersebut bertujuan untuk membiayai operasional perusahaan sedangkan untuk membayar deviden menggunakan keuntungan. Mekanisme substitusi antara DPR dengan hutang digunakan untuk mengurangi konflik keagenan antara manajer dan pemegang saham.

Hubungan positif antara kepemilikan manajerial dengan DPR menunjukkan hubungan komplementer. Hal ini menunjukkan bahwa peningkatan kepemilikan manajerial menyebabkan peningkatan DPR. Hasil dari penelitian ini tidak sesuai dengan penelitian Chen dan Steiner (1999); Jensen, Solberg dan Zorn (1992); Roseff (1988). Hasil penelitian menyatakan bahwa kepemilikan tinggi menyebabkan menyebabkan kekayaan manajer tidak terdiversifikasi sehingga menghadapi resiko tinggi. Untuk mengurangi resiko manajer menginginkan deviden tinggi sehingga menetapkan DPR tinggi. Selain itu struktur kepemilikan saham di Indonesia didominasi oleh anggota keluarga atau untuk mempertahankan bisnis keluarga sehingga menetapkan DPR tinggi. Hasil tersebut menunjukkan bahwa mekanisme substitusi antara kepemilikan manajerial dan DPR tidak terbukti. Berdasarkan manfaat dan konsekuensi dari penggunaan keempat variabel dependen, perusahaan harus melakukan *trade off* antara *benefit* dan *cost* pada kepemilikan manajerial, resiko, kebijakan hutang dan kebijakan deviden dalam mengurangi konflik keagenan.

B. KETERBATASAN DAN SARAN

1. Penelitian ini memiliki keterbatasan dalam menentukan jumlah sampel. Penelitian sebelumnya menggunakan sample besar tetapi dalam penelitian ini menggunakan sampel sebesar 60 sampel. Sebagian besar perusahaan manufaktur di Indonesia tidak memiliki kriteria yang diperlukan dalam penelitian, khususnya kepemilikan manajerial. Untuk mengatasi keterbatasan ini data dikumpulkan secara *pooling data*.

DAFTAR PUSTAKA

- Agrawal, Anub., and Knoeber, C.R., "Firm Performance and Mechanisms to Control Agency Problems Between Managers and Shareholders", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 31, no. 3, (Sept), 1996, hlm. 377-397.
- Aharony, J., & Swary, I., "Quarterly Dividend and Earnings Announcements and Stockholders' Returns : An Empirical Analysis", *The Journal of Finance*, Vol. XXXV, no. 1., March, 1980, hlm. 1-12.
- Bathala C. T., K.P. Moon, and R. P. Rao., " Managerial Ownership, Debt Policy, and the Impact of Institutional Holdings : an Agency Perspective", *Financial Management*, 23, 1994, hlm. 38-50.
- Black, F. and Scholes, "The Pricing of Option and Corporate Liabilities", *Journal of Political Economy*, 18, 1973, hlm. 637-654.
- Brigham, Eugene, F., Gapenski, Louis, C., Daves, Phillip, R., *Intermediate Financial Management*, 6th edition, The Dryden Press, Orlando, 1999.
- Brook, Y., Chariton, W.T., Jr., and Hendershott, R.J., "Do Firm Use Dividends to Signal large Future Cash Flow Increases ?", *Financial Management*, Vol. 27, no. 3., (Autumn), 1998, hlm. 46-57.
- Chen, C.R., Steiner, T.L., and Whyte, A.M., "Risk-Taking Behavior and Management Ownership in Depository Institutionals", *The Journal of Financial Research*, Vol. XXI, no.1, (Spring), 1998, hlm. 1-16.
- Chen, R. Carl, Steiner T., "Managerial Ownership and Agency Conflicts : a Nonlinear Simultaneous Equation Analysis of Managerial Ownership, Risk Taking, Debt Policy, and Dividend Policy", *Financial Review*, Vol. 34, 1999, hlm. 119-137.
- Cooper, D.R., and Schindler, P.S., *Business Research Methods*, 7th Edition, Mc. Graw-Hill-Irwin, Singapore, 2001.
- Crutchley, C and Hansen, "A Test of the Agency Theory of managerial Ownership, Corporate Leverage, and Corporate Dividends", *Financial Management*, 18, 1989, hlm. 36-46.
- De Angelo, H., Masulis, R.W., "Optimal capital Structure under Corporate and Personal taxation", *The Journal of Financial Economics*, No. 8., 1980, hlm. 3-29.

- Demsetz, H. and Kenneth Lehn, "The Structure of Corporate Ownership : Causes and Consequences", *Journal of Political Economy*, 93, 1985, hlm. 1155-1177.
- Friend, I. and L.H.P. Lang, "An Empirical Test of the Impact of Managerial Self-Interest on Corporate Capital Structure", *Journal of Finance*, 43, 1988, hlm. 271-282.
- Galai, D. and Masulis, R.W., "The Optionpricing Model and the Risk Factor of Stock", *Journal of Financial Economics*, 3, 1976, hlm. 53-81.
- Gunoro Nupikso, "Analisis Simultan dalam Mengkaji Hubungan antara Insider Ownership, Kebijakan debt dan dividend Perusahaan", *Thesis*, Gadjah mada University, 2000.
- Gujarati, D., & Zain, Sumarno, Ak., Drs., *Ekonometrika Dasar*, ed. Terjemahan, Airlangga, Jakarta, 1997.
- Husnan.S. Dr. M.B.A., *Corporate Governance di Indonesia : Pengamatan Terhadap Sektor Corporate dan Keuangan*, (tidak diterbitkan), 2000, hlm. 1-10.
- Jensen, M. and W.H. Mackling, "Theory of the Firm : Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, 3, 1976, hlm. 305-360.
- Jensen, M., "Agency Cost of Free Cast Flow, Corporate Finance, and Takeovers", *American Economics Review*, vol. 76, 1986, hlm. 323-326.
- Jensen, Gerald R, D.P. Solberg, and T.S.Zorn, "Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt, and Dividend", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 27, 1992, hlm. 247-263.
- Kale, J.R. and T.H. Noe, "Dividend, Uncertainty, and Underwriter Cost Under Asymmetric Information", *Journal of Financial Research*, 13, 1990, hlm. 265-277.
- Kim,W.S., & Sorenson, E.H., "Evidence on the Impact of the Agency Cost of Debt on Corporate Debt Policy", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 21, 1986, hlm. 131-144.
- Koutsoyiannis, A., *Theory of Econometrics*, Ed.2., Mc Millan, Hong Kong, 1977.
- Lintner, John., "Distribution of Income of Corporations Among Dividend, Retained Earning and taxes", *The American Economics Review*, (May), 1956, hlm. 97-113.

- May, D.O., "Do Managerial Motives Influence Firm Risk Reduction Strategies ?", *Journal of Finance*, 50, 1995, hlm. 1291-1308.
- Moh'd A. M. Pery G.L. and Rimbey N.J., "The Impact of Ownership Structure on Corporate Debt Policy : a Time-Series Cross-Sectional Analysis", *The Financial Review*, 33, 1998, hlm. 85-98.
- Mirer, T.W., *Economic Statistics and Econometrics*, Ed. 3, Prantice Hall, New Jersey, 1995.
- Myers, S. C. and Majluf, "Corporate Finacing and Investment Decision when Firm Have Information that Investor do not Have", *Journal of Finance*, 39, 1984, hlm. 187-221.
- Noronha, G. M., Shome, D.K., & Morgan, G.E., "The Monitoring Rationale for Dividends and the Interaction of Capital Structure and Dividends Decisions", *The Journal of banking and Finance*, Vol.XX., 1996, hlm. 439-454.
- Pindyck, R.S., & Rubinfeld, D.L., *Econometric Models and Economic Forecasts*, Ed. 4, Mc. Grow Hill, Singapore, 1998.
- Ravid, S.A., "An Interactions of Production and Financial Decisions", *Financial Management*, 17, 1988, hlm. 87-99.
- Rozeff, M. S., "Growth, Beta and Agency Cost as Determinants of Dividend Payout Ratios", *Journal of Financial Research*, 5, 1982, hlm. 249-259.
- Saunders, Antony., Strock, Elizabeth., and Travlos, Nickolaos, G., "Ownership Structure, Deregulation, and Bank Risk Taking", *The Journal of Finance*, Vol. XVI., No. 2, June, 1990, hlm. 643-654.
- Schooley, D.K., and Barney, D., Jr., "Using Dividend Policy and managerial Ownership to Reduce Agency Costs", *The Journal of Financial Research*, Vol. XVII, no.3, 1994, hlm. 363-373.
- Sihombing, B., "Pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap Kebijakan Hutang dan Kepemilikan Insider dalam Kontek Teori Keagenan, *Thesis*, Gadjah Mada University, 2000.
- Styawan, Roni, Ign., "Simultanitas Keputusan Hutang dan Struktur Modal", *Thesis*, Gadjah Mada University, 1999.
- Venkatesh, P., "The Impact of Dividend initiation on the Information Content of Earning Announcements and Return Volatility", *Journal of Business*, 62, 1989, hlm. 175-198.