

HUBUNGAN KEBIJAKAN HUTANG, INSIDER OWNERSHIP DAN KEBIJAKAN DIVIDEN DALAM MEKANISME PENGAWASAN MASALAH AGENSI DI INDONESIA

D. Agus Harjito

Nurfauziah

Fakultas Ekonomi Universitas Islam Indonesia

E-mail: agus_h@fe.uui.ac.id

Abstract

This study investigates the substitution relationship (substitutability) among debt policy, insider ownership, and dividend policy as the agency problem control mechanism in Indonesia. If the substitution relationship exists among the agency control mechanisms, the agency problem can be reduced through this relationship. Reducing the agency problem as a result can increase the firm value proxied by Tobin's Q. This study employs 69 firms listed on Jakarta Stock Exchange from 2001 to 2004. The results of this study indicate that the substitutability among debt policy, insider ownership, and dividend policy as agency problem control mechanism does not exist effectively in Indonesia. Actually, there is substitutability relationship among the control mechanisms, but it is not effective.

Keywords: *Insider ownership, debt policy, dividend policy, agency problem, substitutability*

PENDAHULUAN

Investor sebagai pemegang saham suatu perusahaan publik yang struktur kepemilikannya tersebar memiliki hak untuk memilih dewan komisaris perusahaan. Selanjutnya, dewan komisaris akan mengangkat manajer untuk melakukan aktivitas perusahaan sehari-hari, dengan demikian, pemilik telah memberikan kewenangan kepada pihak manajer untuk membuat keputusan melakukan aktivitas perusahaan tersebut. Oleh karena itu, akan terjadi pemisahan kepemilikan dan manajer, dan mereka akan membuat keputusan-keputusan sesuai dengan posisi dan kepentingan mereka masing-masing, yang selanjutnya pemisahan ini akan menimbulkan hubungan agensi. Dengan kata lain hubungan agensi akan muncul karena adanya konflik kepen-

tingan antara kepentingan pemilik dan kepentingan manajer. Jensen dan Meckling (1976) mendefinisikan hubungan agensi sebagai suatu kontrak antara seorang atau lebih (prinsipal) yang meminta orang lain (agen) untuk melaksanakan beberapa kegiatan atau pekerjaan bagi kepentingan prinsipal yang meliputi pemindahan sebagian kewenangan kepada agen untuk membuat keputusan.

Selain perbedaan kepentingan antara prinsipal dan agen, masalah agensi dapat terjadi karena timbul informasi tidak simetri antara prinsipal dan agen. Munculnya informasi tidak simetri dan konflik kepentingan antara mereka dipertimbangkan sebagai sumber yang sangat penting bagi ketidakefisienan dalam proses pembuatan keputusan (Miguel *et al.*, 2005). Dalam

konteks ini, literatur keuangan secara luas mendukung peranan yang dilakukan oleh struktur kepemilikan, hutang dan dividen sebagai mekanisme kontrol biaya agensi. Pertama, literatur keuangan menyatakan manfaat dari *insider ownership* dan kepemilikan terkonsentrasi (Jensen dan Meckling, 1976; Shleifer dan Vishny, 1986), hutang (Jensen, 1986) dan dividen (Rozeff 1982) dalam penyelesaian konflik kepentingan yang timbul antara pemegang saham dan manajer di dalam perusahaan. Kedua, ditemukan bahwa struktur kepemilikan, hutang (Harris dan Raviv, 1990) dan dividen (Bhattacharya, 1979) sebagai cara efektif untuk mengurangi informasi tidak simetri antara perusahaan dan investor.

Masalah agensi yang terjadi di suatu perusahaan akan menimbulkan biaya agensi. Jensen dan Meckling (1976) menyatakan bahwa biaya agensi meliputi biaya pengawasan (*monitoring cost*), biaya ikatan (*bonding cost*) dan biaya sisa (*residual cost*). Biaya pengawasan timbul apabila prinsipal melakukan pengawasan terhadap aktivitas-aktivitas manajer. Prinsipal akan memastikan bahwa manajer bekerja berdasarkan kontrak yang telah disetujui. Sedangkan biaya ikatan merujuk pada usaha meyakinkan manajer untuk bekerja bagi kepentingan prinsipal tanpa perlu melakukan pengawasan. Akhirnya, biaya sisa merupakan perbedaan *return* yang diperoleh karena perbedaan keputusan investasi antara prinsipal dan agen.

KAJIAN PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Hubungan agensi seperti yang dikemukakan oleh Jensen dan Meckling (1976) sering diterapkan dalam penelitian bidang ekonomi, keuangan, sosial dan politik. Penelitian tersebut menggunakan teori agensi untuk menganalisis perbedaan tujuan antara pihak yang melakukan kontrak kerjasama (antara prinsipal dan agen). Pihak

manajer sebagai agen mempunyai lebih banyak informasi tentang kemampuan dan risiko perusahaan, sedangkan pihak pemegang saham (prinsipal) hanya mengetahui sedikit masalah yang terjadi di dalam perusahaan. Manajer mempunyai informasi tentang tatacara bagaimana mengelola perusahaan. Sedangkan pemegang saham sebagai individu atau institusi memiliki sebagian kecil informasi tentang keadaan perusahaan secara keseluruhan sehingga tidak memahami keputusan yang dibuat oleh pihak manajer. Di samping itu, pemegang saham juga tidak begitu berminat untuk mengetahui cara bagaimana perusahaan itu dijalankan.

Perbedaan informasi dan perbedaan kepentingan antara prinsipal dan agen ini mendorong agen bertindak untuk kepentingan pribadi dan merugikan prinsipal. Oleh karena itu, kontrak kerja perlu dibuat dalam hubungan agensi antara prinsipal dan agen untuk mengurangi konflik agensi yang mungkin terjadi. Dengan demikian, fokus teori agensi adalah dalam menetapkan kontrak yang paling efisien untuk hubungan antara prinsipal dan agen untuk mencapai tujuan perusahaan atau organisasi yang diinginkan. Di samping itu, munculnya perbedaan informasi dan masalah kepentingan antara pihak prinsipal dan agen menyebabkan terjadinya ketidakefisienan dalam proses pembuatan keputusan (Miguel *et al.*, 2005). Secara realitasnya, informasi tidak simetri dan perbedaan kepentingan ini menimbulkan fenomena pemilihan yang keliru (*adverse selection*) dan bahaya moral (*moral hazard*) dalam sistem keuangan.

Jensen dan Meckling (1976) berpendapat bahwa masalah agensi antara pemegang saham dan manajer adalah berasal dari pemisahan kepemilikan dan pengawasan. Manajer mungkin melakukan investasi yang kurang (*under-investment*) apabila mengurus sumber perusahaan atau memindahkan sumber tersebut kepada

keuntungan pribadi mereka. Menurut hipotesis investasi berlebihan (*over-investment*), manajer mempunyai insentif untuk membuat perusahaan mempunyai nilai di bawah nilai optimum dan menerima proyek dengan nilai negatif. Keadaan terlebih investasi ini diperburuk lagi apabila perusahaan mempunyai aliran kas bebas yang lebih dan peluang pertumbuhan yang kecil (Jensen, 1986).

Harris dan Raviv (1990) berpendapat bahwa masalah agensi antara pemegang saham dan manajer tidak dapat diselesaikan melalui kontrak berdasarkan aliran kas dan pengeceksternalan investasi saja. Mereka mengusulkan penerbitan hutang untuk mengurangi masalah *over-investment*. Seterusnya, Jensen (1986) mengusulkan bahwa kebijakan penerbitan hutang digunakan sebagai alat untuk mendisiplinkan manajer karena manajer harus bekerja lebih keras untuk membayar kembali hutang dan bunganya.

Masalah agensi yang timbul antara pemegang saham dengan pemegang hutang disebabkan oleh perbedaan sikap prinsipal dan agen terhadap risiko bisnis (Jensen dan Smith, 1985). Mereka menjelaskan bahwa pemegang saham dapat membuat keputusan untuk memindah kekayaan dari pemegang hutang kepada mereka. Semakin besar rasio hutang terhadap ekuitas, keuntungan semakin besar dan pemegang saham dapat mengontrol perusahaan untuk melakukan proyek berisiko. Sementara itu, pemegang hutang akan menuntut *return* yang lebih besar dari hutang mereka.

Jensen dan Meckling (1976) menunjukkan bahwa masalah agensi dapat dikurangi dengan pemberian insentif, melakukan pengawasan, meningkatkan kepemilikan manajerial (*insider ownership*) dan tindakan membatasi diri (*bonding*) oleh manajer. Mekanisme *bonding* dilakukan dengan meningkatkan pembayaran dividen dan jumlah hutang. Hal ini akan mengurangi

peluang manajer untuk mengambil tindakan yang menyimpang, dan selanjutnya akan meningkatkan nilai perusahaan. Namun demikian, cara ini juga menimbulkan biaya yang dapat menurunkan nilai perusahaan yang disebut biaya agensi. Jensen (1986) menemukan mekanisme pengawasan masalah agensi adalah dengan mengurangi aliran kas bebas. Dana yang dapat disalahgunakan oleh manajer dibatasi jumlahnya sehingga masalah agensi menjadi kecil. Usaha mengurangi aliran kas bebas dapat dilakukan dengan cara meningkatkan hutang dan mendistribusikan kas kepada pemegang saham baik melalui pembayaran dividen maupun pembelian kembali saham.

Struktur kepemilikan dapat dibagi menjadi kepemilikan orang luar (*outsider ownership*) dan kepemilikan orang dalam (*insider ownership*) atau kepemilikan manajer (*managerial ownership*). Penelitian terhadap struktur kepemilikan berkaitan dengan masalah pengawasan manajer untuk mencapai tujuan perusahaan (Singh dan Davidson III, 2003). Selanjutnya, mereka menyatakan bahwa kepemilikan manajer dalam perusahaan besar secara signifikan dapat mengurangi konflik antara prinsipal dan agen. Struktur kepemilikan juga digunakan sebagai alat penilaian oleh investor untuk menginvestasikan dananya di suatu perusahaan. Masalah agensi yang berhubungan dengan biaya agensi dapat dikurangi melalui beberapa mekanisme pengawasan seperti kebijakan meningkatkan penggunaan hutang, *insider ownership* dan peningkatan pembayaran dividen.

Peningkatan penggunaan hutang dapat mengurangi masalah agensi antara manajer dengan pemegang saham (Jensen dan Meckling, 1976; Jensen, 1986; Crutchley dan Hansen, 1989; Chen dan Steiner, 1999). Hutang dapat mengurangi aliran kas bebas (*free cash flow*) yang berlebihan. Penggunaan hutang akan mengurangi aliran kas karena perusahaan

harus membayar bunga hutang dan pokok pinjaman. Penurunan aliran kas menyebabkan berkurangnya uang yang ada pada manajer. Keadaan ini akan membatasi keinginan manajer menggunakan aliran kas untuk menambah pendapatan mereka dan melakukan investasi yang berlebihan (*over investment*). Sedangkan pemegang saham menghendaki aliran kas tersebut dapat dibagikan sebagai dividen untuk menambah kekayaan mereka atau diinvestasikan kembali ke dalam proyek-proyek yang menghasilkan *return* positif. Oleh karena itu, peningkatan penggunaan hutang akan mengurangi masalah agensi antara manajer dengan pemegang saham.

Peningkatan *insider ownership* bermanfaat untuk meningkatkan keselarasan kepentingan antara manajer dengan pemegang saham. *insider ownership* terjadi apabila pemegang saham suatu perusahaan sekaligus bertindak sebagai manajer perusahaan. Oleh karena itu, semakin besar tingkat *insider ownership* suatu perusahaan, maka semakin tinggi tingkat keselarasan (*alignment*) dan kemampuan kontrol terhadap kepentingan antara manajer dengan pemegang saham (Jensen dan Meckling, 1976; Singh dan Davidson, III). Namun demikian, *insider ownership* sebenarnya mempunyai dua peranan yang berbeda. Pertama, ia bertindak sebagai pemilik perusahaan, dan kedua ia bertindak sebagai manajer. Peranan seperti ini dapat mengganggu manajer ketika bekerja dan dapat menimbulkan keinginannya untuk mempertahankan (*entrenchment*) kedudukannya di dalam perusahaan. Oleh sebab mereka sebagai pemilik, maka mereka dapat membuat keputusan sesuai dengan kepentingannya termasuk keputusan untuk mempertahankan kedudukan mereka di dalam perusahaan. Pemberian insentif yang sesuai kepada manajer penting diperhatikan agar manajer bekerja sesuai dengan kepentingan pemegang saham.

Kebijakan peningkatan rasio pembayaran dividen menyebabkan suatu perusahaan meningkatkan modal dari luar (Myers dan Majluf, 1984). Rasio ini mempunyai pengaruh terhadap peningkatan pengawasan dari luar oleh Komisi Sekuritas, manajer bank investasi dan investor baru (Crutchley dan Hansen, 1989). Mereka juga menegaskan bahwa pengawasan ini akan menyebabkan manajer yang ingin mempertahankan kedudukannya berusaha bekerja lebih giat untuk kepentingan pemegang saham. Selanjutnya, peningkatan pembayaran dividen juga sesuai dengan tuntutan pemegang saham. Oleh karena itu, peningkatan dividen ini dapat mengurangi masalah agensi antara pemegang saham dan manajer. Pendapat ini didukung oleh Borokhovich *et al.* (2005) yang menyatakan bahwa dividen bertindak sebagai mekanisme untuk mengurangi masalah agensi. Namun demikian, kebijakan pembayaran dividen untuk mengurangi masalah agensi mempunyai masalah tersendiri yaitu dana untuk membayar dividen perlu diganti agar uang kas tetap tersedia di dalam perusahaan. Uang kas ini dapat diperoleh dengan menerbitkan saham baru walaupun penerbitan saham baru ini akan menimbulkan biaya emisi yang harus ditanggung oleh perusahaan.

Penelitian-penelitian tentang mekanisme pengawasan masalah agensi setuju terhadap adanya suatu hubungan antara setiap variabel mekanisme tersebut. Namun demikian, jenis hubungan yang terjadi belum final baik sebagai bukti hubungan saling mengganti atau hubungan saling melengkapi dalam peranan pengawasan masalah agensi (Miguel *et al.*, 2005). Hubungan saling mengganti menunjukkan bahwa apabila satu mekanisme adalah kuat, maka mekanisme yang lain akan menjadi kurang bermanfaat. Sedangkan, hubungan saling melengkapi menunjukkan bahwa timbul hubungan saling melengkapi antara satu mekanisme dengan satu mekanisme

yang lain. Apabila satu mekanisme adalah kuat, maka mekanisme yang lain akan meningkat peranannya dalam penyelesaian masalah agensi yang efektif.

Sebagian besar literatur menyatakan bahwa hubungan yang terjadi antara mekanisme-mekanisme pengawasan masalah agensi hanya berlaku bagi hubungan saling tergantung bagi dua mekanisme saja. Misalnya hubungan antara struktur kepemilikan dengan hutang, hubungan antara struktur kepemilikan dengan dividen atau hubungan antara hutang dengan dividen. Misalnya, Rozeff (1982) menemukan hubungan antara kebijakan hutang dengan dividen sebagai hubungan saling mengganti dalam mekanisme pengawasan masalah agensi. Kedua mekanisme tersebut dapat mengurangi masalah agensi ekuitas yang timbul disebabkan oleh konflik kepentingan antara manajer dengan pemegang saham mengenai penggunaan aliran kas bebas.

Salah satu cara untuk mengukur nilai perusahaan adalah menggunakan Tobin's Q yang diperkenalkan pada tahun 1969 oleh James Tobin sebagai suatu cara untuk meramal nilai investasi perusahaan masa depan. Rasio Q adalah rasio pasar kepada nilai buku (*market to book ratio*) yang dihitung dari rasio harga pasar ekuitas perusahaan ditambah hutang dibagi dengan nilai aset perusahaan yang disesuaikan dengan inflasi dan depresiasi nilai (Pomerleano, 1998). Rasio Q menunjukkan apakah perusahaan telah dapat menciptakan nilai untuk pemegang saham dengan aset dibawah kontrol mereka. Rasio Tobin's Q lebih dari 1 artinya manajer sudah menambah nilai untuk pemegang saham, sedangkan nilai Tobin's Q lebih rendah dari 1 artinya nilai perusahaan telah kurang. Oleh karena itu, rasio Q menunjukkan tanda (*signal*) yang diciptakan oleh pasar untuk investor yang ingin berinvestasi pada aset tetap atau pengambilalihan terhadap aset yang ada.

Dari kajian di atas, dapat disimpulkan bahwa diantara mekanisme pengawasan masalah agensi yaitu kebijakan hutang, *insider ownership* dan kebijakan dividen mempunyai fungsi yang sama yakni sama-sama dapat mengurangi masalah agensi. Oleh karena itu, ketiga mekanisme tersebut seharusnya mempunyai hubungan saling mengganti. Artinya mekanisme yang satu dapat menggantikan peranan mekanisme yang lain dalam mengurangi masalah agensi. Dengan demikian, penelitian ini mengajukan hipotesis-hipotesis sebagai berikut:

- H1 :** Ada hubungan saling mengganti antara kebijakan hutang dengan *insider ownership* dalam peranan pengawasan untuk mengurangi masalah agensi.
- H2 :** Ada hubungan saling mengganti antara kebijakan hutang dengan pembayaran dividen dalam peranan pengawasan untuk mengurangi masalah agensi.
- H3 :** Ada hubungan saling mengganti antara *insider ownership* dengan pembayaran dividen dalam peranan pengawasan untuk mengurangi masalah agensi.
- H4 :** Ada pengaruh positif yang signifikan antara kebijakan hutang terhadap nilai perusahaan.
- H5 :** Ada pengaruh positif yang signifikan antara *insider ownership* terhadap nilai perusahaan.
- H6 :** Ada pengaruh positif yang signifikan antara kebijakan pembayaran dividen terhadap nilai perusahaan.

METODE PENELITIAN

Sampel Penelitian

Semua data yang diperlukan dalam penelitian ini diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory* dan Laporan Tahunan dari tahun 2001 sehingga 2004. Sampel Penelitian ini diambil menggunakan metode *purposive sampling* berdasarkan kriteria:

- 1) Perusahaan terdaftar di Bursa Efek Jakarta dari tahun 2001 hingga 2004.
- 2) Perusahaan memiliki kebijakan hutang baik hutang jangka pendek maupun hutang jangka panjang.
- 3) Perusahaan bersangkutan memiliki data *insider ownership* dari tahun 2001 hingga tahun 2004 yang dilaporkan kepada publik.
- 4) Perusahaan bersangkutan telah membayar dividen pada waktu-waktu tertentu sesuai dengan peraturan perusahaan. Apabila perusahaan tersebut tidak membayar dividen pada tahun tertentu, dividen dapat dibayar pada tahun yang lain.

Jumlah perusahaan yang memenuhi syarat menjadi sampel penelitian ini sebanyak 69 perusahaan. Dari sampel ini, perusahaan dari sektor keuangan dan perbankan dan perusahaan yang dominan dimiliki oleh pemerintah tidak dimasukkan sebagai sampel karena perusahaan tersebut berada di bawah peraturan tersendiri yang banyak dikontrol pemerintah.

Variabel Penelitian

Terdapat empat variabel tergantung (endogen) dan enam variabel tidak tergantung sebagai variabel kontrol (eksogen) yang dianalisis dalam penelitian ini. Variabel tergantung meliputi rasio hutang (HUTG), *insider ownership* (INSD), dividen

(DIVD) dan nilai perusahaan (TOBIN), sedangkan variabel tidak tergantung terdiri dari kepemilikan institusi (INST), aset tetap (ASET), ukuran (UKUR), risiko bisnis (RISK), pertumbuhan (PERTB), dan tingkat keuntungan (UNTG).

HASIL DAN PEMBAHASAN Statistik Deskriptif

Tabel 1 menunjukkan bahwa perusahaan di Indonesia menggunakan hutang yang cukup besar untuk memenuhi keperluan pembiayaannya. Sedangkan, nilai rata-rata *insider ownership* (INSD) adalah 0.2325 (23,25%) dan standar deviasinya sebesar 0.2695 (26.95%). Sedangkan variabel pembayaran dividen (DIVD), nilai rata-ratanya adalah sebanyak 0.1559 (15.59%) dan standar deviasi sebesar 0.2369 (23.69%). Beberapa perusahaan tidak membayar dividen pada tahun tertentu selama periode penelitian. Hal ini disebabkan perusahaan tersebut tidak memperoleh keuntungan dan bahkan memperoleh kerugian. Selanjutnya, nilai perusahaan yang diukur dengan Tobin's Q (TOBIN) menunjukkan nilai rata-rata 1.1435 (114.35%) dan standar deviasi sebanyak 0.7823 (78.23%). Nilai Tobin's Q yang rendah mempunyai jangkauan nilai antara 0 hingga 1, sedangkan nilai Tobin's Q yang tinggi adalah lebih besar daripada 1.

Tabel 1: Statistik Deskriptif Ciri-ciri Variabel Tergantung dan Tidak Tergantung

Variabel	N	Minimum	Maksimum	Rata-rata	Standar deviasi
Tergantung:					
HUTG	69	0.0225	0.9742	0.4598	0.2598
INSD	69	0.0013	0.9992	0.2325	0.2695
DIVD	69	0.0000	0.9310	0.1559	0.2369
TOBIN	69	0.2316	4.8641	1.1435	0.7823
Tidak Tergantung:					
INST	69	0.0141	0.9306	0.5944	0.2091
ASET	69	0.0057	0.7808	0.3859	0.2080
UKUR	69	0.6409	0.8816	0.7416	0.0534
RISK	69	0.0008	0.3191	0.0505	0.0537
UNTG	69	-0.1900	0.2669	0.0357	0.0757
PERTB	69	-0.4550	0.7716	0.0575	0.1742

Nilai rata-rata kepemilikan institusi (INST) adalah 0.5944 (59.44%) dan nilai standar deviasi adalah 0.2091 (20.91%). Jumlah nilai kepemilikan institusi ini cukup besar karena melebihi 5%. Kepemilikan saham institusi yang melebihi 5% adalah lebih berpengaruh terhadap pengawasan masalah agensi suatu perusahaan sehingga nilai perusahaan dapat meningkat (Agrawal dan Knoeber, 1996). Morck *et al.* (1998) menemukan bahwa apabila pemilikan saham investor masih di bawah 10%, maka kenaikan pemilikan mereka akan meningkatkan keuntungan perusahaan yang pada akhirnya meningkatkan nilai perusahaan.

Nilai rata-rata rasio aktiva tetap (ASET) adalah sebesar 0.3859 (38.59%) dan standar deviasi adalah 0.2080 (20.80%). Nilai rata-rata variabel risiko bisnis (RISK) adalah 0.0505 (5.05%) dan nilai standar deviasi 0.0537 (5.37%). Risiko bisnis dihitung dari naik turunnya (*volatility*) keuntungan bersih. Dari hasil ini menunjukkan bahwa naik turunnya keuntungan bersih tidak terlalu besar. Sedangkan nilai rata-rata ukuran perusahaan (UKUR), tingkat keuntungan (UNTG) dan tingkat pertumbuhan (PERTB) masing-masing adalah 7.42%, 3.57%, dan 5.75% dengan nilai standar deviasi berturut turut adalah 5.34%, 7.57% dan 17.42%.

Hubungan antar Mekanisme Pengawasan Masalah Agensi

Tabel 2: Hasil Regresi 2SLS Hubungan antara Hutang, *Insider ownership* dan Dividen serta Pengaruhnya terhadap Nilai Perusahaan

Variabel tidak tergantung	Variabel tergantung			
	HUTG	INSD	DIVD	TOBIN
KONSTANTA	0.3295*** (4.2343)	0.7446 (1.40440)	0.1389 (1.5478)	2.1099 (0.4074)
HUTG	-	-0.0593 (-0.4449)	-0.0618 (-0.5784)	-0.1760 (-0.1769)
INSD	-0.1601 (-1.2608)	-	-0.0609 (-0.5779)	0.0856 (0.0442)
DIVD	-0.0013 (-0.0082)	-0.1199 (-0.8082)	-	-0.5669 (-1.1957)
INST	-	-0.3984** (-2.4675)	-	-
ASET	0.4389*** (2.7159)	-	-	-
UKUR	-	-0.2982 (-0.4304)	-	-0.9903 (-0.1249)
RISK	0.2748 (0.4101)	-0.1605 (-0.2256)	0.2705 (0.3719)	0.3724 (0.0698)
UNTG	-0.1906 (-0.3733)	-	1.4258** (2.2416)	-1.4433 (-0.0956)
PERTB			-0.0719 (-0.2171)	-
Nilai R ²	0.1145	0.1035	0.2113	0.0626
Durbin-Watson	2.0150	1.9605	1.4022	1.3972

*** signifikan pada tingkat signifikansi 1% * signifikan pada tingkat signifikansi 10%

** signifikan pada tingkat signifikansi 5% (Nilai statistik-*t* dalam tanda kurung)

Tes secara serentak hubungan saling mengganti antara kebijakan hutang, *insider ownership* dan kebijakan dividen dalam mekanisme pengawasan masalah agensi dalam kajian ini menggunakan metode regresi kuadrat terkecil dua tingkat (*two-stage least square*, 2 SLS). Metode 2SLS ini sudah menggunakan tes *Newey-West* untuk mengatasi masalah heteroskedastisitas yang sering timbul apabila datanya adalah *cross section* (Gujarati 2003). Hasil analisis metode 2SLS bagi setiap variabel seperti terlihat pada Tabel 2.

Persamaan hutang

Hasil analisis regresi 2SLS bagi variabel tergantung hutang (HUTG) ditunjukkan dalam Tabel 2 pada kolom kedua. Variabel *insider ownership* (INSD) mempunyai hubungan negatif tetapi tidak signifikan dengan hutang ($\beta = -0.1601$; $t = -1.2608$). Tanda koefisien negatif tetapi tidak signifikan menunjukkan bahwa tidak berlaku hubungan saling mengganti secara signifikan antara *insider ownership* dengan hutang dalam peranan pengawasan masalah agensi. *Insider ownership* tidak secara signifikan dapat menggantikan peranan hutang dalam pengawasan masalah agensi. Oleh karena itu, hubungan antara hutang dengan *insider ownership* adalah tidak sesuai dengan hipotesis yang diusulkan. Hipotesis pertama (H1) yang menyatakan bahwa terdapat hubungan saling mengganti antara hutang dengan *insider ownership* adalah tidak terbukti. Hasil penemuan penelitian ini bertentangan atau tidak konsisten dengan beberapa hasil kajian yang lalu (Friend dan Lang, 1988), (Jensen *et al.* 1992), (Chen dan Steiner, 1999), (Tandelilin dan Wilberforce, 2002) dan Miguel *et al.* (2005). Namun demikian, hasil penelitian ini sudah menunjukkan hasil yang sesuai dengan penelitian terdahulu yaitu adanya hubungan negatif antara *insider ownership*

dan hutang, hanya saja ditemukan hasil yang tidak signifikan.

Pengaruh pembayaran dividen (DIVD) terhadap hutang (HUTG) menunjukkan koefisien negatif ($\beta = -0.0013$; $t = -0.0082$) tetapi tidak signifikan. Hubungan negatif tetapi tidak signifikan antara dividen dengan hutang ini menunjukkan bahwa peningkatan dividen akan menurunkan penggunaan jumlah hutang yang ada di dalam suatu perusahaan. Dalam konteks masalah agensi, hubungan terbalik tersebut berarti bahwa mekanisme pembayaran dividen dapat digunakan untuk menggantikan peranan hutang dalam pengawasan masalah agensi, namun hubungan tersebut tidak bekerja secara efektif. Oleh karena itu, hipotesis (H2) yang menyatakan bahwa terdapat hubungan saling mengganti antara hutang dengan pembayaran dividen adalah tidak terbukti. Hasil kajian tidak mendukung sepenuhnya hasil kajian yang dilakukan oleh Chen dan Steiner (1999) dan Jensen *et al.* (1992). Chen dan Steiner (1999) menemukan hubungan negatif dan signifikan antara pembayaran dividen dengan kebijakan hutang bagi 785 sampel perusahaan yang terdaftar di Bursa New York. Sedangkan Jensen *et al.* (1992) menemukan hubungan negatif dan signifikan antara pembayaran dividen dengan penggunaan hutang bagi 632 perusahaan yang terdaftar di Bursa New York.

Variabel aset tetap (ASET) mempunyai hubungan positif dan signifikan dengan hutang pada tingkat signifikansi 1% ($\beta = 0.4389$; $t = 2.7159$). Ini menunjukkan bahwa hutang perusahaan akan meningkat apabila aset tetap meningkat. Hasil kajian ini mendukung kajian yang dilakukan oleh Chen dan Steiner (1999) dan Jensen *et al.* (1992). Mereka membahas bahwa aset tetap yang besar menunjukkan perusahaan berkenaan mempunyai kemampuan untuk menjamin hutang yang dipinjam.

Hubungan positif tetapi tidak signifikan berlaku antara risiko bisnis (RISK) dengan rasio hutang ($\beta = 0.2748$; $t = 0.4101$). Hasil kajian ini tidak mendukung kajian Jensen *et al.* (1992) dan Chen dan Steiner (1999). Mereka menemukan hubungan negatif antara risiko bisnis dengan rasio hutang. Apabila risiko bisnis semakin tinggi, maka pihak kreditur akan mengurangi pinjaman kepada perusahaan karena kemungkinan risiko bangkrut adalah tinggi (Chen dan Steiner, 1999). Sedangkan, variabel keuntungan (UNTG) mempunyai hubungan negatif dan tidak signifikan dengan rasio hutang ($\beta = -0.1906$; $t = -0.3733$). Hasil kajian ini mendukung kajian yang dilakukan oleh Chen dan Steiner (1999), Jensen *et al.* (1992). Jensen *et al.* (1992) menemukan hubungan negatif antara risiko bisnis dengan hutang adalah konsisten dengan hipotesis bahwa perusahaan membuat kebijakan keuangan bagi mengendalikan tingkat risiko.

Persamaan *insider ownership*

Tabel 2 (kolom 3) menunjukkan hasil analisis regresi antara variabel hutang (HUTG), dividen (DIVD) dan variabel kontrol terhadap variabel *insider ownership* (INSO). Koefisien variabel hutang menunjukkan hubungan negatif tetapi tidak signifikan dengan *insider ownership* ($\beta = -0.0593$; $t = -0.4449$). Hubungan langsung antara hutang dengan *insider ownership* ini menunjukkan bahwa peningkatan hutang akan menyebabkan penurunan *insider ownership*. Dalam konteks pengawasan menunjukkan bahwa peranan *insider ownership* di Indonesia dapat menggantikan peranan hutang dalam mekanisme pengawasan masalah agensi meskipun tidak efektif. Oleh karena itu, kedua mekanisme pengawasan tersebut perlu dilakukan secara bersama-sama. Hasil kajian ini tidak mendukung hipotesis pertama (H1) yang menyatakan terdapat hubungan saling

mengganti antara kebijakan hutang dengan *insider ownership* sebagai mekanisme pengawasan masalah agensi. Penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Jensen *et al.* (1992) dan Miguel *et al.* (2005) tidak mendukung hasil kajian ini. Namun demikian, kajian Huson *et al.* (2005) menemukan hasil yang mendukung kajian ini. Kajian mereka menemukan bahwa kepemilikan manajer (*insider ownership*) tidak dapat menggantikan peranan hutang dalam mekanisme pengawasan masalah agensi. Mereka menggunakan sampel 100 perusahaan yang terdaftar di Bursa Malaysia.

Rasio pembayaran dividen (DIVD) mempunyai hubungan negatif tetapi tidak signifikan dengan *insider ownership* ($\beta = -0.1199$; $t = -0.8082$). Hal ini bermaksud bahwa pembayaran dividen tidak mempunyai hubungan terbalik yang signifikan dengan *insider ownership* dalam peranan pengawasan masalah agensi. Selanjutnya, dapat dikatakan bahwa antara pembayaran dividen dan *insider ownership* tidak terdapat hubungan saling mengganti secara efektif dalam peranan mekanisme pengawasan masalah agensi. Peranan *insider ownership* bagi mekanisme pengawasan masalah agensi tidak dapat digantikan dengan peningkatan pembayaran dividen. Oleh karena itu, hipotesis (H3) yang menyatakan bahwa terdapat hubungan saling mengganti antara *insider ownership* dengan pembayaran dividen tidak terbukti.

Implikasi dari penemuan ini adalah peningkatan pembayaran dividen sebagai mekanisme pengawasan masalah agensi tidak dapat mengurangi peranan *insider ownership*. Hasil kajian ini tidak mendukung kajian Chen dan Steiner (1999), namun mendukung kajian yang dilakukan oleh Jensen *et al.* (1992) dan Tandelilin dan Wilberforce (2002). Jensen *et al.* (1992) menemukan hubungan negatif tetapi tidak signifikan antara pembayaran dividen

dengan *insider ownership*. Mereka menyatakan bahwa tidak cukup bukti keputusan keuangan (pembayaran dividen) sebagai kebijakan yang penting bagi pemegang saham internal dalam mengurangi masalah agensi. Oleh karena itu, peranan *insider ownership* dalam mekanisme pengawasan masalah agensi tidak dapat digantikan dengan meningkatkan pembayaran dividen. Sedangkan hasil kajian Tandelilin dan Wilberforce (2002) juga menemukan berlakunya hubungan positif antara pembayaran dividen dengan *insider ownership*. Kemungkinan hubungan antara pembayaran dividen dengan *insider ownership* adalah saling melengkapi dalam mekanisme pengawasan masalah agensi. Tandelilin dan Wilberforce (2002) menggunakan 63 perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta sebagai sampel kajian mereka.

Variabel kepemilikan institusi (INST) mempunyai hubungan negatif dan signifikan dengan *insider ownership* pada tingkat signifikansi 5% ($\beta = -0.3984$; $t = -2.4675$). Hasil kajian ini menunjukkan bahwa peningkatan jumlah kepemilikan institusi akan mengurangi *insider ownership* di dalam perusahaan. Penemuan kajian ini mendukung kajian Shleifer dan Vishny (1986). Mereka berpendapat bahwa pemegang saham besar yang dimiliki oleh institusi mempunyai peranan penting dalam pengawasan terhadap kelakuan manajer. Kepemilikan institusi dapat mengontrol manajer secara efektif, terutama bagi tujuan meningkatkan nilai perusahaan jika berlaku pengambilalihan oleh pihak lain. Misalnya hasil kajian McConnell dan Servaes (1990) yang menemukan pengaruh positif kepemilikan institusi dengan nilai perusahaan. Hasil kajian Chen dan Steiner (1999) juga menunjukkan hubungan negatif antara kepemilikan institusi dengan *insider ownership*. Hasil tersebut didukung oleh penelitian Huson *et al.* (2005) yang menemukan hubungan negatif dan signifikan

antara kepemilikan institusi dengan *insider ownership* di Malaysia. Artinya, kepemilikan institusi bertindak sebagai alat pengawasan untuk mengurangi masalah agensi antara pemegang saham dan manajer.

Variabel ukuran perusahaan (UKUR) mempunyai hubungan negatif dan tidak signifikan dengan *insider ownership* ($\beta = -0.2982$; $t = -0.4304$). Hasil kajian ini tidak mendukung sepenuhnya kajian Bathala *et al.* (1984), Jensen *et al.* (1992) dan Tandelilin dan Wilberforce (2002). Mereka menemukan bahwa apabila perusahaan menjadi besar, pemilikan saham oleh manajer semakin kecil karena terdapat batas kekayaan pribadi, batas pinjaman pribadi dan masalah diversifikasi.

Variabel risiko bisnis (RISK) mempunyai hubungan negatif tetapi tidak signifikan dengan *insider ownership* ($\beta = -0.1605$; $t = -0.2256$). Hasil kajian ini tidak mendukung penemuan Crutchley dan Hansen (1989), Chen dan Steiner (1999), dan Huson *et al.* (2005). Walau bagaimanapun, hasil kajian ini konsisten dengan kajian Jensen *et al.* (1992) dan Tandelilin dan Wilberforce (2002).

Persamaan dividen

Tabel 2 (kolom 4) menunjukkan hasil regresi bagi variabel tergantung dividen. Hasil analisis menunjukkan koefisien variabel rasio hutang dalam persamaan dividen (DIVD) tersebut adalah negatif dan tidak signifikan ($\beta = -0.0618$; $t = -0.5784$). Ini artinya bahwa peningkatan rasio hutang sebanyak 1% akan menurunkan rasio pembayaran dividen sebanyak 0.0618% dalam peranan pengawasan masalah agensi. Hubungan negatif ini menunjukkan terdapatnya hubungan saling mengganti antara kebijakan hutang dengan kebijakan pembayaran dividen dalam mekanisme pengawasan masalah agensi. Namun demikian, hubungan saling mengganti tersebut tidak efektif. Peranan dividen sebagai mekanisme

untuk mengurangi masalah agensi akan menurun dengan meningkatnya tingkat hutang. Hasil kajian ini tidak mendukung hipotesis pertama (H2) yang dijelaskan pada persamaan rasio hutang (bagian 4.3.1). Hasil kajian ini tidak sepenuhnya mendukung kajian yang dilakukan oleh Jensen *et al.* (1992) dan Chen dan Steiner (1999). Walaupun demikian, hasil kajian ini bertentangan dengan hasil penelitian Tandelilin dan Wilberforce (2002). Mereka menemukan hubungan positif dan signifikan antara pembayaran dividen dengan hutang.

Dalam persamaan dividen ini juga, diperoleh bahwa *insider ownership* (INSD) mempunyai koefisien negatif tetapi tidak signifikan ($\beta = -0.0609$; $t = -0.5779$). Peningkatan *insider ownership* untuk meningkatkan persetujuan atau keselarasan antara pemegang saham dengan manajer dalam meningkatkan keuntungan perusahaan tidak memberi kesan secara signifikan terhadap penurunan tingkat pembayaran dividen. Dalam konteks mekanisme pengawasan masalah agensi di dalam sebuah perusahaan, keadaan tersebut menunjukkan bahwa peningkatan *insider ownership* tidak dapat menggantikan peranan kebijakan pembayaran dividen untuk mengurangi masalah agensi. Dengan kata lain, pembayaran dividen sebagai kebijakan keuangan tidak dapat diganti peranannya oleh *insider ownership* sebagai kebijakan bukan keuangan dalam mekanisme pengawasan masalah agensi. Implikasinya, peningkatan jumlah *insider ownership* ini tidak memungkinkan untuk mengurangi pembayaran dividen. Hasil kajian ini tidak mendukung hasil kajian Chen dan Steiner (1999), Jensen *et al.* (1992), dan Rozeff (1982). Walau bagaimanapun, hasil kajian ini mendukung hasil kajian Tandelilin dan Wilberforce (2002) dan Miguel *et al.* (2005). Kedua kajian ini menemukan tidak terdapat hubungan saling mengganti antara *insider ownership* dan tingkat pembayaran dividen.

Variabel risiko bisnis (RISK) mempunyai hubungan positif dan tidak signifikan dengan pembayaran dividen ($\beta = 0.2705$; $t = 0.3719$). Hasil kajian ini tidak mendukung hasil kajian Jensen *et al.* (1992). Mereka menemukan hubungan negatif antara risiko bisnis dengan pembayaran dividen. Kajian mereka juga menjelaskan bahwa risiko bisnis yang tinggi berkait secara langsung antara keuntungan saat ini dengan keuntungan masa yang akan datang. Risiko bisnis yang lebih tinggi akan mengurangi kemampuan perusahaan memperoleh keuntungan.

Variabel pertumbuhan (PERTB) mempunyai hubungan positif tetapi tidak signifikan dengan pembayaran dividen ($\beta = -0.0719$; $t = -0.2171$). Hasil kajian ini mendukung hasil kajian Rozeff (1982), Jensen *et al.* (1992), Chen dan Steiner (1999), dan Tandelilin dan Wilberforce (2002). Rozeff (1982) menegaskan bahwa pertumbuhan perusahaan yang tinggi akan memilih untuk membayar dividen lebih rendah. Perusahaan yang tumbuh cepat akan mengurangi pembayaran dividen karena keuntungan yang diperoleh digunakan untuk investasi kembali (Myers dan Majluf 1984).

Variabel keuntungan (UNTG) memiliki hubungan positif dan signifikan dengan pembayaran dividen ($\beta = 1.4258$; $t = 2.2416$). Peningkatan tingkat keuntungan akan meningkatkan tingkat pembayaran dividen. Hasil kajian ini mendukung hasil penemuan kajian Battacharya (1979) dan Jensen *et al.* (1992). Tingkat keuntungan saat ini yang tinggi merupakan petunjuk bagi tingkat pertumbuhan untuk harapan keuntungan masa yang akan datang. Pertumbuhan tingkat keuntungan ini sebagai tanda pembayaran dividen yang optimal (Bhattacharya, 1979). Sementara itu, Jensen *et al.* (1992) menemukan hubungan positif antara tingkat keuntungan dengan pembayaran dividen. Artinya semakin tinggi tingkat keuntungan, maka pembayaran dividen semakin tinggi.

Hubungan antara Variabel Pengurang Masalah Agensi dengan Nilai Perusahaan

Berdasarkan hasil analisis, pengaruh variabel tergantung hutang, *insider ownership* dan dividen, dan variabel tidak tergantung terhadap nilai perusahaan dapat dilihat pada nilai koefisien setiap variabel tersebut pada Tabel 2 kolom 5.

Pengaruh variabel rasio hutang (HUTG) terhadap nilai perusahaan (TOBIN) adalah negatif dan tidak signifikan ($\beta = -0.1760$; $t = -0.1769$). Hubungan negatif ini menunjukkan bahwa peningkatan hutang akan menurunkan nilai perusahaan. Meningkatnya hutang akan meningkatkan risiko kebangkrutan dan kesulitan keuangan perusahaan. Kesulitan perusahaan ini akan mengurangi keuntungan perusahaan yang pada akhirnya menurunkan nilai perusahaan bersangkutan. Hasil penelitian ini tidak mendukung hipotesis (H4) yang menyatakan bahwa ada pengaruh positif yang signifikan antara kebijakan hutang terhadap nilai perusahaan. Oleh karena itu hipotesis (H4) tidak terbukti dalam penelitian ini. Tidak terbuktinya hipotesis (H4) ini kemungkinan karena adanya beban hutang perusahaan yang terlalu tinggi akibat keadaan ekonomi negara yang belum stabil. Perusahaan-perusahaan di Indonesia masih sangat terpengaruh dengan keadaan krisis ekonomi sehingga kemampuan perusahaan untuk meningkatkan keuntungan sangat terbatas. Tingginya hutang hanya cukup digunakan untuk menghidupi operasi perusahaan sehingga kesulitan untuk meningkatkan nilai perusahaan.

Selanjutnya, pengaruh variabel *insider ownership* (INSD) terhadap nilai perusahaan adalah positif tetapi tidak signifikan ($\beta = 0.0856$; $t = 0.0442$). Ini menunjukkan bahwa peningkatan jumlah saham yang dipegang manajer kemungkinan akan meningkatkan nilai perusahaan. Hasil kajian ini mendukung kajian Jensen dan Meckling (1976). Jensen dan Meckling (1976) mene-

gaskan bahwa kepemilikan yang terkonsentrasi akan meningkatkan nilai perusahaan karena kepemilikan terkonsentrasi sebagai mekanisme mengurangi masalah agensi. Sedangkan Chen dan Steiner (2000) menemukan bahwa Tobin's Q mempunyai hubungan positif dan signifikan dengan *insider ownership*. Namun, mereka menemukan hubungan yang tidak linier antara *insider ownership* dengan Tobin's Q ketika diketahui adanya hubungan negatif ketika rasio *insider ownership* melebihi 28.83%. Dari hasil ini menunjukkan bahwa hipotesis (H5) juga belum terbukti. Hipotesis (H5) yang menyatakan ada pengaruh positif yang signifikan antara *insider ownership* terhadap nilai perusahaan tidak sepenuhnya terbukti.

Variabel dividen (DIVD) mempunyai hubungan negatif dan tidak signifikan dengan Tobin's Q ($\beta = -0.5669$; $t = -1.1957$). Peningkatan pembayaran dividen memberi tanda negatif kepada investor tentang keadaan perusahaan. Hal ini kemungkinan adanya manipulasi keadaan senyatanya yang terjadi di dalam perusahaan yang bersangkutan. Selain itu, pembayaran dividen yang tinggi ternyata belum tentu menunjukkan tanda bagi investor bahwa masalah agensi dapat dikurangi. Pembayaran dividen sebagai mekanisme pengurang masalah agensi belum digunakan sebagai alat pengawasan oleh pemilik untuk mengurangi masalah agensi. Dengan demikian hipotesis (H6) yang menyatakan ada pengaruh positif yang signifikan antara kebijakan pembayaran dividen terhadap nilai perusahaan juga tidak terbukti dalam penelitian ini.

Akhirnya, Tabel 2 juga menunjukkan pengaruh beberapa variabel tidak tergantung sebagai variabel kontrol terhadap nilai perusahaan (TOBIN). Variabel tidak tergantung dalam persamaan nilai perusahaan meliputi ukuran perusahaan (UKUR), risiko bisnis (RISK) dan tingkat keuntungan (UNTG). Kajian ini menemukan ukuran perusahaan (UKUR) mempunyai hubungan negatif dan

tidak signifikan dengan nilai perusahaan ($\beta = -0.9903$; $t = -0.1249$). Ini menunjukkan bahwa semakin besar ukuran perusahaan, nilai perusahaan akan menurun. Hasil kajian ini konsisten dengan kajian Lang dan Stulz (1994) yang menyelidiki perusahaan besar di Amerika Serikat. Mereka menegaskan bahwa perusahaan besar mempunyai kecenderungan mendiversifikasikan asetnya yang selanjutnya akan menurunkan prestasi perusahaan.

Variabel keuntungan (UNTG) mempunyai hubungan negatif dan tidak signifikan dengan Tobin's Q ($\beta = -1.4433$; $t = -0.0956$). Penemuan ini adalah tidak konsisten dengan hasil penelitian para peneliti terdahulu yang menyatakan bahwa semakin tinggi keuntungan, nilai perusahaan akan meningkat. Chen dan Steiner (2000) menemukan hubungan positif antara tingkat keuntungan dengan Tobin's Q. Penemuan kajian ini juga tidak mendukung kajian Mork *et al.* (1988), dan McConnell dan Servaes (1990).

Hubungan antara risiko bisnis (RISK) dengan Tobin's Q adalah positif dan tidak signifikan ($\beta = 0.3724$; $t = 0.0698$). Hasil kajian ini tidak mendukung hasil kajian Himmelberg *et al.* (1999). Beliau menemukan bahwa perusahaan yang menyukai risiko dalam menjalankan aktivitasnya menunjukkan nilai perusahaan yang lebih rendah. Probabilitas mengalami kegagalan bisnis adalah tinggi sehingga nilai perusahaan akan turun. Risiko bisnis yang tinggi menunjukkan volatilitas yang tinggi bagi perusahaan dalam memperoleh pendapatan operasi, tetapi keadaan demikian akan meningkatkan nilai perusahaan pada masa yang akan datang. Hutang yang besar berpotensi menimbulkan risiko yang tinggi. Para kreditur dapat meminjamkan dananya kepada perusahaan-perusahaan di Indonesia karena mereka mengandaikan *return* yang akan diperoleh adalah dijamin oleh pemerintah. Keadaan seperti ini menimbulkan

spekulasi investor yang tinggi. Bagi investor yang menyukai risiko lebih suka kepada perusahaan yang mempunyai risiko yang tinggi. Mereka lebih suka kepada saham perusahaan yang berisiko tinggi, sehingga nilai saham ini meningkat. Oleh karena itu, risiko yang lebih tinggi akan meningkatkan nilai perusahaan.

SIMPULAN DAN SARAN

Berdasarkan hasil penelitian disimpulkan bahwa hubungan saling mengganti antara kebijakan hutang, *insider ownership* dan kebijakan hutang dalam peranan pengawasan masalah agensi tidak sepenuhnya terjadi di Indonesia. Hubungan saling mengganti antara ketiga variabel mekanisme agensi tersebut ditunjukkan dengan hubungan negatif di antara mekanisme-mekanisme pengawasan tersebut. Tetapi meskipun diperoleh hubungan yang negatif, tetapi secara statistik tidak signifikan. Hipotesis pertama (H1) yang menyatakan terdapat hubungan antara kebijakan hutang dengan *insider ownership* dalam pengawasan masalah agensi tidak terbukti dalam penelitian ini. Begitu juga dengan hipotesis (H3) yang menyatakan terdapat hubungan saling mengganti antara *insider ownership* dengan kebijakan dividen dalam pengawasan masalah agensi tidak terbukti. Oleh karena itu disimpulkan bahwa hutang dan dividen sebagai kebijakan keuangan tidak dapat menggantikan peranan *insider ownership* sebagai kebijakan bukan keuangan dalam mengurangi masalah agensi.

Hubungan saling mengganti antara kebijakan hutang dengan dividen dalam peranan pengawasan masalah agensi juga tidak terjadi secara signifikan. Hubungan saling mengganti ini ditunjukkan oleh tanda koefisien negatif dan tidak signifikan untuk kedua mekanisme hutang dan dividen. Penemuan ini tidak mendukung hipotesis (H2) yang menyatakan terdapat hubungan saling mengganti antara hutang dengan

dividen dalam peranan pengawasan masalah agensi. Oleh karena itu, dapat disimpulkan bahwa di antara variabel kebijakan keuangan (hutang dan dividen) tidak dapat saling mengganti untuk mengurangi masalah agensi di Indonesia. Meskipun tingkat penggunaan hutang ditingkatkan, peranan dividen sebagai mekanisme pengawasan tidak dapat dikurangi untuk tujuan mengurangi masalah agensi.

Hasil penelitian ini juga menunjukkan bahwa hubungan antara kebijakan hutang, *insider ownership* dan dividen dengan nilai perusahaan tidak terjadi sesuai dengan hipotesis yang diusulkan dalam hipotesis (H4, H5, dan H6). Hipotesis tersebut menyatakan ada pengaruh positif antara kebijakan hutang, *insider ownership* dan hutang terhadap nilai perusahaan tidak terbukti secara signifikan.

Penelitian ini menggunakan data dari perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta. Namun demikian penelitian ini tidak menggunakan perusahaan dari sektor keuangan dan perusahaan milik pemerintah. Oleh karena itu, hasil penelitian kemungkinan tidak dapat digeneralisasi untuk semua perusahaan. Penelitian yang akan datang dapat menggunakan sampel untuk semua perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta baik sektor keuangan, sektor bukan keuangan dan perusahaan yang berkaitan dengan pemerintah untuk membandingkan hasil penelitian ini.

Penelitian ini hanya menggunakan tiga mekanisme pengawasan internal masalah agensi (kebijakan hutang, *insider ownership* dan kebijakan dividen), untuk mengetahui hubungan saling mengganti antara ketiga mekanisme tersebut dan kaitannya dengan nilai perusahaan. Mekanisme pengawasan agensi dapat dilakukan oleh pihak eksternal maupun internal. Pihak eksternal misalnya, pemegang saham besar (pemegang blok), pemegang saham oleh institusi dan pasar manajer. Oleh karena itu,

untuk masa yang akan datang dapat dibandingkan antara mekanisme pengawasan dari eksternal dan internal, sehingga dapat diketahui bagaimana tingkat efisiensi dari kedua mekanisme pengawasan tersebut.

Hubungan saling tergantung terjadi antara variabel tergantung kebijakan hutang, *insider ownership* dan kebijakan dividen dalam penelitian ini. Oleh karena itu, penelitian ini menggunakan metode analisis kuadrat terkecil dua tingkat (*two-stage least square*, 2SLS) untuk data *cross section*. Data *cross section* diperoleh dari nilai rata-rata selama empat tahun (2001 – 2004). Metode nilai rata-rata digunakan di dalam penelitian ini dengan asumsi bahwa tidak terjadi volatilitas data secara signifikan selama masa penelitian. Oleh karena itu, metode analisis 2SLS sesuai untuk menyelesaikan penelitian ini. Namun demikian, penggunaan nilai rata-rata mempunyai kelemahan karena cara ini tidak menggambarkan volatilitas keadaan selama masa penelitian. Oleh karena itu, penelitian yang akan datang dapat menggunakan analisis dengan metode panel kuadrat terkecil dua tingkat. Penggunaan analisis metode panel ini dapat menggambarkan timbulnya volatilitas keadaan selama periode penelitian.

Variabel tidak tergantung yang diteliti dalam penelitian ini meliputi enam variabel yaitu kepemilikan institusi, aset tetap, risiko bisnis, ukuran perusahaan, tingkat keuntungan dan tingkat pertumbuhan perusahaan. Beberapa variabel tidak tergantung dapat ditambahkan pada penelitian yang akan datang seperti pemegang saham besar, biaya penelitian dan pengembangan, liputan analis, manajer eksternal, kepemilikan keluarga dan kepemilikan terkonsentrasi. Dengan menambah variabel tidak tergantung yang lain, diharapkan akan menambah sumbangan variabel tidak tergantung terhadap model. Oleh karena itu, pembahasa penelitian yang akan datang juga

perlu ditambah variabel tentang isu selain yang digunakan oleh penelitian ini. Contohnya, gabungan isu mekanisme pengawasan masalah agensi dengan *corporate governance* dan isu politik yang terjadi di Indonesia.

REFERENSI

- Agrawal, A. dan Knoeber, C. R. (1996). "Firm performance and mechanisms to control Agency problem between manager and shareholders". *Journal of Finance and Quantitative Analysis* 31(3): 377-397.
- Bathala, C.T., Moon, K.P. dan Rao, R.P. (1994). "Managerial ownership, debt policy, and the impact of institutional holdings: An agency perspective". *Financial Management* 23 (3): 38-50.
- Bhattacharya, S. (1979). "Imperfect information, dividend policy and the "bird in the hand" fallacy". *Rand Journal of Economics* 10: 259-270.
- Borokhovich, K. A., Brunarski, K. R., Harman, Y. dan Kehr, J. B. (2005). "Dividends, corporate monitors and agency costs". *The Financial Review* 40(1): 37-65.
- Bursa Efek Jakarta. *Indonesia Capital Market Directory*. 2001-2004.
- Chen, C. dan Steiner, T. (1999). "Managerial ownership and agency conflicts: A nonlinear simultaneous equation analysis of managerial ownership, risk taking, debt policy, and dividend policy". *Financial Review* 34: 119-136.
- Chen, C. dan Steiner, T. (2000). "Tobin's Q, managerial ownership, and analyst coverage". *Journal of Economics and Business* 52: 365-382.
- Crutchley, C.E. dan Hansen, R.S. (1989). "A test of the agency theory of managerial ownership, corporate leverage, and corporate dividends". *Financial Management* 18: 36-46.
- Friend, I. dan Lang, L.H.P. (1988). "An empirical test of the impact of managerial self-interest on corporate capital structure". *The Journal of Finance* 43(2): 271-281.
- Gujarati, D. N. (2003). *Basic Econometrics*. McGraw Hill Higher Education. Ed. Ke-4. Singapore.
- Harris, M. dan Raviv, A. (1990). "Capital structure and the informational role of debt". *Journal of Finance* 45: 321-349.
- Himmelberg, C. P., Hubbard, R. G. dan Palia, D. (1999). "Understanding the determinants of managerial ownership and the link between ownership and performance". *Working Paper*. National Bureau of Economic Research. Massachusetts Avenue. Cambridge.
- Huson Joher, Mohd Ali dan Nazrul. (2005). "The impact of ownership structure on corporate debt policy: Two stage least square simultaneous model approach". *Asian Financial Association Conference Proceeding*. Kuala Lumpur.
- Jensen, G., Solberg, D. dan Zorn, T. (1992). "Simultaneous determination of insider ownership, debt and dividend policies". *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 27(2): 247-263.
- Jensen, M. C. (1986). "Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers". *American Economic Review* 76: 323-339.

- Jensen, M.C. dan Meckling, W.H. (1976). "Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure". *Journal of Financial Economics* 3: 305-360.
- McConnell, J. dan Servaes, H. (1990). "Additional evidence on equity ownership and Corporate value". *Journal of Financial Economics* 27(2): 595-612.
- Miguel, A., Pindado, J. dan de la Torre, C. (2005). "How do entrenchment and expropriation phenomena affect control mechanism?". *Corporate Governance: An International Review* 13(4): 1-29.
- Morck, R.K., Shleifer, A. dan Vishny, R.W. (1988). "Management ownership and market valuation: An empirical analysis". *Journal of Financial Economics* 20: 293-315.
- Myers, S. C dan Majluf, N. S. (1984). "Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have". *Journal of Financial Economics* 13: 187-221.
- Pomerleano, M. (1998). "The East Asia crisis and corporate finances: The untold microeconomic story". *Emerging Market Quarterly*: 14-27.
- Rozeff, M. (1982). "Growth, beta, and agency costs as determinants of dividend payout ratios". *Journal of Financial Research* 3: 249-259.
- Shleifer, A. dan R. Vishny. (1986). "Large shareholders and corporate control". *Journal of Political Economy* 94: 461- 488.
- Singh, M. dan Davidson III, W. N. (2003). "Agency cost, ownership structure and corporate governance mechanisms". *Journal of Banking dan Finance* 27: 793-816.
- Tandelilin, E. dan Wilberforce, T. (2002). "Can debt and dividend policies substitute insider ownership in controlling equity agency conflict?". *Gadjah Mada International Journal of Business* 4: 31-43.