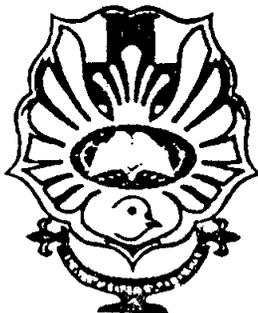


PENELITIAN DOSEN MUDA



HASIL PENELITIAN

**AGENCY PROBLEM: TINJAUAN BERDASARKAN  
INSIDER OWNERSHIP, KEBIJAKAN HUTANG  
DAN KEBIJAKAN DIVIDEN PERUSAHAAN**

Oleh:

C. Erna Susilawati, SE., M.Si

DIBLAYAI PROYEK PENINGKATAN PENELITIAN PENDIDIKAN TINGGI (P4T)  
DENGAN SURAT PERJANJIAN PELAKSANAAN PENELITIAN  
NOMOR: 188/SPPP/PP/DP3M/TV/2005  
DIREKTORAT PEMBINAAN PENELITIAN DAN PENGABDIAN PADA  
MASYARAKAT  
DIREKTORAT JENDRAL PENDIDIKAN TINGGI  
DEPARTEMEN PENDIDIKAN NASIONAL

FAKULTAS EKONOMI  
UNIVERSITAS KATOLIK WIDYA MANDALA SURABAYA  
NOVEMBER 2005

## HASIL PENELITIAN DOSEN MUDA DAN KAJIAN WANITA

---

1. a. Judul Penelitian : *AGENCY PROBLEM*: Tinjauan berdasarkan Insider Ownership, Kebijakan Hutang dan Kebijakan Dividen Perusahaan
  - b. Bidang ilmu : Ekonomi
  - c. Katagori Penelitian : Pengembangan Ipteks
  2. Ketua Peneliti
  - a. Nama Lengkap dan Gelar : C. Erna Susilawati, SE.,M.Si
  - b. Jenis Kelamin : Perempuan
  - c. Golongan Pangkat dan NIP : Asisten Ahli / 311.97.0296
  - d. Jabatan Fungsional : Dosen
  - e. Jabatan Struktural : -
  - f. Fakultas/ Jurusan : Ekonomi/ Manajemen
  - g. Pusat penelitian : LPPM Unika Widya Mandala Surabaya
  3. Lokasi Penelitian : Indonesia
  4. Kerjasama dengan Institusi Lain
  - a. Nama Institusi : -
  - b. Alamat : -
  - c. Telepon/Faks/e-mail : -
  5. Lama Penelitian : 7 bulan
  6. Biaya yang Diperlukan
  - a. Sumber dari Depdikbud : Rp. 6.000.000,-
  - b. Sumber Lain : Rp. -
  - Jumlah : Rp. 6.000.000,-
- 

Mengetahui:  
Dekan Fakultas Ekonomi

Surabaya, 17 November 2005  
Peneliti



Drs.Ec. C. Martono,M.Si  
NIP. 311.89.0168

C. Erna Susilawati, SE.,M.Si  
NIP. 311.97.0268

Menyetujui  
Ketua Lembaga Penelitian dan Pengabdian Masyarakat  
Unika Widya Mandala Surabaya

Prof. Dr. Veronica L.Diptoadi, M.Sc  
NIP. 121.74.0027

## PRAKATA

Puji syukur kepada Tuhan Yang Maha Esa atas anugerah sehingga dapat diselesaikannya penelitian *AGENCY PROBLEM: Tinjauan Berdasarkan Insider Ownership, Kebijakan Hutang dan Kebijakan Dividen Perusahaan*. Penelitian ini diharapkan dapat memberikan sumbangan bagi perusahaan dalam mengelola konflik yang terjadi antara pemilik perusahaan dengan agennya. Berkaitan dengan keputusan yang di ambil dalam hal kebijakan hutang dan kebijakan dividen perusahaan sebagai suatu mekanisme untuk menurunkan konflik yang terjadi.

Penelitian ini dapat terlaksana dan diselesaikan dengan baik dengan bantuan berbagai pihak yang terkait. Untuk itu kami mengucapkan terima kasih kepada:

1. Dekan Fakultas Ekonomi Unika Widya Mandala Surabaya
2. Ketua Jurusan Manajemen Fakultas Ekonomi Unika Widya Mandala Surabaya
3. Ketua Lembaga Penelitian dan Pengabdian Masyarakat Unika Widya Mandala Surabaya
4. Direktorat Jendral Pendidikan Tinggi
5. Responden

Kami mengharapkan kritik dan saran yang membangun agar penelitian ini dapat di kembangkan lebih baik dan hasilnya dapat lebih bermanfaat bagi dunia usaha di Indonesia

Surabaya, 17 November 2005

Peneliti

## DAFTAR ISI

HALAMAN JUDUL	i
HALAMAN PENGESAHAN	ii
PRAKATA	iii
DAFTAR ISI	iv
DAFTAR TABEL	vi
DAFTAR LAMPIRAN	vii
RINGKASAN	viii
I. PENDAHULUAN	
1. Latar Belakang	1
2. Perumusan Masalah	4
3. Tujuan Penelitian	4
4. Kontribusi Penelitian	4
II. LANDASAN TEORI DAN HIPOTESIS	
1. Agency Theory	6
2. Penelitian Terdahulu	8
3. Karakteristik Perusahaan dan pengembangan hipotesis	12
4. Simultanitas <i>insider Ownership</i> , Kebijakan Hutang dan Kebijakan Dividen pada perusahaan dengan karakteristik <i>no blockholder</i>	12
5. Simultanitas <i>insider Ownership</i> , Kebijakan Hutang dan Kebijakan Dividen pada perusahaan dengan karakteristik <i>blockholder</i>	13
6. <i>Insider Ownership</i>	14
7. Kebijakan Hutang	14
8. Kebijakan Dividen	15
III. METODE PENELITIAN	
1. Populasi dan Sampel	16

2. Definisi Operasional dan Pengumpulan Variabel	17
3. Model Analisis Data	19
IV. ANALISIS DATA DAN PEMBAHASAN	
1. Statistik Deskriptif	21
2. Pengujian hipotesis dan Analisis	22
V. PENUTUP	
1. Simpulan	35
2. Keterbatasan	36
3. Saran	36
DAFTAR PUSTAKA	37
LAMPIRAN	

## DAFTAR-TABEL

Tabel 1: Diskriptif statistik	22
Tabel 2: Hasil estimasi 3SLS perusahaan dengan karakteristik <i>no blockholder</i> Variabel Dependen INS	22
Tabel 3: Hasil estimasi 3SLS perusahaan dengan karakteristik <i>no blockholder</i> Variabel Dependen DEBT	23
Tabel 4: Hasil estimasi 3SLS perusahaan dengan karakteristik <i>no blockholder</i> Variabel Dependen DPR	23
Tabel 5: Hasil estimasi 3SLS perusahaan dengan karakteristik <i>blockholder</i> Variabel Dependen INS	26
Tabel 6: Hasil estimasi 3SLS perusahaan dengan karakteristik <i>blockholder</i> Variabel Dependen DEBT	26
Tabel 7: Hasil estimasi 3SLS perusahaan dengan karakteristik <i>blockholder</i> Variabel Dependen DPR	27
Tabel 8: Hasil estimasi Regresi Linier Berganda, Variabel Dependen INS	30
Tabel 9: Hasil estimasi Regresi Linier Berganda, Variabel Dependen DEBT	32
Tabel 10: Hasil estimasi Regresi Linier Berganda, Variabel Dependen DPR	33

## DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran 1: Data Sample	39
Lampiran 2: Hasil Pengolahan Data	41
Lampiran 3: Daftar Riwayat Hidup Peneliti	50

## RINGKASAN

Munculnya konflik keagenan (*agency problem*) diawali dengan adanya *agency relationship* antara satu pihak dengan pihak yang lain. Diperlukan suatu mekanisme untuk mengontrol konflik ini. Simultanitas *insider ownership*, kebijakan hutang dan kebijakan perusahaan merupakan salah satu bentuk mekanisme yang diharapkan dapat mengontrol masalah *agency problem*. Dengan menggunakan sample 44 perusahaan yang go publik di Bursa Efek Jakarta yang terbagi dalam 2 kategori yaitu *no blockholder* dan *blockholder*, penelitian ini dilakukan untuk menguji hipotesis yang diajukan berdasarkan konsep simultanitas *insider ownership*, kebijakan hutang dan kebijakan dividen perusahaan sebagai suatu mekanisme untuk menurunkan *agency problem*.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa ternyata simultanitas *insider ownership*, kebijakan hutang dan kebijakan dividen tidak terjadi pada perusahaan-perusahaan di Indonesia. Hal ini bisa diterima karena perusahaan-perusahaan di Indonesia pada umumnya merupakan perusahaan keluarga yang dikelola secara kekeluargaan, sehingga kemungkinan munculnya *agency problem* menjadi kecil. Tidak adanya *agency problem* menyebabkan tidak diperlukannya mekanisme untuk mengontrol *agency problem* bagi perusahaan-perusahaan di Indonesia.

Kata kunci: *Agency problem*, *insider ownership*, hutang dan dividen

## SUMMARY

Investor's choice of manager to manage a company raises two parties, namely the manager himself as an agent and the investors as principals. These two parties often have different needs which cause agency problems. The mechanism need to control this problem. Simultaneous insider ownership, debt policy and dividend policy is one of that mechanism. This research used 44 public companies that listing in Bursa Efek Jakarta for a sample. The sample split with 2 category : no block holder and block holder to test the hypothesis that simultaneous insider ownership, debt and dividend policy is a mechanism to reduce agency problem.

The results show that insider ownership, debt, and dividend policy is not simultaneous on companies in Indonesia. The argument is almost Indonesian companies aren't separate owner and management. So, agency problem in that companies are lower and they don't need mechanism to reduce it

Key Word: Agency problem, insider ownership, debt and dividend.

## I. PENDAHULUAN

### 1. Latar Belakang

Munculnya konflik keagenan (*agency problem*) diawali dengan adanya *agency relationship* antara satu pihak dengan pihak yang lain. *Agency relationship* merupakan kontrak dimana salah satu pihak (prinsipal) meminta kepada pihak lain (agent) untuk melakukan suatu tindakan untuk kepentingan principal dengan mendelegasikan sebagian otoritas pengambilan keputusan kepada agent (Jensen dan Meckling, 1976). Masalah keagenan antara principal dengan agent potensial terjadi karena agent tidak selalu melakukan tindakan yang sesuai dengan keinginan principal. Principal dapat mengurangi penyimpangan perilaku agent dengan memberikan insentif dan dengan melakukan monitoring (Brigham, 1996).

Demsey & Lauer (1992) mengatakan bahwa salah satu mekanisme monitoring *agency problem* dapat dilakukan melalui kepemilikan saham oleh pihak internal (*insider ownership*). *Insider ownership* adalah pemilik perusahaan yang sekaligus menjadi pengelola perusahaan. Semakin besar *insider ownership*, perbedaan kepentingan antara pemegang saham (pemilik) dengan pengelola perusahaan semakin kecil, agent akan bertindak dengan lebih hati-hati karena harus ikut menanggung konsekuensi dari tindakan yang dilakukan (Moh'd, Perry & Rimbey, 1995). Apabila *insider ownership* kecil, yang berarti hanya sedikit jumlah pemegang saham yang ikut terlibat dalam mengelola perusahaan maka semakin tinggi kemungkinan munculnya masalah keagenan karena perbedaan kepentingan antara pemegang saham dengan pengelola perusahaan semakin besar.

Masalah keagenan menurut Rozeff (1982) seperti dikutip oleh Moh'd, Perry & Rimbey (1995) dapat diturunkan dengan suatu mekanisme menggunakan dividen. Dividen disini berperan sebagai salah satu bentuk penawaran distribusi pendapatan, karena menurut Moh'd, Perry & Rimbey (1995), dengan pembayaran dividen pemegang saham melihat bahwa pengelola perusahaan sudah melakukan tindakan yang sesuai dengan keinginan mereka sehingga akan mengurangi konflik. Pembayaran dividen akan berpengaruh pada kebijakan pendanaan karena pembayaran dividen akan mengurangi cash flow perusahaan, sehingga dalam memenuhi kebutuhan operasionalnya perusahaan harus mencari sumber pendanaan yang relevan (Setiawan, 1999).

Penggunaan hutang merupakan salah satu sumber dana yang banyak digunakan oleh perusahaan. Jensen (1986) menyatakan bahwa hutang dapat digunakan untuk mengendalikan penggunaan free cash flow secara berlebihan oleh manajemen, dengan demikian menghindari investasi yang sia-sia. Disisi yang lain penggunaan hutang akan meningkatkan risiko kebangkrutan, tetapi hal ini dapat memotivasi manajemen untuk mengurangi biaya-biaya yang tidak perlu dan meningkatkan efisiensi perusahaan (Grossman dan Hart, 1982). Sehingga tingkat hutang yang tinggi apabila tidak diikuti dengan pengelolaan yang hati-hati, karena kecenderungan perilaku oportunistik oleh manajemen, akan menimbulkan agency problem.

Penelitian yang dilakukan oleh Wilbe force (2002) menunjukkan bahwa *insider ownership*, kebijakan dividen dan kebijakan hutang dapat saling mensubstitusi dalam monitoring agency problem perusahaan. Penelitian yang lain yang dilakukan oleh Noronha et.al (1996) menguji simultanitas kebijakan dividen

dan struktur modal dengan menstratifikasi perusahaan berdasarkan tingkat pertumbuhan dan kehadiran blockholder. *Blockholder* disini diartikan sebagai pemegang saham tunggal dengan persentase kepemilikan besar (pemegang saham mayoritas). Pada perusahaan yang tidak memiliki pemegang saham mayoritas berarti struktur kepemilikan saham semakin menyebar yang berarti komposisi pemegang saham terdiri dari banyak pemegang saham dengan proporsi yang tidak terlalu besar. Pemegang saham yang semakin menyebar kurang efektif dalam monitoring dan sulit untuk melakukan kontrol terhadap perusahaan (Jensen & Meckling 1976). Akibatnya masalah keagenan muncul terutama karena adanya *asymmetric information*. Sebaliknya adanya pemegang saham mayoritas akan mempermudah monitoring dan kontrol terhadap kebijakan yang diambil pengelola perusahaan sehingga dapat mengurangi *asymmetric information* dan mengurangi masalah keagenan (Moh'd, Perry & Rimbey, 1995).

Penelitian ini akan mencoba mengkaji kembali penelitian yang sudah dilakukan oleh Wilberforce (2002) dan serta Setiawan (1999). Penelitian Wilberforce (2002) menguji simultanitas hutang, dividen dan *insider ownership*, dan penelitian Setiawan (1999) menguji simultanitas kebijakan dividen dan struktur modal disesuaikan dengan karakteristik perusahaannya maka penelitian ini mencoba menggabungkan kedua penelitian tersebut dengan melakukan pengujian simultanitas *insider ownership*, kebijakan hutang dan kebijakan dividen sebagai alat monitoring agency problem berdasarkan karakteristik perusahaan, dengan beberapa faktor determinan kebijakan hutang dan kebijakan hutang sebagai variabel kontrol. Penelitian ini menggunakan faktor risiko bisnis, profitabilitas dan pertumbuhan perusahaan sebagai variabel kontrol

## 2. Perumusan Masalah

Penelitian Easterbrook (1984) menyatakan bahwa *insider ownership* merupakan atribut eksogen perusahaan yang mempengaruhi kebijakan hutang dan dividen. Dalam teori keagenan, *insider ownership*, kebijakan hutang dan kebijakan dividen dapat dihubungkan secara langsung satu sama lain dan mengindikasikan adanya simultanitas antara *insider ownership*, kebijakan hutang dan kebijakan dividen (Nupikso,2000). Untuk itu permasalahan dalam penelitian ini adalah:

“Apakah terjadi hubungan yang simultan antara *insider ownership*, kebijakan hutang dan kebijakan dividen berdasarkan karakteristik perusahaan yang dikelompokkan berdasarkan struktur kepemilikan saham perusahaan”

## 3. Tujuan Penelitian

Penelitian ini bertujuan untuk:

1. Mengetahui peran *insider ownership*, kebijakan hutang dan kebijakan dividen di perusahaan sebagai mekanisme monitoring masalah keagenan
2. Mengetahui faktor faktor determinan yang berpengaruh terhadap peran *insider ownership*, kebijakan hutang dan kebijakan dividen di perusahaan

## 4. Kontribusi Penelitian

Penelitian ini diharapkan dapat memberikan manfaat bagi:

1. Perusahaan. *Agency problem* menjadi masalah yang selalu muncul di perusahaan yang membagi antara kepemilikan dengan manajemennya. Dengan penelitian ini dapat dilihat peran kebijakan hutang dan kebijakan dividen dalam mengurangi *agency problem* yang terjadi di perusahaan

2. Bidang Ilmu Manajemen. *Agency problem* menjadi satu hal yang perlu di kaji dan dipertimbangkan demi kelangsungan hidup perusahaan yang ingin tetap bertahan dalam jangka panjang.
3. Akademisi. *Agency problem* menjadi wahana baru untuk mengembangkan ilmu pengetahuan terutama dalam bidang keuangan dengan penelitian-penelitian yang masih bisa terus dikembangkan.

## II. LANDASAN TEORI DAN HIPOTESIS

### 1. Agency Theory

Hubungan keagenan muncul ketika satu atau lebih individu (pemilik) menggaji individu lain (agen) untuk bertindak atas namanya, mendelegasikan kekuasaan untuk membuat keputusan kepada agen (Brigham, 1996). Teori keagenan menurut Jensen dan Meckling (1976) adalah hubungan antara pemberi kerja (prinsipal dan penerima tugas untuk melaksanakan pekerjaan. Dalam manajemen keuangan hubungan keagenan muncul antara pemegang saham dengan manajer dan antara pemegang saham dengan kreditor. Selanjutnya dalam penelitian ini hanya akan dibahas hubungan keagenan antara pemegang saham dengan manajer.

Masalah keagenan antara pemegang saham dengan manajer. potensial terjadi jika manajer memiliki kurang dari 100% saham perusahaan. Karena tidak semua keuntungan akan dapat dinikmati oleh manajer, mereka tidak akan hanya berkonsentrasi pada maksimisasi kemakmuran pemegang saham (Brigham, 1996). Menurut Jensen & Meckling (1976) perbedaan kepentingan antara manajer dan pemegang saham sangat rentan terjadi. Penyebabnya karena para pengambil keputusan tidak perlu menanggung risiko sebagai akibat adanya kesalahan dalam pengambilan keputusan bisnis, begitu pula jika mereka tidak dapat meningkatkan nilai perusahaan. Risiko tersebut sepenuhnya ditanggung oleh para pemilik. Karena tidak menanggung risiko dan tidak mendapat tekanan dari pihak lain dalam mengamankan investasi para pemegang saham, maka pihak manajemen cenderung membuat keputusan yang tidak optimal.

Untuk meyakinkan bahwa manajer bekerja untuk kepentingan pemegang saham, pemegang saham harus mengeluarkan biaya yang meliputi biaya untuk memonitor kegiatan manajer, biaya untuk membuat suatu struktur organisasi yang meminimalkan tindakan-tindakan manajer yang kurang diinginkan (Brigham,1996). Menurut Rozeff (1982) seperti dikutip oleh Moh'd, Perry & Rimbey (1995) masalah keagenan dapat diturunkan dengan suatu mekanisme pembayaran dividen. Dividen disini berperan sebagai salah satu bentuk penawaran distribusi pendapatan, karena menurut Moh'd, Perry & Rimbey (1995), dengan pembayaran dividen pemegang saham melihat bahwa pengelola perusahaan sudah melakukan tindakan yang sesuai dengan keinginan mereka sehingga akan mengurangi konflik. Pembayaran dividen akan berpengaruh pada kebijakan pendanaan karena pembayaran dividen akan mengurangi cash flow perusahaan, sehingga dalam memenuhi kebutuhan operasionalnya perusahaan harus mencari sumber pendanaan yang relevan (Setiawan, 1999). Penggunaan hutang merupakan salah satu sumber dana yang banyak digunakan oleh perusahaan. Jensen (1986) menyatakan bahwa hutang dapat digunakan untuk mengendalikan penggunaan free cash flow secara berlebihan oleh manajemen, dengan demikian menghindari investasi yang sia-sia. Disisi yang lain penggunaan hutang akan meningkatkan risiko kebangkrutan, tetapi hal ini dapat memotivasi manajemen untuk mengurangi biaya-biaya yang tidak perlu dan meningkatkan efisiensi perusahaan (Grossman dan Hart, 1982). Sehingga tingkat hutang yang tinggi apabila tidak diikuti dengan pengelolaan yang hati-hati, karena kecenderungan perilaku oportunistik oleh manajemen, akan menimbulkan *agency problem*.

Dalam gambar diatas, titik temu antara *agency cost of equity* dan *agency cost of debt* akan menentukan rasio hutang optimum ( $D^*$ ). Rasio hutang optimum  $D^*$  merupakan titik dimana *marginal agency cost of equity* sama dengan *marginal agency cost of debt* sehingga total *agency cost* menjadi minimal. Selain itu antara *agency cost* yang minimal dengan *agency cost of debt* secara simultan akan menentukan tingkat pembayaran dividen yang optimal. Dari grafik di atas dapat disimpulkan bahwa pada tingkat pembayaran dividen sebesar  $P^*$  dan tingkat rasio hutang sebesar  $D^*$ , perusahaan telah mencapai struktur modal optimal dan kebijakan dividen optimal. Melalui optimalitas dividen dan struktur modal secara simultan, perusahaan dapat meminimalkan biaya keagenan.

## 2. Penelitian Terdahulu

Rozeff (1982) yang penelitiannya direplikasi oleh Demsey & Laber (1992), melakukan penelitian tentang pengaruh *agency cost* dan biaya transaksi terhadap rasio pembayaran dividen. Mereka membentuk suatu model dimana dividen merupakan mekanisme untuk menurunkan biaya keagenan, dividen disini merupakan bentuk penawaran distribusi pendapatan yang rasional untuk pemegang saham. Perusahaan melihat memaksimalkan kesejahteraan pemegang saham merupakan usaha untuk mengurangi masalah keagenan akan tetapi memunculkan biaya baru yaitu biaya transaksi. Dengan menggunakan empat variabel sebagai proksi untuk biaya keagenan dan biaya transaksi, Rozeff menunjukkan hubungan antara biaya keagenan dan biaya transaksi dengan rasio pembayaran dividen. Demsey & Laber (1992) mereplikasi penelitian Rozeff ini dan hasilnya konsisten meskipun periode waktu penelitiannya berbeda. Mereka menggunakan kepemilikan

saham oleh *insider* dan *shareholder dispersion* sebagai *proxy* untuk biaya keagenan. Hasil penelitian menunjukkan *insider ownership* berhubungan negatif dengan rasio pembayaran dividen sedang *shareholder dispersion* memiliki hubungan yang positif. Tingkat pertumbuhan pendapatan dan koefisien beta digunakan sebagai *proxy* untuk biaya transaksi menunjukkan hubungan yang negatif terhadap rasio pembayaran dividen.

Crutchley dan Hansen (1989) melakukan pengujian dalam konteks teori keagenan dengan mendasarkan pada tiga keputusan keuangan yaitu *insider ownership*, kebijakan hutang dan dividen. Penelitian ini menemukan bahwa rasio pembayaran dividen dipengaruhi oleh karakteristik yang spesifik. Karakteristik yang digunakan dalam penelitian ini ada 5 yaitu *diversification loss*, standar deviasi pendapatan, ukuran perusahaan, *non debt tax shield and advertising*, dan R&D. Hasilnya, kelima karakteristik tersebut memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *insider ownership*, kebijakan hutang dan dividen, untuk mengurangi masalah keagenan. Penelitian ini memberikan gambaran bahwa perusahaan dapat mengkombinasikan *insider ownership*, kebijakan hutang dan dividen untuk meminimalkan biaya keagenan.

Moh'd, Perry & Rimbey (1995) melakukan penelitian tentang hubungan yang dinamis antara teori keagenan dengan kebijakan dividen. Hasil penelitian menunjukkan bahwa kebijakan dividen diketahui sebagai fungsi ukuran perusahaan, tingkat pertumbuhan, hutang operasional dan hutang finansial, risiko bisnis dan struktur kepemilikan saham perusahaan. Hubungan ini tampaknya berlaku disepanjang waktu dan juga diberbagai perusahaan. Kontribusi penelitian ini adalah

memperjelas konsistensi dari berbagai faktor yang mempengaruhi rasio pembayaran dividen seperti hasil penelitian sebelumnya yang dilakukan Rozeff (1982).

Noronha, et al. (1996) melakukan penelitian yang memfokuskan pada pengembangan teori keagenan dengan menitik beratkan pada rasionalitas pengawasan dividen dan interaksi antara keputusan dividen dan struktur modal. Penelitian ini menghasilkan kesimpulan bahwa pada *kondisi low growth* dan *no blockholder*, dividen merupakan mekanisme yang relevan untuk mengurangi masalah keagenan. Akibatnya akan terjadi interaksi antara keputusan dividen dengan keputusan struktur modal. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa tidak semua kondisi dividen relevan untuk meminimalkan permasalahan keagenan.

Dermawan (1997) melakukan penelitian tentang faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen di Indonesia. Dalam penelitian ini salah satunya peneliti mencoba melihat pengaruh faktor keagenan terhadap rasio pembayaran dividen meskipun hasilnya tidak memiliki pengaruh yang signifikan. Dua variabel keagenan yang digunakan dalam penelitian ini adalah *number of shareholder* dan *intangibility asset*.

Holder, Langlehr & Hexter (1998) melakukan penelitian dengan judul *Dividend Policy Determinant: An Investigation of Influences of Stakeholder Theory*. Penelitian ini terutama lebih memfokuskan pada pengaruh *stakeholder* terhadap kebijakan dividen perusahaan. Selain itu mereka menggunakan *insider ownership*, *ownership concentration* dan *free cash flow* perusahaan sebagai *proxy* untuk biaya keagenan. Tingkat pertumbuhan pendapatan dan standar deviasi keuntungan perusahaan digunakan sebagai *proxy* untuk biaya transaksi. Hasil penelitian menunjukkan bahwa biaya keagenan memiliki hubungan yang positif terhadap rasio

pembayaran dividen sedangkan biaya transaksi memiliki hubungan yang negatif terhadap rasio pembayaran dividen.

Setyawan (1999) merevisi penelitian Noronha, et al. (1996). Penelitian ini membahas tentang simultanitas keputusan dividen dan struktur modal. Seperti penelitian yang dilakukan oleh Noronha, et al. (1996) perusahaan dibagi kedalam empat karakteristik yaitu *low growth*, *no low growth*, *blockholder* dan *no blockholder*. Perusahaan termasuk kelompok *low growth* jika nilai *price book value* berada di bawah rata-rata sampel dan sebaliknya. Jika jumlah prosentase saham yang dimiliki oleh pihak internal (direktur dan komisaris) lebih kecil dari pada prosentase kepemilikan saham oleh pihak eksternal, maka perusahaan termasuk *blockholder* dan sebaliknya. Hasil penelitian menunjukkan bahwa simultanitas keputusan dividen dan struktur modal hanya terjadi pada perusahaan dengan karakter *low growth* dan *no blockholder*.

Wilberforce (2000) melakukan penelitian yang menguji apakah kebijakan finansial yaitu kebijakan hutang dan kebijakan dividen dapat disubstitusikan dengan kebijakan non finansial yaitu kepemilikan oleh *insider* untuk mengatasi masalah keagenan. Dengan menggunakan analisis persamaan simultan terhadap data *cross sectional*, hasil penelitian menunjukkan bahwa terjadi substitusi antara kebijakan hutang dengan kepemilikan oleh *insider*. Akan tetapi hubungan yang sama tidak terjadi antara kebijakan dividen dengan kepemilikan oleh *insider*. Penelitian ini juga menunjukkan bahwa dalam mengatasi konflik keagenan, penggunaan hutang akan memicu konflik keagenan hutang atau konflik keagenan yang terjadi antara manajer dengan kreditor.

### 3. Karakteristik Perusahaan dan Pengembangan hipotesis

Interaksi antara kebijakan hutang, kebijakan dividen dan *insider ownership* dapat dihubungkan dengan asimetri-asimetri informasional antara pihak insider dengan para investor eksternal (Nupikso, 2000) dan dapat memberi manfaat pada penurunan agency problem, meskipun pada saat yang sama terdapat biaya-biaya yang harus dikeluarkan berkaitan dengan kebijakan-kebijakan tersebut. Hubungan simultanitas *insider ownership*, kebijakan hutang dan kebijakan dividen akan dilihat sesuai dengan karakteristik perusahaan yang dikelompokkan berdasarkan struktur kepemilikannya. Struktur kepemilikan yang menyebar disebut sebagai *no blockholder* dimana komposisi pemegang saham terdiri dari banyak pemegang saham dan persentase kepemilikan sahamnya kecil sehingga tidak ada mayoritas pemegang saham. Sedangkan perusahaan yang struktur kepemilikan sahamnya memusat disebut sebagai perusahaan dengan karakteristik *blockholder*, dimana kepemilikan saham lebih terkonsentrasi pada beberapa pemegang saham saja dengan persentasi yang besar (Noronha, et.al 1996).

### 4. Simultanitas *Insider ownership*, kebijakan hutang dan kebijakan dividen pada perusahaan dengan karakteristik *no blockholder*

Pada perusahaan yang memiliki karakter struktur kepemilikan *no blockholder*, pemegang saham yang hanya memiliki persentase saham dalam jumlah sedikit merasa kurang leluasa untuk mengawasi perusahaan, oleh karena itu mereka akan menuntut pembayaran dividen yang lebih besar. Pembayaran dividen akan mengurangi modal sendiri dan untuk membiayai operasionalnya perusahaan harus mencari sumber dana dari luar (Setiawan 1999). Semakin tinggi dividen yang harus

dibayarkan akan mempertinggi hutang disisi yang lain, kondisi ini memunculkan masalah keagenan. Kehadiran *insider ownership* didalam perusahaan dengan karakteristik no blockholder sangat bermanfaat untuk menurunkan agency problem yang muncul sebagai akibat assymetrik information yang terjadi diantara pemegang saham (Demsey & Laber,1992). Maka hipotesis yang diajukan adalah:

**H1:** Terjadi simultanitas antara *insider ownership*, keputusan hutang dan keputusan dividen untuk perusahaan dengan karakteristik no blockholder

#### **5. Simultanitas *Insider ownership*, kebijakan hutang dan kebijakan dividen pada perusahaan dengan karakteristik *blockholder***

Perusahaan dengan karakteristik *blockholder* dimana terjadi pemusatan kepemilikan saham, perusahaan cenderung menurunkan tingkat pembayaran dividennya. Hal ini dikarenakan para pemegang saham yang memiliki persentase saham mayoritas lebih leluasa untuk mengawasi perusahaan, sehingga tidak terlalu menuntut pembayaran dividen yang tinggi sehingga perusahaan tidak perlu mencari sumber pendanaan dari luar, kondisi ini akan memperkecil masalah keagenan yang mungkin muncul (Noronha, et.al 1996), sehingga kehadiran *insider ownership*-pun tidak terlalu berpengaruh dalam mengurangi masalah keagenan yang terjadi, sehingga hipotesis yang diajukan:

**H2:** Simultanitas antara *insider ownership*, keputusan hutang dan keputusan dividen tidak terjadi pada perusahaan dengan karakteristik *blockholder*

## 6. Insider ownership

Menurut Demzet & Lehn (1985) umumnya manfaat *insider ownership* dihubungkan dengan tambahan dan potensi pengawasan dari para manajer yang mengambil andil besar di perusahaan. Semakin tinggi risiko yang dihadapi perusahaan akan meningkatkan *insider ownership*, karena kontribusi para manajer terhadap kinerja perusahaan. Risiko menurut Moh'd, Perry & Rimbey (1995) membuat suatu hubungan langsung yang diperkirakan antara profitabilitas saat ini dengan profitabilitas masa depan yang diharapkan menjadi kurang pasti. Para manajer yang enggan terhadap risiko akan mengambil suatu posisi yang lebih besar dalam suatu perusahaan apabila perusahaan menghasilkan rate of return yang tinggi, sehingga dapat mengkompensasi risiko. Sehingga hipotesis yang diajukan:

**H3:** Risiko perusahaan berpengaruh positif terhadap *insider ownership*

## 7. Kebijakan Hutang

Myers & Majluf (1984) menghubungkan profitabilitas dengan kebijakan debt melalui pengujian pecking order theory yang dimodifikasi. Hasilnya menunjukkan bahwa perusahaan yang lebih profitable akan menurunkan permintaan hutang, karena akan tersedia lebih banyak dana-dana internal untuk mendanai investasi. Perusahaan-perusahaan dengan profitabilitas yang tinggi memiliki lebih banyak earning yang tersedia untuk investasi, karenanya akan cenderung mengurangi hutang. Sehingga hipotesis yang diajukan:

**H4:** Profitabilitas berpengaruh negatif terhadap hutang

## 8. Kebijakan dividen

Rozeff (1982) seperti dikutip Moh'd, Perry & Rimbey (1995) menyatakan bahwa pembayaran dividen yang tinggi mengurangi masalah keagenan antara manajer dan pemegang saham. Hasil penelitiannya menemukan hubungan diantara pertumbuhan, profitabilitas dan dividen. Investasi dan pertumbuhan yang dihadapi oleh perusahaan dapat mempengaruhi kebijakan dividen. Tingkat pertumbuhan perusahaan yang tinggi mengindikasikan adanya kesempatan investasi yang tinggi yang membutuhkan pendanaan, sehingga jika perusahaan harus membayarkan dividen, perusahaan harus mencari dana dari pihak eksternal. Usaha mendapatkan tambahan dana dari pihak eksternal ini akan menimbulkan biaya transaksi. Biaya transaksi yang tinggi menyebabkan perusahaan harus berpikir kembali untuk membayarkan dividen. Apabila masih ada peluang investasi yang bisa diambil, perusahaan akan lebih baik menggunakan dana dari aliran kas internal untuk membiaya investasi tersebut (Holder, Langler & Hexter, 1998).

Uraian diatas memberikan gambaran mengapa perusahaan yang memiliki pertumbuhan tinggi dengan peluang investasi yang besar seringkali membayarkan dividen yang rendah. Hal ini sesuai dengan *residual dividend theory* (Brigham dan Gapenski, 1996) dimana dividen akan dibayarkan setelah pendanaan untuk investasi terpenuhi. Hipotesis yang diajukan adalah:

**H5** : Tingkat pertumbuhan pendapatan berpengaruh negatif terhadap rasio pembayaran dividen

### III. METODE PENELITIAN

#### 1. Populasi dan Sampel

Populasi penelitian adalah semua perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta pada tahun 2001 sampai 2004. Tahun tersebut dipilih sebagai periode penelitian diharapkan data yang terkumpul sudah memenuhi persyaratan dalam penelitian ini. Hubungan *insider ownership*, kebijakan hutang dan kebijakan dividen akan diuji secara simultan sehingga dibutuhkan data cross section pada suatu periode tertentu. Jenis data yang digunakan adalah data sekunder yang diperoleh dari berbagai publikasi, khususnya *Indonesian Capital Market Directory* tahun 2002.2003 dan 2004 serta publikasi lainnya yang memuat informasi yang relevan dengan penelitian yang sedang dilakukan. Pengambilan sampel dilakukan dengan menggunakan metode *purposive sampling*, yaitu pemilihan anggota sampel dengan mendasarkan pada kriteria-kriteria tertentu (Cooper dan Emory, 1995). Kriteria yang digunakan dalam penelitian ini adalah:

1. Perusahaan terdaftar di Bursa Efek Jakarta pada tahun 2002 dan 2003
2. Perusahaan memiliki data tentang prosentase saham yang dimiliki oleh direktur dan komisaris (*Insider ownership*)
3. Perusahaan pada tahun 2002 dan 2003 membayarkan dividen.
4. Perusahaan memiliki beta yang positif

Berdasarkan kriteria tersebut, maka selama dalam periode penelitian tahun 2002 dan 2004 diperoleh 44 perusahaan yang tepat untuk dijadikan sampel.

## 2. Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel.

### a. Kriteria karakteristik perusahaan

Karakteristik perusahaan dibedakan berdasarkan struktur kepemilikan sahamnya. Perusahaan dengan struktur kepemilikan yang memusat disebut sebagai blockholder dan kepemilikan yang menyebar disebut sebagai no blockholder.

**Blockholder** : perusahaan yang lebih dari 50% sahamnya dimiliki oleh satu pihak saja (terdapat pemegang saham mayoritas)

**No blockholder**: perusahaan yang tidak ada satu pihak yang memiliki lebih dari 50% saham perusahaan (kepemilikan saham yang menyebar)

### b. Insider ownership (INS)

Variabel *insider ownership* diberi simbol INS. *Insider ownership* merupakan prosentase saham yang dimiliki oleh direktur dan komisaris (Crutchley & Hansen, 1989; Setyawan, 1999). Data untuk variabel *insider ownership* dalam penelitian ini diambil dari *Indonesian Capital Market Directory* tahun 2003 dan 2004

### c. Hutang (DEBT)

Variabel hutang diberi simbol DEBT. Debt diukur dengan membagi jumlah hutang jangka panjang dengan nilai buku total asset. Data untuk hutang jangka panjang dan nilai buku asset dalam penelitian ini diambil dari *Indonesian Capital Market Directory* tahun 2003 dan 2004

#### **d. Dividen Payout Ratio**

Variabel dividen payout ratio diberi simbol DPR. DPR diukur dengan prosentase laba yang dibayarkan dalam bentuk dividen. Data DPR terdapat di *Indonesian Capital Market Directory* tahun 2003 dan 2004 dalam bentuk prosentase, pada bagian *summary of financial statement*.

#### **e. Risiko perusahaan (Beta)**

Variabel ini diberi simbol Beta. Risiko perusahaan diukur dengan menggunakan  $\beta$  (beta). Beta merupakan suatu pengukur volatilitas *return* suatu sekuritas terhadap *return* pasar (Hartono, J, 1998). Data yang digunakan dalam penghitungan beta adalah data harga penutupan saham (*closing price*) mingguan, serta indek harga saham gabungan (IHSG) mingguan dari periode minggu pertama Januari sampai dengan minggu terakhir Desember 2001. Beta untuk masing-masing saham perusahaan diperoleh dari hasil regresi berdasarkan model indeks tunggal sebagai berikut (Elton dan Gruber, 1995):

#### **f. Profitabilitas**

Variabel ini diberi symbol PROFIT. Variabel diukur dengan menggunakan rasio *operating income* terhadap *total asset*. Sumber data diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory* tahun 2003 dan tahun 2004 pada bagian *summary to financial statement*.

### g. Tingkat pertumbuhan perusahaan (GROW)

Variabel tingkat pertumbuhan diberi simbol GROW. Indikator tingkat pertumbuhan diukur dengan tingkat pertumbuhan pendapatan di tahun yang akan datang (Moh'd, Perry & Rimbey 1995) dimana dalam penelitian ini tingkat pertumbuhan yang digunakan adalah tingkat pertumbuhan pendapatan dari tahun 2001 ke tahun 2002 dan dari tahun 2002 ke tahun 2003. Data nilai penjualan diambil dari *Indonesian Capital Market Directory* tahun 2003 dan tahun 2004 pada bagian *summary to financial statement*.

### 3. Model Analisis

Untuk menguji hipotesis yang diajukan, digunakan model persamaan *three stage least square* (3 SLS). Model tersebut merupakan model persamaan simultan dimana semua persamaan dalam model diperhitungkan bersama-sama dan ditaksir secara simultan dengan memperhatikan seluruh batasan yang ada pada system persamaan (Sumodiningrat, 1996, seperti dikutip Nupikso, 2000). Alasan menggunakan model persamaan tersebut karena model persamaan *three stage least square* (3 SLS) merupakan metode dimana seluruh persamaan dalam model diperhitungkan bersama-sama dan ditaksir secara simultan dengan memperhatikan seluruh batasan yang ada pada sistem persamaan dalam model. Model ini lebih banyak menggunakan informasi dari pada tehnik persamaan tunggal, karena tehnik persamaan tunggal lebih pada pemanfaatan variabel-variabel yang muncul dalam model keseluruhannya, tetapi mengabaikan pembatasan yang ditetapkan oleh struktur tersebut pada koefisien persamaan yang lain. Pada persamaan simultan hampir pasti bahwa variabel random dari persamaan akan berkorelasi dengan

variabel random dari persamaan yang lain. Persamaan-persamaan struktural yang akan diestimasi dalam penelitian ini adalah:

$$INS = b_0 + b_1 DEBT + b_2 DPR + b_3 BETA$$

$$DEBT = b_0 + b_1 INS + b_2 DPR + b_3 PROFIT$$

$$DPR = b_0 + b_1 INS + b_2 DEBT + b_3 GROW$$

Model persamaan diatas memiliki 3 variabel endogen yaitu INS, DEBT dan DPR serta 3 variabel eksogen yaitu BETA, PROFIT dan GROW. Dengan menggunakan data *cross-section* akan dilakukan pengujian terhadap hipotesis yang diajukan.

Hipotesis 1 dan 2 yang diajukan akan diterima apabila dari ketiga persamaan tersebut di peroleh hasil yang konsisten di mana INS, DEBT dan DPR akan saling berhubungan terbalik signifikan. Hipotesis ke 3 akan diterima apabila risiko perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap INS. Hipotesis ke 4 akan diterima apabila Profit berpengaruh negatif signifikan terhadap debt dan hipotesis ke5 akan diterima apabila Growth berpengaruh negatif terhadap DPR.

#### IV. ANALISIS DATA DAN PEMBAHASAN

Analisis data dilakukan dengan menggunakan model persamaan regresi berganda dengan bantuan program komputer SPSS. Analisis tersebut dilakukan untuk melihat simultanitas *insider ownership*, kebijakan hutang dan kebijakan dividen dengan variabel kontrol Tingkat pertumbuhan perusahaan, profit dan risiko yang diukur dengan beta. Analisis data dilakukan dengan memisahkan perusahaan blokholder yaitu perusahaan yang ada kepemilikan dominan dan perusahaan non blokholder untuk perusahaan yang tidak terdapat dominasi kepemilikan. Analisis secara parsial dan simultan dilakukan untuk mengetahui apakah variabel-variabel tersebut mempunyai pengaruh yang simultan sebagai salah satu cara monitoring *agency problem*. Pengujian hipotesis dilakukan setelah model regresi berganda yang digunakan bebas dari pelanggaran asumsi klasik, yaitu bebas dari multiolinieritas, bebas dari autokorelasi dan bebas dari heterosedastisitas.

##### 1. Statistik Diskriptif

Statistik diskriptif berguna untuk mengetahui karakteristik sampel yang digunakan didalam penelitian. Untuk mengetahui gambaran mengenai karakteristik sampel yang digunakan secara lebih rinci, dapat dilihat pada tabel 4.1. Dari statistik diskriptif ini, dapat diketahui jumlah sampel yang diteliti, nilai rata-rata sampel dan tingkat penyimpangan penyebaran data dari masing-masing variabel penelitian.

**Tabel 1.**  
**Descriptive Statistics**

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
INS	44	.02	51.51	8.0261	11.8769
DEBT	44	.04	.90	.4318	.2025
DPR	44	.08	484.31	42.2236	80.6592
PROFIT	44	-.03	.28	9.192E-02	6.975E-02
GROWTH	44	-.70	1.16	.1073	.3532
BETA	44	.01	1.56	.5907	.5772
Valid N (listwise)	44				

Sumber: lampiran 2

### 1. Pengujian Hipotesis dan Analisis

#### a. Simultanitas *Insider ownership*, kebijakan hutang dan kebijakan dividen pada perusahaan dengan karakteristik *no blockholder*

Hipotesis pertama yang diajukan adalah terjadi simultanitas antara *insider ownership*, keputusan hutang dan keputusan dividen untuk perusahaan dengan karakteristik *no blockholder*. Hipotesis tersebut akan diterima apabila INS, DEBT dan DPR saling berhubungan terbalik secara signifikan. Hasil estimasi *three stage least square* adalah:

**Tabel 2**

Hasil estimasi 3 SLS pada perusahaan dengan karakteristik *no blockholder*  
Variabel Dependen : INS

	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
(Constant)	-5.675	8.276		-.686	.502
DEBT	38.424	13.171	.614	2.917	.009
DPR	0.03651	.060	.131	.610	.550
BETA	-6.319	5.680	-.213	-1.113	.281

**Tabel 3**  
 Hasil estimasi 3 SLS pada perusahaan dengan no blockholder  
 Variabel Dependen : DEBT

**Coefficients**

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	.488	.093		5.229	.000
	DPR	-1.65E-03	.001	-.372	-2.146	.046
	INS	.763E-03	.003	.486	2.777	.012
	PROFIT	-.397	.575	-.118	-.691	.498

a. Dependent Variable: DEBT

**Tabel 4**  
 Hasil estimasi 3 SLS pada perusahaan dengan karakteristik *no blockholder*  
 Variabel Dependen : DPR

**Coefficients**

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	94.166	25.503		3.692	.002
	INS	.332	.915	.092	.362	.721
	DEBT	-121.303	60.726	-.539	-1.998	.061
	GROWTH	1.839	38.596	.011	.048	.963

a. Dependent Variable: DPR

Dari hasil estimasi diatas maka dapat ditunjukkan dalam bentuk persamaan:

$$\text{INS} = -5,675 + 38,424 \text{ DEBT} + 0,03651 \text{ DPR} - 6.319 \text{ BETA}$$

(-0,686)    (2,917)\*            (0,610)            (-1,113)

$$\text{DEBT} = 0.488 + 0.007763 \text{ INS} - 0,00165 \text{ DPR} - 0.397 \text{ PROFIT}$$

(5.229)\*    (-2.146)\*\*            (2.777)\*\*            (-0.691)

$$\text{DPR} = 94.166 + 0.332 \text{ INS} - 121.303 \text{ DEBT} + 11.839 \text{ GROWTH}$$

(1.440)            (1.061)            (0.399)            (2.430)\*\*

Keterangan:

\* signifikan pada level 1%

\*\* signifikan pada level 5%

\*\*\* signifikan pada level 10%

Dari ketiga persamaan diatas menunjukkan tidak terjadi simultanitas antara INS, DEBT dan DPR sebagai usaha untuk mengurangi *agency problem* pada perusahaan dengan karakteristik *no blockholder*. Hal ini ditunjukkan dengan tanda positif pada DEBT dan DPR terhadap INS, tanda negatif pada INS dan tanda positif DPR terhadap DEBT tetapi keduanya tidak signifikan. Pada persamaan DPR, INS memiliki tanda positif dan DEBT memiliki tanda negatif tetapi keduanya tidak signifikan. Dari sini dapat di katakan bahwa hipotesis yang diajukan bahwa terjadi simultanitas *insider ownership*, kebijakan hutang dan kebijakan dividen pada perusahaan blockholder **ditolak**.

Koefisien DEBT dan DPR pada persamaan INS menunjukkan tanda positif , tetapi hanya variabel DEBT yang signifikan ( $t = 2,917$ ). Ini berarti variabel DEBT merupakan variabel determinan yang cukup penting mempengaruhi *insider ownership*. Hasil dari persamaan tersebut berbeda dengan hasil penelitian Jensen, et.al (1992), Noronha et.al (1996) dan Nupikso (2000) yang hasil penelitiannya menunjukkan variabel DPR yang menjadi faktor deteminan *insider ownership*. Tetapi hasil ini sesuai dengan hasil penelitian Kim dan Sorenson (1986). Sehingga

dapat dijelaskan bahwa pada perusahaan dengan karakteristik *no blockholder*, ternyata *debt* cukup berpengaruh terhadap insider ownership sebagai sebuah mekanisme untuk mempertahankan kepemilikan mereka agar tidak diganti dengan equity.

Pada persamaan DEBT, koefisien INS menunjukkan tanda positif signifikan. ini berarti terjadi simultanitas antara DEBT dengan INS, sehingga konsisten dengan hasil penelitian Kim dan Sorenson (1986). DPR menunjukkan pengaruh negatif signifikan terhadap DEBT hal ini konsisten dengan penelitian Jensen et.al (1992) yang menunjukkan bahwa perusahaan yang membayar dividen tinggi cenderung dalam pendanaannya tidak menggunakan debt, sehingga perusahaan dengan biaya finansial tetap tinggi, tidak menyukai kebijakan pembayaran dividen yang tinggi

Pada persamaan DPR, koefisien INS menunjukkan pengaruh positif terhadap DPR tetapi tidak signifikan. Hasil ini berbeda dengan hasil penelitian Demsey and Laber (1992) bahwa untuk meminimalkan masalah keagenan, perusahaan menggunakan mekanisme pembayaran dividen. Tetapi konsisten dengan hasil penelitian Susilawati (2000) yang menunjukkan bahwa dividen tidak bisa digunakan sebagai mekanisme monitoring agency problem karena perusahaan di Indonesia sebagian besar masih merupakan perusahaan keluarga sehingga dividen tidak bisa digunakan sebagai alat monitoring.

b. Simultanitas *Insider ownership*, kebijakan hutang dan kebijakan dividen pada perusahaan dengan karakteristik *blockholder*

Hipotesis kedua yang diajukan adalah terjadi simultanitas antara *insider ownership*, keputusan hutang dan keputusan dividen untuk perusahaan dengan karakteristik *blockholder*. Hipotesis tersebut akan diterima apabila terdapat koefisien negatif pada variabel INS, DEBT dan DPR Hasil estimasi *three stage least square* adalah:

**Tabel 5**  
Hasil estimasi 3 SLS pada perusahaan dengan blokholder  
Variabel Dependens : INS

**Coefficients<sup>a</sup>**

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	7.589	3.613		2.101	.050
	DEBT	-7.340	8.525	-.205	-.861	.401
	DPR	-7.22E-03	.012	-.141	-.612	.548
	BETA	.470	2.239	.050	.210	.836

a. Dependent Variable: INS

**Tabel 6**  
Hasil estimasi 3 SLS pada perusahaan dengan blockholder  
Variabel Dependens : DEBT

**Coefficients<sup>a</sup>**

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	.408	.055		7.440	.000
	DPR	-1.04E-04	.000	-.073	-.288	.777
	INS	-7.18E-03	.007	-.257	-1.037	.313
	PROFIT	.410	.598	.179	.685	.502

a. Dependent Variable: DEBT

**Tabel 7**  
 Hasil estimasi 3 SLS pada perusahaan dengan blockholder  
 Variabel Dependen : DPR

**Coefficients<sup>a</sup>**

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	100.149	69.529		1.440	.167
	INS	-4.310	4.063	-.221	-1.061	.303
	DEBT	-58.283	146.039	-.083	-.399	.695
	GROWTH	-133.214	54.825	-.500	-2.430	.026

a. Dependent Variable: DPR

Dari ketiga tabel hasil pengolahan dengan 3SLS bisa dibentuk kedalam persamaan menjadi:

$$INS = 7.589 - 7.340 DEBT - 0,00722 DPR + 0.470 BETA$$

(2.101)\*\*    (-0.861)    (-0,612)    (0.210)

$$DEBT = 0.408 - 0.00718 INS - 0,000104 DPR + 0.410 PROFIT$$

(7.440)\*    (-0.288)    (-1.037)    (0.685)

$$DPR = 100.149 - 4.310 INS - 58.238 DEBT - 133.214 GROWTH$$

(1.440)    (1.061)    (0.399)    (2.430)\*\*

Keterangan:

\* signifikan pada level 1%

\*\* signifikan pada level 5%

\*\*\* signifikan pada level 10%

Dari ketiga persamaan diatas tanda pengaruh dari masing-masing variabel independen terhadap variabel dependen adalah negatif meskipun tidak signifikan. Dari sini dapat di katakan bahwa hipotesis yang diajukan bahwa terjadi simultanitas insider ownership, kebijakan hutang dan kebijakan dividen pada perusahaan blockholder **ditolak**. Meskipun hipotesis yang diajukan ditolak hasil penelitian ini sudah menunjukkan kecenderungan terjadinya simultanitas insider ownership,

kebijakan hutang dan kebijakan dividen perusahaan. Ketiga variabel dalam masing-masing persamaan sudah menunjukkan koefisien yang negatif ini berarti ketiganya bisa saling mensubstitusi dalam mekanisme menurunkan agency problem (Nupikso, 2000).

Koefisien DEBT dan DPR pada persamaan INS menunjukkan tanda negatif. Hasil ini konsisten dengan hasil penelitian Jensen, et al (1992) yang menunjukkan bahwa *insider ownership* yang besar memungkinkan para manajer untuk mengontrol kebijakan hutang dan kebijakan dividen perusahaan. Hasil dari penelitian ini hanya menunjukkan kecenderungan saja karena koefisennya tidak signifikan. Tetapi hasil ini berbeda dengan hasil penelitian Kim dan Sorenson (1986) yang menyatakan bahwa perusahaan yang dikuasai secara tertutup (*blockholder*), membutuhkan *debt* lebih banyak karena para insider dapat mempertahankan kontrol efektif jika kepemilikan mereka tidak diganti dengan lebih banyak *equity*.

Pada persamaan DEBT, koefisien INS dan DPR menunjukkan pengaruh negatif terhadap DEBT. Keduanya tidak signifikan. Kecenderungan terjadinya hubungan negatif ini konsisten dengan penelitian Lang (1988) dan Nupikso (2000) bahwa perusahaan dengan *insider ownership* besar mempunyai andil yang besar dalam mengurangi risiko finansial. Argumentasi lainnya adalah bahwa perusahaan dengan *insider ownership* yang tinggi dapat mempunyai *agency equity* yang rendah dan biaya *agency cost of debt* yang lebih tinggi karena kontribusi para manajer akan lebih terhubung dengan pemilik daripada dengan kreditor (Nupikso, 2000). Sedangkan hubungan negatif DPR dengan DEBT, konsisten dengan penelitian Jensen et.al (1992) yang menunjukkan bahwa perusahaan yang membayar dividen

tinggi cenderung dalam pendanaannya tidak menggunakan debt, sehingga perusahaan dengan biaya finansial tetap tinggi, tidak menyukai kebijakan pembayaran dividen yang tinggi

Pada persamaan DPR, koefisien INS dan DEBT menunjukkan hubungan negatif dengan DPR tetapi tidak signifikan. Hasil ini konsisten dengan hasil penelitian Demsey and Laber (1992) bahwa untuk meminimalkan masalah keagenan, perusahaan menggunakan mekanisme pembayaran dividen. Hal ini sesuai dengan teori yang diajukan oleh Moh'd, Perry & Rimbey (1995) yang menyatakan bahwa semakin besar *insider ownership*, perbedaan kepentingan antara pemegang saham (pemilik) dengan pengelola perusahaan atau sering disebut sebagai masalah keagenan semakin kecil. Sebaliknya apabila saham yang dimiliki oleh pihak *insider* sedikit maka masalah keagenan semakin besar, dan menurut Rozeff (1982) seperti dikutip Moh'd, Perry & Rimbey (1995), masalah keagenan dapat diturunkan dengan suatu mekanisme menggunakan dividen. Penelitian Noronha, et al. (1996) juga menemukan bahwa jika *insider ownership* meningkat maka tingkat pembayaran dividen akan turun. Hal ini juga karena pada perusahaan dengan karakteristik *blockholder* yang menunjukkan makin memusatnya struktur kepemilikan dan makin besarnya prosentase kepemilikan internal, pihak manajemen yang juga merupakan pemegang saham tidak terlalu menuntut pembayaran dividen yang tinggi.

c. *Insider Ownership*

Hipotesis yang diajukan sehubungan dengan risiko sebagai faktor yang mempengaruhi insider ownership adalah Risiko berpengaruh positif terhadap *insider ownership*. Hasil analisis dari keseluruhan data tanpa di bedakan berdasarkan karakteristik perusahaannya ditunjukkan pada tabel berikut ini.

Tabel 8  
Hasil estimasi regresi linier berganda  
Variabel dependen INS

Coefficients<sup>a</sup>

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	2.055E-02	4.421		.005	.996
	DEBT	26.095	8.021	.445	3.253	.002
	DPR	-7.77E-03	.020	-.053	-.387	.701
	BETA	-4.968	2.766	-.241	-1.796	.080

a. Dependent Variable: INS

Sehingga persamaan yang dihasilkan adalah:

$$INS = 0,02055 + 26,095 DEBT - 0,00777 DPR - 4,968 BETA$$

(0.005)    (3,253)\*                    (-0.387)                    (-1,796)\*\*\*

Keterangan:

\* signifikan pada level 1%

\*\* signifikan pada level 5%

\*\*\* signifikan pada level 10%

Dari persamaan di atas dapat dilihat bahwa beta sebagai ukuran risiko memiliki koefisien yang negatif signifikan pada level 10%. Dalam hal ini dapat dikatakan bahwa Risiko cukup memiliki pengaruh yang signifikan terhadap insider ownership. Sehingga hipotesis yang menyatakan bahwa Risiko memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap *insider ownership*, ditolak

Hasil penelitian ini berbeda dengan hasil penelitian Demzet & Lehn (1985) yang menyatakan bahwa Semakin tinggi risiko yang dihadapi perusahaan akan meningkatkan *insider ownership*, karena kontribusi para manajer terhadap kinerja perusahaan. Tetapi hasil ini konsisten dengan hasil penelitian Nupikso (2000) dan Darmawan (1997). Yang menyatakan bahwa variabel keagenan yang dalam hal ini adalah *insider ownership* kurang bisa digeneralisasikan di Indonesia karena struktur kepemilikan banyak didominasi oleh manajemen keluarga, sehingga semakin kecil risiko perusahaan akan menambah jumlah pemegang saham yang ikut bergabung kedalam manajemen perusahaan.

Dari persamaan diatas juga dapat dilihat bahwa debt memiliki pengaruh positif signifikan terhadap *insider ownership*. Hal ini konsisten dengan persamaan simultan baik pada perusahaan dengan karakteristik no blockholder Sehingga dapat dikatakan bahwa debt memang memiliki peran yang cukup penting sebagai variabel determinan dalam mempengaruhi *insider ownership* (Noronha, et.al 1996).

#### **d. Kebijakan Hutang**

Hipotesis yang diajukan sehubungan dengan profit sebagai faktor yang mempengaruhi kebijakan hutang adalah profitabilitas berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang. Hasil analisis ditunjukkan pada tabel berikut ini.

Tabel 9  
 Hasil estimasi regresi linier berganda  
 Variabel dependen DEBT

Coefficients<sup>a</sup>

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	.395	.051		7.811	.000
	DPR	-2.85E-04	.000	-.114	-.797	.430
	INS	7.729E-03	.002	.453	3.242	.002
	PROFIT	-.138	.410	-.048	-.338	.737

a. Dependent Variable: DEBT

Persamaan yang bisa dibentuk adalah:

$$DEBT = 0.395 + 0.007729 INS - 0.000285 DPR - 0.138 PROFIT$$

(7.811)\*
(-0.797)
(3.242)\*
(-0.338)

Keterangan:

- \* signifikan pada level 1%
- \*\* signifikan pada level 5%
- \*\*\* signifikan pada level 10%

Dari persamaan diatas bisa dilihat bahwa Profit memiliki pengaruh negatif terhadap DEBT, akan tetapi pengaruh tersebut tidak signifikan sehingga hipotesis yang diajukan bahwa profitabilitas berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan hutang perusahaan **ditolak**. Meskipun begitu, koefisien profit yang negatif menunjukkan bahwa terdapat kecenderungan perusahaan yang lebih profitable akan menurunkan permintaan hutang, karena akan tersedia lebih banyak dana-dana internal untuk mendanai investasi. Perusahaan-perusahaan dengan profitabilitas yang tinggi memiliki lebih banyak earning yang tersedia untuk investasi, karenanya akan cenderung mengurangi hutang (Myers & Majluf, 1984)

Hasil tersebut juga didukung dengan pengaruh negatif dividen terhadap debt. Karena menurut Jensen et.al (1992) perusahaan yang membayar dividen tinggi cenderung dalam pendanaannya tidak menggunakan debt tetapi lebih banyak menggunakan profit sebagai sumber pendanaan internal, dan perusahaan dengan biaya finansial tetap tinggi, tidak menyukai kebijakan pembayaran dividen yang tinggi.

#### e. Kebijakan Dividen

Hipotesis yang diajukan sehubungan dengan tingkat pertumbuhan perusahaan sebagai faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen adalah growth berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen. Hasil analisis ditunjukkan pada tabel berikut ini.

Tabel 10  
Hasil estimasi regresi linier berganda  
Variabel dependen DPR

#### Coefficients

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	69.700	27.959		2.492	.017
	INS	-.211	1.124	-.031	-.188	.852
	DEBT	-40.114	66.293	-.101	-.605	.549
	GROWTH	-78.884	34.114	-.345	-2.312	.026

a. Dependent Variable: DPR

Tabel diatas jika diformulasikan dalam bentuk persamaan adalah:

$$\text{DPR} = 69,7 - 0,211 \text{ INS} - 40,114 \text{ DEBT} - 78,884 \text{ GROWTH}$$

(2,492)    (-0,188)    (-0,605)    (-2,312)\*\*

Keterangan:

\* signifikan pada level 1%

\*\* signifikan pada level 5%

\*\*\* signifikan pada level 10%

Persamaan diatas menunjukkan bahwa growth memiliki koefisien negatif signifikan terhadap DPR. Ini berarti pertumbuhan perusahaan memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan perusahaan, sehingga hipotesis yang diajukan bahwa pertumbuhan perusahaan berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan dividen dapat **diterima**.

Hal tersebut konsisten dengan Rozeff (1982) seperti dikutip Moh'd, Perry & Rimbey (1995) menyatakan bahwa tingkat pertumbuhan perusahaan yang tinggi mengindikasikan adanya kesempatan investasi yang tinggi yang membutuhkan pendanaan, sehingga jika perusahaan harus membayarkan dividen, perusahaan harus mencari dana dari pihak eksternal. Usaha mendapatkan tambahan dana dari pihak eksternal ini akan menimbulkan biaya transaksi. Biaya transaksi yang tinggi menyebabkan perusahaan harus berpikir kembali untuk membayarkan dividen. Apabila masih ada peluang investasi yang bisa diambil, perusahaan akan lebih baik menggunakan dana dari aliran kas internal untuk membiaya investasi tersebut (Holder, Langler & Hexter, 1998). Sehingga perusahaan yang memiliki pertumbuhan tinggi dengan peluang investasi yang besar seringkali membayarkan dividen yang rendah.

## V. PENUTUP

### 1. Simpulan

Simultanitas *insider ownership*, kebijakan hutang dan kebijakan dividen perusahaan sebagai suatu mekanisme untuk mengurangi *agency problem* tidak terbukti dalam penelitian ini. Baik untuk perusahaan dengan karakteristik *no blockholder* maupun *blockholder*. Di Indonesia, sebagian besar perusahaan merupakan perusahaan keluarga sehingga masalah keagenan kurang bisa digeneralisasikan. Kemungkinan munculnya *agency problem* sangat kecil untuk perusahaan yang dikelola secara kekeluargaan. Akibatnya mekanisme yang ditawarkan untuk mengurangi *agency problem* juga tidak bisa diterapkan untuk perusahaan-perusahaan di Indonesia. Hal ini sudah dibuktikan dengan membedakan perusahaan berdasarkan karakteristiknya. Akan tetapi hasil yang diperoleh sama bahwa tidak terjadi simultanitas *insider ownership*, kebijakan hutang dan kebijakan dividen perusahaan untuk mengurangi *agency problem*.

Hasil analisis faktor spesifik perusahaan menunjukkan bahwa risiko memiliki pengaruh negatif terhadap *insider ownership*. Pada kebijakan hutang ternyata faktor spesifik perusahaan berupa profitabilitas tidak berpengaruh secara signifikan terhadap hutang perusahaan. Sedangkan kebijakan dividen dipengaruhi oleh pertumbuhan perusahaan. Sehingga hanya pengaruh pertumbuhan perusahaan terhadap kebijakan dividen yang konsisten dengan hipotesis dalam penelitian ini.

## 2. Keterbatasan

Beberapa keterbatasan yang ada dalam penelitian ini yang perlu diperhatikan adalah:

1. Penelitian ini menggunakan data cross-section sehingga jumlah sample yang diperoleh sangat kecil, meskipun jumlah perusahaan di Indonesia sebenarnya cukup memadai untuk penelitian cross-section. Hal ini dikarenakan jumlah perusahaan yang memenuhi kriteria yang ditentukan hanya sedikit.
2. Variabel yang digunakan masih sangat sedikit, sementara masih banyak variabel lain yang masih memungkinkan untuk dipertimbangkan sebagai salah satu faktor pengontrol *agency problem*.

## 3. Saran

1. Peningkatan jumlah sample penelitian dengan cara memperluas area penelitian, sehingga diharapkan akan diperoleh hasil yang bisa digeneralisasikan untuk semua perusahaan yang ada di Indonesia.
2. perlu dilakukan perluasan periode penelitian dengan mempertimbangkan peristiwa-peristiwa makro yang berpengaruh terhadap perkembangan pasar modal dan perusahaan-perusahaan di Indonesia.

## DAFTAR PUSTAKA

- Brennan, M and Thakor, A, "*Shareholder Preference and Dividend Policy*" The Journal Of Finance, Vol. XLV, No.4, September 1990
- Crutchley, C. E and Hansen, R.S, "*A Test of the Agency Theory of Managerial Ownership, Corporate Leverage, and Coeporate Dividends*" Financial Management / Winter., 1989
- Cooper, R.D. and C.W. Emory., "*Business Research Methode*" Richard D. Irwin 1995
- Demsey, S and Laber, Gene, "*Effect Of Agency and Transaction Costs on Dividend Payout Ratio*" The Journal Of Finance Research, Vol. XV, No.4, Winter 1993
- Dermawan, E.S., "*Faktor-Faktor Penentu Kebijakan Pembayaran Dividen pada Perusahaan yang Go Publik di BEJ*" Tesis, Universitas Gadjah Mada Yogyakarta, 1996
- Demzetz, h, and K Lehn, "The Structure of Corporate Ownership: Couses and Consequentces" Jurnal Of political Economy, 93 1985
- Elton, E.J., and M.J. Gruber., "*Modern Portofolio Theory and Investment Analysis*" 5<sup>th</sup> edition., John Wiley & Sons, New York 1995
- Eugene F Brigham and Louis Gapenski, "*Intermediate Financial Management*" 5<sup>th</sup> edition, The Dryden Press, New York, 1996
- Faisal., "*Pengaruh Struktur Kepemilikan Terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan Pada Industri Manufaktur di Bursa Efek Jakarta*" Tesis, Universitas Gadjah Mada 2000
- Gujarati, D.N., "*Basic Econometric*", Singapore: Mc Graw-Hill Company, 1995
- Hansen, R.S and Kumar, R., "*Dividend Policy and Corporate Monitoring Evidance from The Regulated Electric Utility Industry*" Financial Management, Vol.23, Spring 1994
- Hartono, J., "*Teori Portofolio dan Analisis Investasi*" Edisi Pertama, BPFE Yogyakarta 1998
- Hair, Jr., J.F., R.E. Anderson, R.L. Tatham, and W.C. Black., "*Multivariate Data Analysis with Reading*" third edition, Macmillan Publishing Company, New York 1992

- Holder, M.E, Langlehr, F.W and Hexter, J.L, "*Dividend Policy Determinant: An Investigation of Influences of Stakeholder Theory*" *Financial Management/ Autumn* 1998
- Jensen, M., and W, Meckling, "*Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency and Ownership Structure*" *Journal of Financial Economic* 3, 1976
- Jensen, C.M., "*Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers*" *AEA Papers and Proceeding*, May 1986
- Nupikso, Gunoro., "*Analisis Simultan dalam Mengkaji Hubungan Antara Insider Ownership, Kebijakan Debt dan Dividend Perusahaan*, Tesis, Universitas Gadjah Mada, Yogyakarta, 2000
- Setyawan, I.R., "*Simultanitas Keputusan Dividen dan Struktur Modal*" Tesis, Universitas Gadjah Mada, Yogyakarta, 1999
- Simons, K., "*The Relationship Between Dividend Changes and Cash Flow: An Empirical Analysis*" *Journal of Business Finance & Accounting*, 21(4), June 1994
- Susilawati, E. Dampak Faktor-faktor Keagenan dan Faktor-faktor yang Mempengaruhi Biaya Transaksi terhadap Rasio Pembayaran Dividen, *Jurnal Siasat Bisnis*, (2000)
- Moh'd, M.A, Perry, L.G and Rimbey, J.N, "*An Investigation of Dynamic Relationship between Agency Theory and Dividend*" *The Financial Review*, Vol. 30, No.2 May 1995
- Noronha, G..M., Shome, D.K and Morgan, G.E., "*The Monitoring Rationale of Dividends and the Interaction of Capital Structure and Dividend Decisions*" *Journal of Banking & Finance* 20, 1996
- Wilberforce, T., "*Substitutability of Agency Conflict Control Mechanism: A Simultaneous Equation Analysis of Insider Ownership, Debt and Dividend Policies*" Tesis, Gadjah Mada University, 2000

# LAMPIRAN 1

# DATA SAMPEL

No	Perusahaan	INS	PBV	DEBT	DPR	Op. Income	Total asset	Sales (t)	Sales (t-1)	BLOK	Profit	GROW
2003	Apexindo Pratama duta	2.03	0.51	0.55	23.16	101,771	2,621,700	823,162	556,334	y	0.0388187	0.48
2	Cahaya Kalbar	10.55	0.29	0.23	0.28	985	295,249	180,498	172,968	y	0.0033362	0.04
3	Tunas Baru Lampung	10	0.5	0.56	0.32	72,756	1,151,271	715,576	626,619	y	0.0631962	0.14
4	Gudang garam	17.4	2.39	0.37	31.39	2,930,647	17,338,899	23,137,376	20,939,084	y	0.1690215	0.10
5	Hanjaya Mandala Sampurna	1.97	3.49	0.43	38.38	2,392,602	10,197,768	14,675,125	15,128,664	n	0.2346202	(0.03)
6	Pan brothers	13.77	2.01	0.35	32.98	7,326	112,292	264,225	300,118	n	0.0652406	(0.12)
7	Aneka Kinjia Raya	0.47	0.4	0.32	19.31	44,450	692,237	1,382,082	1,288,511	y	0.0642121	0.07
8	Lautan Luas	3.64	0.56	0.67	20.4	55,604	1,228,714	1,258,443	1,113,638	y	0.0452538	0.13
9	Bentoyaya Manunggal	9.58	1.56	0.06	8.37	(171)	23,346	18,543	20,443	y	-0.007325	(0.09)
10	Lionmesh Prima	25.78	0.42	0.63	14.04	2,380	34,163	65,106	57,462	n	0.0696666	0.13
11	Lion Metal Work	0.18	0.43	0.14	37.3	17,419	119,865	87,997	83,535	n	0.1453218	0.05
12	Kedaung Indah Can	4.6	0.25	0.37	0.21	18,152	177,457	84,274	126,689	n	0.1022896	(0.33)
13	Prima Alloy Stell	5.91	0.31	0.69	0.1	29,449	368,825	391,433	192,471	n	0.0798455	1.03
14	Selamat Sempurna	1.6	0.96	0.44	94.9	89,550	632,610	637,589	603,355	y	0.1415564	0.06
15	Berlian Laju tanker	0.06	1.91	0.64	20.8	203,122	3,010,417	969,866	915,340	n	0.067473	0.06
16	Pelayaran Tempuran Emas	0.02	1.45	0.36	30.1	32,381	277,322	179,403	83,129	y	0.1167632	1.16
17	Rig tenders Indonesia	0.03	0.85	0.04	105.04	(12,959)	455,582	172,319	227,405	n	-0.028445	(0.24)
18	Samudra Indonesia	2.29	0.67	0.57	37.9	97,727	2,052,585	882,622	2,962,972	y	0.0476117	(0.70)
19	Ramayana Lestari Sentosa	3.71	3.99	0.39	56	359,593	2,512,276	3,553,447	3,262,393	y	0.1431344	0.09
20	Kresna Graha	51.51	0.84	0.29	12.79	3,931	70,104	11,387	6,256	n	0.0560738	0.82
21	Trimegah Securitas	3.36	1.39	0.37	21.13	42,275	397,883	150,377	100,626	n	0.1062498	0.49
22	Harta Aman Pratama	12.51	1.58	0.75	86.49	2,830	32,132	22,390	16,698	n	0.0880742	0.34
23	Asuransi Ramayana	42.93	0.33	0.83	41.75	17,623	150,813	93,397	86,000	n	0.1168533	0.09
24	Panorama sentrawisata	3.25	2.27	0.45	0.56	(2,806)	223,125	519,773	531,086	y	-0.012576	(0.02)
25	Sona topas Tourism	4.21	0.36	0.65	9.56	9,232	365,797	159,397	228,092	n	0.025238	(0.30)
26	Jasuindo Tiga Perkasa	7	1.75	0.37	0.08	6,944	90,983	50,823	50,261	y	0.076322	0.01
2002	Apexindo Pratama duta	0.08	0.55	0.39	13.7	77,833	1,883,834	556,334	590,376	y	0.0413163	(0.06)

No	Perusahaan	INS	PBV	DEBT	DPR	Op. Income	Total asset	Sales (t)	Sales (t-1)	BLOK	Profit	GROW
28	Gudang garam	17.4	1.64	0.37	27.66	3,455,030	15,452,703	20,939,084	17,970,450	y	0.2235874	0.17
29	Hanjaya Mandala Sampurna	1.97	3.2	0.47	38.38	2,727,495	9,817,074	15,128,664	14,066,515	n	0.2778318	0.08
30	Pan brothers Tex	13.77	2.09	0.48	7.14	26,484	140,844	300,118	287,978	n	0.1880378	0.04
31	Lautan Luas	3.48	0.35	0.56	20.05	49,381	902,286	1,113,638	1,039,517	y	0.0547288	0.07
32	Duta Pertiwi nusantara	1.9	0.25	0.31	47.51	5,950	125,604	58,302	79,163	n	0.0473711	(0.26)
33	Dynaplast	0.4	0.81	0.39	38.37	87,852	526,788	446,215	383,641	n	0.1667692	0.16
34	Fatrapolindo Nusa industri	31.82	0.74	0.28	35.55	46,079	240,295	216,291	210,837	n	0.1917601	0.03
35	Lionmesh Prima	32.25	0.3	0.68	16.22	789	34,853	57,462	50,627	n	0.0226379	0.14
36	Lion Metal Work	0.18	0.41	0.13	30.66	17,449	108,263	83,535	66,834	n	0.1611723	0.25
37	Selamat Sempurna	1.6	5.41	0.4	484.31	84,125	583,627	603,355	565,090	y	0.1441417	0.07
38	Berlian Laju tanker	0.06	1.01	0.61	24.27	196,479	2,590,908	915,340	879,888	n	0.075834	0.04
39	Pelayaran Tempuran Emas	0.02	0.4	0.3	6.25	16,051	159,130	83,129	50,490	y	0.1008672	0.65
40	Rig tenders Indonesia	0.03	0.48	0.05	264.01	62,008	463,454	227,405	237,748	n	0.1337954	(0.04)
41	Samudra Indonesia	2.29	0.43	0.57	24.23	158,058	2,083,510	2,962,972	3,246,046	y	0.0758614	(0.09)
42	Panorama sentrawisata	3.25	2.23	0.38	0.38	(3,921)	196,981	531,086	418,709	y	-0.019905	0.27
43	Gema Graha Sarana	0.26	0.76	0.35	0.53	7,798	71,178	93,807	70,239	y	0.1095563	0.34
44	Infoasia Teknologi global	4.03	5.42	0.15	35.28	3,662	117,493	115,671	99,279	y	0.0311678	0.17

# LAMPIRAN 2

## Hasil Olahan Data

### Perusahaan *no blockholder*

#### a. Dependen variabel INS

##### Variables Entered/Removed<sup>a</sup>

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	BETA, DEBT <sub>a</sub> , DPR		Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: INS

##### Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.623 <sup>a</sup>	.388	.286	13.0653

a. Predictors: (Constant), BETA, DEBT, DPR

##### ANOVA<sup>b</sup>

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	1950.497	3	650.166	3.809	.028 <sup>a</sup>
	Residual	3072.628	18	170.702		
	Total	5023.125	21			

a. Predictors: (Constant), BETA, DEBT, DPR

b. Dependent Variable: INS

##### Coefficients<sup>a</sup>

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-5.675	8.276		-.686	.502
	DEBT	38.424	13.171	.614	2.917	.009
	DPR	3.651E-02	.060	.131	.610	.550
	BETA	-6.319	5.680	-.213	-1.113	.281

a. Dependent Variable: INS

**b. Dependen variabel DEBT**

**Variables Entered/Removed<sup>b</sup>**

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	PROFIT, <sup>a</sup> DPR, INS		Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: DEBT

**Model Summary**

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.697 <sup>a</sup>	.485	.399	.1914

a. Predictors: (Constant), PROFIT, DPR, INS

**ANOVA<sup>b</sup>**

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	.622	3	.207	5.657	.007 <sup>a</sup>
	Residual	.659	18	3.663E-02		
	Total	1.281	21			

a. Predictors: (Constant), PROFIT, DPR, INS

b. Dependent Variable: DEBT

**Coefficients<sup>a</sup>**

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	.488	.093		5.229	.000
	DPR	-1.65E-03	.001	-.372	-2.146	.046
	INS	7.763E-03	.003	.486	2.777	.012
	PROFIT	-.397	.575	-.118	-.691	.498

a. Dependent Variable: DEBT

c. Dependen variabel DPR

Variables Entered/Removed<sup>d</sup>

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	GROWTH, INS, DEBT <sup>a</sup>		Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: DPR

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.486 <sup>a</sup>	.236	.109	52.4518

a. Predictors: (Constant), GROWTH, INS, DEBT

ANOVA<sup>b</sup>

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	15332.310	3	5110.770	1.858	.173 <sup>a</sup>
	Residual	49521.440	18	2751.191		
	Total	64853.751	21			

a. Predictors: (Constant), GROWTH, INS, DEBT

b. Dependent Variable: DPR

Coefficients<sup>c</sup>

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	94.166	25.503		3.692	.002
	INS	.332	.915	.092	.362	.721
	DEBT	-121.303	60.726	-.539	-1.998	.061
	GROWTH	1.839	38.596	.011	.048	.963

a. Dependent Variable: DPR

**Perusahaan no blockholder**

**a. Dependen variabel INS**

**Variables Entered/Removed<sup>d</sup>**

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	BETA, DPR, <sup>a</sup> DEBT		Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: INS

**Model Summary**

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.249 <sup>a</sup>	.062	-.094	5.4162

a. Predictors: (Constant), BETA, DPR, DEBT

**ANOVA<sup>b</sup>**

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	34.924	3	11.641	.397	.757 <sup>a</sup>
	Residual	528.025	18	29.335		
	Total	562.950	21			

a. Predictors: (Constant), BETA, DPR, DEBT

b. Dependent Variable: INS

**Coefficients<sup>a</sup>**

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	7.589	3.613		2.101	.050
	DEBT	-7.340	8.525	-.205	-.861	.401
	DPR	-7.22E-03	.012	-.141	-.612	.548
	BETA	.470	2.239	.050	.210	.836

a. Dependent Variable: INS

**b. Dependen variabel DEBT**

**Variables Entered/Removed<sup>b</sup>**

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	PROFIT, <sup>a</sup> INS, DPR		Enter

- a. All requested variables entered.
- b. Dependent Variable: DEBT

**Model Summary**

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.250 <sup>a</sup>	.062	-.094	.1513

- a. Predictors: (Constant), PROFIT, INS, DPR

**ANOVA<sup>b</sup>**

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	2.745E-02	3	9.149E-03	.400	.755 <sup>a</sup>
	Residual	.412	18	2.288E-02		
	Total	.439	21			

- a. Predictors: (Constant), PROFIT, INS, DPR
- b. Dependent Variable: DEBT

**Coefficients<sup>a</sup>**

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	.408	.055		7.440	.000
	DPR	-1.04E-04	.000	-.073	-.288	.777
	INS	-7.18E-03	.007	-.257	-1.037	.313
	PROFIT	.410	.598	.179	.685	.502

- a. Dependent Variable: DEBT

### c. Dependent variabel DPR

#### Variables Entered/Removed<sup>d</sup>

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	GROWTH, <sup>a</sup> INS, DEBT		Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: DPR

#### Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.514 <sup>a</sup>	.265	.142	93.7026

a. Predictors: (Constant), GROWTH, INS, DEBT

#### ANOVA<sup>b</sup>

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	56853.507	3	18951.169	2.158	.128 <sup>a</sup>
	Residual	158043.3	18	8780.185		
	Total	214896.8	21			

a. Predictors: (Constant), GROWTH, INS, DEBT

b. Dependent Variable: DPR

#### Coefficients<sup>a</sup>

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	100.149	69.529		1.440	.167
	INS	-4.310	4.063	-.221	-1.061	.303
	DEBT	-58.283	146.039	-.083	-.399	.695
	GROWTH	-133.214	54.825	-.500	-2.430	.026

a. Dependent Variable: DPR

## Keseluruhan Perusahaan

### a. Dependen variabel INS

Variables Entered/Removed<sup>b</sup>

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	BETA, DPR, <sup>a</sup> DEBT		Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: INS

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.529 <sup>a</sup>	.279	.225	10.4534

a. Predictors: (Constant), BETA, DPR, DEBT

ANOVA<sup>b</sup>

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	1694.663	3	564.888	5.170	.004 <sup>a</sup>
	Residual	4370.902	40	109.273		
	Total	6065.565	43			

a. Predictors: (Constant), BETA, DPR, DEBT

b. Dependent Variable: INS

Coefficients<sup>a</sup>

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	2.055E-02	4.421		.005	.996
	DEBT	26.095	8.021	.445	3.253	.002
	DPR	-7.77E-03	.020	-.053	-.387	.701
	BETA	-4.968	2.766	-.241	-1.796	.080

a. Dependent Variable: INS

**b. Dependent variabel DEBT**

**Variables Entered/Removed<sup>b</sup>**

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	PROFIT, <sup>a</sup> INS, DPR		Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: DEBT

**Model Summary**

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.485 <sup>a</sup>	.236	.178	.1836

a. Predictors: (Constant), PROFIT, INS, DPR

**ANOVA<sup>b</sup>**

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	.416	3	.139	4.111	.012 <sup>a</sup>
	Residual	1.348	40	3.370E-02		
	Total	1.763	43			

a. Predictors: (Constant), PROFIT, INS, DPR

b. Dependent Variable: DEBT

**Coefficients<sup>a</sup>**

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	.395	.051		7.811	.000
	DPR	-2.85E-04	.000	-.114	-.797	.430
	INS	7.729E-03	.002	.453	3.242	.002
	PROFIT	-.138	.410	-.048	-.338	.737

a. Dependent Variable: DEBT

## C. Dependen Variabel DPR

### Variables Entered/Removed<sup>b</sup>

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	GROWTH, INS, DEBT <sup>a</sup>		Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: DPR

### Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.389 <sup>a</sup>	.151	.087	77.0496

a. Predictors: (Constant), GROWTH, INS, DEBT

### ANOVA<sup>b</sup>

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	42288.329	3	14096.110	2.374	.084 <sup>a</sup>
	Residual	237465.8	40	5936.645		
	Total	279754.1	43			

a. Predictors: (Constant), GROWTH, INS, DEBT

b. Dependent Variable: DPR

### Coefficients<sup>a</sup>

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	69.700	27.969		2.492	.017
	INS	-.211	1.124	-.031	-.188	.852
	DEBT	-40.114	66.293	-.101	-.605	.549
	GROWTH	-78.884	34.114	-.345	-2.312	.026

a. Dependent Variable: DPR

# LAMPIRAN 3

## DAFTAR RIWAYAT HIDUP PENELITI

---

1. Nama Lengkap & Gelar Akademik : C. Erna Susilawati, SE., M.Si
2. Tempat & Tgl Lahir : Yogyakarta/ 26 Maret 1973
3. Jenis Kelamin : Perempuan
4. Fakultas/Jurusan : Ekonomi/ Manajemen
5. Pangkat/Golongan/NIK : AA/3B /311.97. 0268
6. Bidang Keahlian : Manajemen Keuangan  
Tahun Perolehan Gelar Akademik Terakhir : 2000
7. Kedudukan dalam Tim : Anggota
8. Alamat Kantor/Kode Pos : Dinoyo 42-44 Surabaya/ 60265  
Telp/Faks : 031-5678478/ 031-5610818  
E-Mail : erna@mail.wima.ac.id  
Alamat Rumah/ Kode Pos : Pondok Wage II Blok G-2 Sidoarjo  
Telp/Faks : 031-8551745  
E-Mail : erna\_msi@yahoo.com
9. Pengalaman dalam Bidang Penelitian :
  - a. *Intellectual Capital* dan Kinerja Bisnis Perusahaan (2004)
  - b. Analisis Efektivitas Safari Layanan Informasi UKWMS dengan *Consumer Decision models* (2002)
  - c. Faktor-faktor yang Mempengaruhi Beta Faktor: Studi Perbandingan Sebelum dan Selama Krisis Moneter (2001)
  - d. Dampak Faktor-faktor Keagenan dan Faktor-faktor yang Mempengaruhi Biaya Transaksi terhadap Rasio Pembayaran Dividen(2000)
  - e. Transformasi Organisasional dan Kepemimpinan Perusahaan (1999)

Surabaya, 17 November 2005

ttd

C. Erna Susilawati, SE., MSi

NIP. 311.97.0268