

# HUBUNGAN STRUKTUR KEPEMILIKAN, TINGKAT UTANG, DIVIDEN, DAN NILAI PERUSAHAAN DALAM MENGURANGI KONFLIK KEAGENAN DI INDONESIA

Sri Dwi Ari Ambarwati  
Khoirul Hikmah

Jurusan Manajemen Fakultas Ekonomi UPN “Veteran” Yogyakarta  
Jl. SWK No.104 Lingkar Utara, Condong Catur, Sleman, Yogyakarta, 55283.

## *Abstract*

*This research tried to analyze substitution relationship among debt policy, dividend and insider ownership structure as the agency control mechanism on manufacturing firms in period 2005-2009. The hypothesis proposed in this paper were there was a substitution relationship between insider's ownership and debt policy in reducing agency conflict, there was a substitution relationship between debt and dividend policy in reducing agency conflict and there was substitution relationship between insider's ownership and dividend policy in reducing agency conflict. This research used purposive sampling method to determine samples and there were 42 firms as the samples. The analysis instrument used was simultaneous equation model by using two stages least square method. These empirical results verified that debt and dividend policy was determined by simultaneous, while insider ownership did not influence debt policy. Hypothesis test showed that there was no substitution relationship between insider's ownership and debt policy in reducing agency conflict, there was substitution relationship between debt and dividend policy in reducing agency conflict and there was substitution relationship between insider's ownership and dividend policy in reducing agency conflict. Because as a whole, eventhough not fully, there was simultaneity among debt policy, insider's ownership and dividend it was expected to increase firm value.*

**Key words:** *corporate value, debt policy, dividend policy, insider's ownership*

Saat ini kepentingan *stakeholder* menjadi prioritas penanganan bagi sebagian besar perusahaan publik. Para *stakeholder* memiliki kepentingan masing-masing sehingga penyatuan kepentingan-kepentingan itu dapat menimbulkan masalah. Demikian pula dalam manajemen keuangan, dikenal adanya konflik kepentingan antara pemegang saham, *debtholder*, dan manajer perusahaan dalam hu-

bungannya sebagai agen dan prinsipal. Pemegang saham menginginkan *return* yang sebanding dengan risiko yang dihadapi dan biaya yang sudah dikeluarkan. Sedangkan *debtholder* menginginkan dana yang dipinjamkannya dapat menghasilkan imbal hasil sesuai kesepakatan dan tepat waktu serta terhindar dari segala risiko finansialnya. Oleh sebab itu manajemen harus mampu mengambil

---

Korespondensi Penulis:

Sri Dwi Ari Ambarwati: Telp./Fax.+62 274 486 255

E-mail: [ambarwati\\_73@yahoo.com](mailto:ambarwati_73@yahoo.com)

segala kebijakan finansial perusahaan yang menguntungkan bagi pihak-pihak tadi sehingga dapat meminimalisir munculnya masalah keagenan (*agency conflict*).

Salah satu mekanisme yang dapat digunakan oleh perusahaan untuk meminimalisasi *agency conflict* adalah *insider ownership*, karena diasumsikan terdapat interdependensi antara kepemilikan manajerial (*insider ownership*), tingkat utang, dan dividen perusahaan (Mahmoud *et al.*, 1998). Proporsi ekuitas yang dimiliki *insider* berpengaruh signifikan terhadap kebijakan finansial perusahaan dan kebijakan tersebut dapat mengurangi asimetri informasi antara manajer dan pihak eksternal sehingga dapat meminimalkan *agency conflict*.

Banyak penelitian yang sudah meneliti masalah keagenan ini dengan melihat interdependensi antara kepemilikan manajerial, kebijakan utang, dan kebijakan dividen dengan model simultan baik *two-stage* atau *three-stage leastsquare*. Untuk memperkuat teori simultanitas maka Crutchley *et al.* (1999) memasukkan variabel tambahan seperti kepemilikan institusional sebagai variabel simultan, menemukan bukti empiris adanya efek substitusi antara kepemilikan insider dan institusional dalam mekanisme *monitoring* konflik keagenan.

Penelitian dari Harjito (2006) tentang keterkaitan hubungan substitusi antara struktur kepemilikan, keputusan pendanaan, dan dividen di pasar modal Malaysia periode 2001-2004 menunjukkan bahwa tidak ada keterkaitan antara struktur kepemilikan, utang, dividen, dan nilai perusahaan di Malaysia. Namun ada hubungan substitusi antara kebijakan dividen dan utang dalam melakukan mekanisme pengawasan konflik keagenan. Sedangkan hubungan antara kepemilikan *insider* dengan utang tidak terbukti. Hal ini berarti kebijakan utang dan dividen (kebijakan keuangan) tidak mampu menggantikan peran kepemilikan *insider* (kebijakan non-keuangan) dalam mengurangi *agency conflict*. Ini terjadi karena peran kepemilikan

*insider* di Malaysia sangat dominan, karena kepemilikan perusahaan didominasi oleh keluarga dan para *insider*.

Hasnawati (2005) melakukan penelitian tentang implikasi keputusan investasi, pendanaan, dan dividen terhadap nilai perusahaan pada seluruh perusahaan *go public* di Bursa Efek Indonesia (BEI), dan menemukan bukti empiris bahwa keputusan investasi, pendanaan, dan dividen secara parsial mempunyai pengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Selain itu membuktikan bahwa keputusan investasi berpengaruh positif terhadap keputusan pendanaan dan dividen berpengaruh positif terhadap keputusan pendanaan.

Penelitian ini merupakan replikasi penelitian Harjito (2006) dengan mengambil obyek penelitian berbeda yaitu perusahaan manufaktur di Indonesia periode 2005-2009. Diharapkan dengan obyek dan periode yang berbeda dapat menghasilkan temuan empiris yang berbeda. Alasan dilakukan penelitian ulang ini adalah untuk uji konsistensi hasil apakah dengan menggunakan model penelitian yang sama namun diterapkan pada perusahaan di negara yang berbeda (Malaysia dan Indonesia) serta periode yang berbeda pula, maka temuan empiris masih konsisten atau tidak.

Penelitian ini secara khusus memiliki tujuan menguji hubungan substitusi (*substitutability*) antara struktur kepemilikan, kebijakan utang, dan dividen sebagai mekanisme *monitoring agency conflict* sehingga jika hubungan substitusi ini terjadi maka akan mengurangi *agency problem*. Berkurangnya *agency problem* akhirnya dapat meningkatkan nilai perusahaan yang diukur dengan proksi Tobin's Q (McConnell & Servaes, 1990 dan Harjito, 2006).

### Teori Keagenan (*Agency Theory*)

Manajemen perusahaan berusaha untuk memberikan sinyal yang positif kepada pasar ten-

tang perusahaan yang dikelolanya. Sinyal positif ini diwujudkan dalam kinerja yang dilaporkannya. Bagi pihak manajemen, manajemen laba dapat memberikan keuntungan atau berpengaruh positif. Sebaliknya, bagi publik dan institusi yang ikut memiliki saham suatu perusahaan, manajemen laba menjadi suatu hal yang merugikan.

Pemisahan status antara pemilik dan pengelola perusahaan menimbulkan suatu masalah yang biasa disebut *agency problems*, terjadi antara pemilik perusahaan atau *shareholders* di satu sisi dengan manajemen selaku pengelola di sisi lain. Posisi manajemen yang sangat dominan dalam suatu perusahaan membuat manajemen sering keluar dari batas yang ditentukan dan melupakan esensi keberadaan pihak manajemen, yaitu meningkatkan kesejahteraan pemilik perusahaan. Hal ini menjadi kelemahan dalam *agency theory*, yakni karena keleluasaan manajemen perusahaan untuk memaksimalkan laba perusahaan yang bisa mengarah pada proses memaksimalkan kepentingan manajemen sendiri dengan beban dan biaya yang harus ditanggung oleh pemilik.

### Struktur Kepemilikan Saham

Menurut Fama & Jensen (1983), pemisahan fungsi antara pemilik kontrol dapat menimbulkan keagenan, karena itu diperlukan pengaturan yang maksimal. Menurut Gedajlovic & Shapiro (1998), salah satu bentuk pengaturan tersebut melalui struktur kepemilikan tertentu yang bertujuan untuk membatasi gerak langkah manajemen sehingga dapat meningkatkan kinerja perusahaan. Struktur kepemilikan dibedakan berdasarkan konsentrasi kepemilikan saham. Wilopo dan Mayangsari (2002) menyatakan bahwa struktur kepemilikan berupa karakteristik perusahaan. Lebih jauh dikatakan bahwa perusahaan yang memiliki konsentrasi kepemilikan pada *insider ownership* akan memiliki kinerja lebih baik dibandingkan yang sebaliknya *outsider ownership*.

Berdasarkan konsentrasi kepemilikan saham, struktur kepemilikan saham dapat dibedakan menjadi tiga yaitu: (1) struktur kepemilikan saham publik yang termasuk dalam *outsider ownership*; (2) struktur kepemilikan dalam publik yang termasuk dalam *outsider ownership*; (3) struktur kepemilikan saham manajerial atau *insider ownership*.

### Hubungan Substitusi antara Kepemilikan Insider, Kebijakan Utang, dan Dividen

Studi empiris terkait mekanisme dalam memonitor konflik keagenan telah dilakukan dan menemukan bukti bahwa terdapat hubungan antara variabel-variabel mekanisme tersebut. Hubungan substitusi menunjukkan sebuah mekanisme jika mekanisme itu efektif kemudian mekanisme lainnya menjadi tidak berfungsi lagi. Hubungan antara kepemilikan *insider* dan keputusan dividen dapat ditemukan baik dalam hubungan substitusi atau saling melengkapi (Miguel *et al.*, 2005 dalam Harjito, 2006). Pembayaran dividen secara negatif dipengaruhi oleh kepemilikan *insider*, hal ini berarti bahwa hubungan substitusi terjadi antara dividen dan kepemilikan *insider*. Seperti penelitian Perry & Rimbey dalam Harjito (2006), bahwa perusahaan dengan persentase kepemilikan *insider* yang tinggi memiliki tingkat pembayaran dividen rendah dan membayar biaya keagenan yang rendah.

### PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Crutchley *et al.* (1999) melakukan uji interdependensi antara kepemilikan manajerial, risiko, kebijakan dividen, kepemilikan institusional, dan pendanaan menggunakan analisis simultanitas, dan menunjukkan hasil bahwa terdapat interdependensi antara variabel-variabel yang terdapat dalam mekanisme pengurangan konflik keagenan.

Menurut penelitian Ismiyanti & Hanafi (2004) menunjukkan bahwa terdapat hubungan interdependensi antara kepemilikan manajerial, kebijakan

dividen, kebijakan utang, dan risiko pada perusahaan manufaktur di BEI, dengan menambahkan variabel risiko dan menguji apakah risiko memiliki hubungan non linier dengan struktur modal. Hasil menunjukkan bahwa tidak menemukan bukti bahwa risiko memiliki hubungan non linier. Penelitian ini juga menguji hubungan substitusi antar kebijakan keuangan perusahaan namun tidak secara spesifik.

Hasnawati (2005) melakukan penelitian tentang implikasi keputusan investasi, pendanaan, dan dividen terhadap nilai perusahaan pada seluruh perusahaan *go public* di Bursa Efek Indonesia, dan menemukan bukti empiris bahwa keputusan investasi, pendanaan, dan dividen secara parsial mempunyai pengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Selain itu membuktikan bahwa keputusan investasi berpengaruh positif terhadap keputusan pendanaan dan dividen berpengaruh positif terhadap keputusan pendanaan.

Purnamasari *et al.* (2009) juga menguji keterkaitan antara keputusan investasi, keputusan pendanaan, dan dividen pada perusahaan publik yang terdaftar di BEI sampai tahun 2006. Hasilnya adalah terdapat interdependensi antara keputusan pendanaan dengan keputusan dividen secara negatif signifikan sedangkan antara keputusan investasi dengan pendanaan dan antara keputusan investasi dengan dividen tidak terdapat interdependensi. Temuan ini dapat memberikan manfaat bagi perusahaan agar memperhatikan keputusan pendanaan dan keputusan dividen karena keduanya terbukti saling berkaitan secara negatif signifikan.

Penelitian dari Harjito (2006) tentang keterkaitan hubungan substitusi antara struktur kepemilikan, keputusan pendanaan, dan dividen di pasar modal Malaysia periode 2001-2004 menunjukkan bahwa tidak ada keterkaitan antara kepemilikan, utang, dan dividen di Malaysia, namun ada hubungan substitusi antara kebijakan dividen dan utang dalam melakukan mekanisme peng-

awasan konflik keagenan. Sedangkan hubungan antara kepemilikan *insider* dengan utang tidak terbukti. Hal ini berarti kebijakan utang dan dividen (kebijakan keuangan) tidak mampu menggantikan peran kepemilikan *insider* (kebijakan non-keuangan) dalam mengurangi *agency conflict*. Ini terjadi karena peran kepemilikan *insider* di Malaysia sangat dominan, kepemilikan perusahaan didominasi oleh keluarga dan para *insider*. Berdasarkan kajian konsep dan empiris, maka ditarik hipotesis sebagai berikut:

- H<sub>1</sub>: terdapat hubungan substitusi antara kebijakan utang dan kepemilikan *insider* dalam perannya mengontrol *agency conflict*.
- H<sub>2</sub>: terdapat hubungan substitusi antara kebijakan utang dan dividen dalam perannya mengontrol *agency conflict*.
- H<sub>3</sub>: terdapat hubungan substitusi antara kepemilikan *insider* dan dividen dalam perannya mengontrol *agency conflict*.

## METODE

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan *go public* yang terdaftar pada BEI. Pemilihan sampel dilakukan berdasarkan metode *purposive sampling* dengan tujuan untuk mendapatkan sampel yang representatif sesuai dengan kriteria yang telah ditentukan sebanyak 193 perusahaan manufaktur, namun perusahaan yang memiliki kelengkapan data hanya 64 perusahaan. Perusahaan inilah yang diolah untuk membuktikan hipotesis yang diajukan.

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data laporan keuangan tahunan, dividen yang dibayarkan, harga penutupan saham, dan jumlah lembar saham beredar bersumber dari laporan keuangan tahunan yang dipublikasikan di BEI, diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD).

Teknik pengumpulan data dengan menggunakan metode dokumentasi yaitu teknik pengum-

## Hubungan Struktur Kepemilikan, Tingkat Utang, Dividen, dan Nilai Perusahaan...

*Sri Dwi Ari Ambarwati & Khoirul Hikmah*

pulan data dengan cara membuat salinan atau meng-gandakan data yang dilakukan dalam penelitian.

Model disusun menggunakan lima variabel endogenous yaitu INSD, DEBT, DPR, dan Tobin's Q. Variabel kontrolnya adalah ROA, SIZE, FASSET, dan Risk. Variabel endogenous pada penelitian ini antara lain: (1) kepemilikan *insider* (INSD) diukur dengan persentase kepemilikan oleh para manajer; (2) DEBT, penggunaan *debt* dapat mengurangi konflik antar *shareholder* dan agen. Pengukuran utang/*debt* diperoleh dari ICMD pada bagian *summary of financial statement*, dihitung sebagai rasio total utang terhadap total aset; (3) DPR, merupakan proksi kebijakan dividen perusahaan, dihitung dengan mempertimbangkan *net income* perusahaan. Variabel ini diperoleh dari ICMD pada bagian *summary of financial statement*; dan (4) nilai perusahaan (Tobin's Q) merupakan proksi dari rasio *equity market value* ditambah total utang dibagi *equity book value* ditambah total utang. *Equity market value* dapat dihitung dari perkalian *closing price* akhir tahun dengan jumlah saham beredar akhir tahun.

Variabel kontrol pada penelitian ini antara lain adalah: (1) ROA, merupakan variabel kontrol dari investasi dan nilai perusahaan, dihitung dari EBIT dibagi total aset; (2) SIZE, merupakan proksi yang digunakan untuk mengontrol investasi dan nilai perusahaan, dengan melihat nilai penjualan/ nilai aset; dan (3) aset tetap (FASSET) menunjukkan rasio aset tetap dengan aset keseluruhan. Variabel ini diukur dengan membagi antara *fixed asset* dengan total aset perusahaan *i* pada periode *t*.

Model persamaan simultan yang digunakan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut (Crutchley *et al.*, 1999 dan Harjito, 2006):

*Debt Equation:*

$$\begin{aligned} \text{DEBT} &= f(\text{INSD}, \text{DIVD}, \text{FASSET}, \text{PROFIT}) \\ \text{DEBT} &= \alpha_1 + \beta_1 \text{INSD} + \beta_2 \text{DIVD} + \beta_3 \text{FASSET} + \beta_4 \text{PROFIT} + e_i \dots \dots \dots (1) \end{aligned}$$

*Insider Ownership Equation:*

$$\begin{aligned} \text{INSD} &= f(\text{DEBT}, \text{DIVD}, \text{INST}, \text{SIZE}) \\ \text{INSD} &= \alpha_2 + \beta_5 \text{DEBT} + \beta_6 \text{DIVD} + \beta_7 \text{INST} + \beta_8 \text{SIZE} + e_i \dots \dots \dots (2) \end{aligned}$$

*Dividend Equation:*

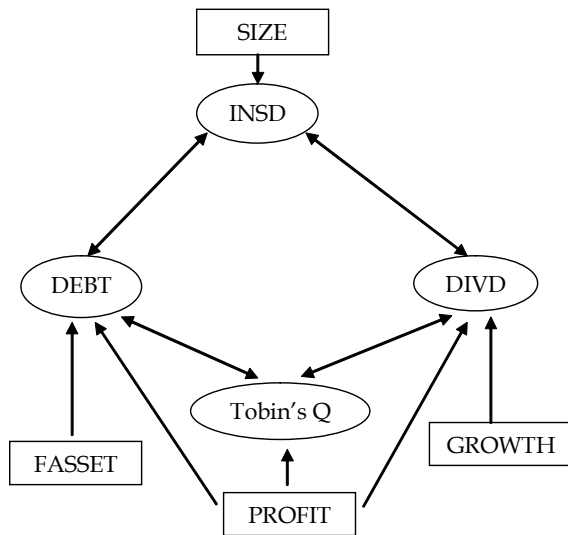
$$\begin{aligned} \text{DIVD} &= f(\text{DEBT}, \text{INSD}, \text{GROWTH}, \text{PROFIT}) \\ \text{DIVD} &= \alpha_3 + \beta_9 \text{INSD} + \beta_{10} \text{DEBT} + \beta_{11} \text{GROWTH} + \beta_{12} \text{PROFIT} + e_i \dots \dots \dots (3) \end{aligned}$$

*Firm Value Equation:*

$$\begin{aligned} \text{TOBIN} &= f(\text{DEBT}, \text{INSD}, \text{DIVD}, \text{SIZE}, \text{PROFIT}) \\ \text{TOBIN} &= \alpha_4 + \beta_{13} \text{INSD} + \beta_{14} \text{DEBT} + \beta_{15} \text{DIVD} + \beta_{18} \text{SIZE} + \beta_{19} \text{PROFIT} + e_i \dots \dots (4) \end{aligned}$$

Keterangan:

- $\alpha_1, \alpha_2, \alpha_3, \alpha_4$  = konstanta
- $\beta_1 \dots \beta_{21}$  = koefisien variabel
- DEBT = rasio utang/ *debt ratio*
- INSD = *insider ownership*; persentase kepemilikan oleh manajer
- DIVD = rasio dividen/ *dividend payment divided by operating income*
- TOBIN = nilai perusahaan (*market value of equity + book value of total debt*)/*book value of total asset*
- INST = kepemilikan institusi/*institutional ownership, the percentage of the firm owned by institutional investors*
- FASSET = rasio aktiva tetap/*fixed asset ratio, ratio of fixed asset to total asset*
- GROWTH = pertumbuhan/*firm growth, the sales growth rate over the previous four years*
- SIZE = ukuran/*firm size; the natural log of the total asset in the firm*
- PROFIT = *return on asset/ ratio of operating income to total asset*



Gambar 1. Model penelitian

Data yang telah terkumpul selanjutnya di-analisis untuk menguji hipotesis yang telah ditentukan. Alat analisis yang relevan adalah regresi simultan *two-stages least square* (2 SLS), alasannya

adalah menghasilkan temuan yang konsisten dan tidak bias dibandingkan dengan hasil regresi *Ordinary Least Square* (OLS) (Gujarati, 1999).

Apabila terjadi hubungan substitusi antara kebijakan DEBT, INSD, dan DIVD diharapkan dapat mengurangi konflik keagenan yang selanjutnya mampu meningkatkan nilai perusahaan (Tobin's Q). Uji hipotesis dilakukan dengan melihat tingkat signifikansi masing-masing variabel endogen di setiap persamaan. Jika nilai probabilitas lebih kecil dari  $\alpha$  yang ditolerir 5% dan memiliki arah hubungan negatif maka dapat dikatakan terjadi hubungan substitusi antara variabel DEBT, INSD, dan DIVD dan sebaliknya (Harjito, 2006).

**HASIL**

**Hubungan Substitusi dalam Mekanisme Kontrol Agency Conflict**

Analisis simultanitas dalam menguji hubungan substitusi antara kebijakan utang, kepemilikan

Tabel 1. Two-Stage Least Square Regression

Variabel Independen	Variabel Dependen			
	DEBT	INSD	DIVD	TOBIN Q
Konstanta	2,4133	5,1211	-12,3887	1,3019
DEBT	-	1,1287 (0,0064)**	-,0437 (0,0412)**	-,0004 (0,0126)**
INSD	1,9248 (p, 0,0190)**	-	-3,0752 (0,0235)**	0,4253 (0,0230)**
DIVD	-2,8791 (0,000)**	-1,7204 (0,0953)***	-	-0,1349 (0,0488)**
INST	-	-0,0048 (0,9691)	-	-
FASSET	0,0136 (0,0667)	-	-	-
SIZE	-	0,1799 (0,0113)**	-	-0,0294 (0,1267)
PROFIT	-0,0528 (0,0130)**	-	-0,0343 (0,4008)	0,0373 (0,0000)**
GROWTH	-	-	0,0001 (0,2168)	-

Keterangan: \*\* signifikan pada  $\alpha= 5\%$ ; \*\*\* signifikan pada  $\alpha= 10\%$

*insider*, dan dividen dalam mekanisme kontrol *agency conflict* dalam penelitian ini menggunakan metode *two-stage least square*. Analisis untuk semua variabel dapat dilihat pada Tabel 1.

### Persamaan Utang (DEBT)

Hasil analisis regresi *two stage least square* untuk variabel DEBT ditampilkan pada Tabel 2 kolom kedua. Variabel INSD memiliki hubungan positif signifikan terhadap utang ( $b=1,9248$ ;  $p=0,0190$ ). Variabel DIVD memiliki arah negatif signifikan ( $b=-2,8790$ ;  $p=0,0000$ ). Hal ini menunjukkan adanya hubungan substitusi antara kebijakan dividen dengan utang dalam perannya mengawasi konflik keagenan. Hubungan negatif signifikan ini menunjukkan bahwa meningkatnya dividen akan mengurangi penggunaan utang yang tersedia di perusahaan.

Variabel *fixed asset* memiliki arah positif dan tidak signifikan pada  $\alpha = 5\%$ , ( $b= 0,0135$ ;  $p= 0,0667$ ). Hal ini menunjukkan bahwa nilai utang perusahaan meningkat jika *fixed asset* juga meningkat secara kontinyu. Sedangkan variabel ROA memiliki arah negatif signifikan pada  $\alpha = 5\%$ , artinya variabel ROA berpengaruh terhadap kebijakan utang perusahaan.

### Persamaan Kepemilikan Insider (INSD)

Hasil analisis regresi *two stage least square* untuk variabel INSD ditampilkan pada Tabel 2 kolom ketiga. Variabel DEBT memiliki hubungan positif signifikan terhadap kepemilikan *insider* ( $b= 1,1287$ ;  $p= 0,0064$ ). Hal ini menunjukkan tidak adanya hubungan substitusi antara kepemilikan *insider* dengan utang dalam perannya mengawasi konflik keagenan, artinya kepemilikan *insider* tidak dapat menggantikan peran kebijakan utang untuk mengurangi konflik keagenan dalam perusahaan. Jadi kedua kebijakan ini harus diambil secara simultan.

Variabel DIVD memiliki arah negatif signifikan pada  $\alpha = 10\%$  ( $b= -2,8790$ ;  $p= 0,0000$ ). Hal ini

menunjukkan adanya hubungan substitusi antara kebijakan dividen dengan kepemilikan *insider* dalam perannya mengawasi konflik keagenan, artinya peningkatan pembayaran dividen dapat menggantikan peran kepemilikan *insider* dalam mengurangi terjadinya konflik keagenan yang terjadi dalam perusahaan.

Variabel INST memiliki arah negatif dan tidak signifikan pada  $\alpha = 5\%$ , ( $b= -0,0048$ ;  $p= 0,9691$ ). Hal ini menunjukkan bahwa peningkatan kepemilikan institusional akan mengurangi jumlah kepemilikan *insider*, namun tidak signifikan. Sedangkan variabel SIZE memiliki arah positif signifikan pada  $\alpha = 5\%$ , artinya jika kepemilikan *insider* meningkat maka ukuran perusahaan juga semakin meningkat. Hasil ini tidak sesuai temuan Harjito (2006).

### Persamaan Dividen (DIVD)

Hasil analisis regresi *two stage least square* untuk variabel DIVD ditampilkan pada Tabel 2 kolom keempat. Variabel DEBT memiliki arah negatif signifikan ( $b= -1,0436$ ;  $p=0,0412$ ). Hal ini menunjukkan adanya hubungan substitusi antara kebijakan utang dengan kebijakan dividen dalam perannya mengawasi konflik keagenan.

Variabel INSD memiliki hubungan negatif signifikan terhadap kebijakan dividen ( $b= 3,0752$ ;  $p= 0,0235$ ). Artinya jika kepemilikan *insider* tinggi maka ada kecenderungan membayar dividen rendah, keuntungan perusahaan lebih banyak digunakan untuk pertumbuhan perusahaan.

Variabel GROWTH memiliki arah positif dan tidak signifikan pada  $\alpha = 5\%$ , ( $b= 0,0008$ ;  $p= 0,2168$ ). Hal ini menunjukkan bahwa jika pertumbuhan perusahaan yang diukur dengan penjualan meningkat maka pembayaran dividen juga meningkat. Sedangkan variabel ROA memiliki arah negatif tidak signifikan pada  $\alpha = 5\%$ , artinya profitabilitas perusahaan lebih digunakan untuk investasi maka pembayaran dividen menurun.

### Persamaan Nilai Perusahaan (Tobin's Q)

Hasil analisis regresi *two stage least square* untuk variabel Tobin's Q ditampilkan pada Tabel 2 kolom kelima. Hubungan substitusi antara utang, kepemilikan *insider*, dan dividen diharapkan mampu mengurangi konflik keagenan. Sehingga akhirnya dapat meningkatkan nilai perusahaan yang diukur dengan nilai Tobin's Q.

Variabel DEBT memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap nilai perusahaan ( $b = -0,000414$ ;  $p = 0,0116$ ). Hal ini menunjukkan bahwa penurunan utang dapat meningkatkan nilai perusahaan karena sebagian besar pendanaan perusahaan menggunakan modal sendiri. Hasil ini bertentangan dengan temuan Harjito (2006).

Variabel INSD memiliki pengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan ( $b = 0,425249$ ;  $p = 0,0230$ ). Hal ini menunjukkan bahwa peningkatan jumlah saham yang dipegang manajer akan meningkatkan nilai perusahaan, karena pengkonsentrasian kepemilikan oleh manajer dapat mengurangi konflik.

Variabel DIVD memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap Tobin's Q pada  $\alpha = 5\%$  ( $b = -0,134929$ ;  $p = 0,0488$ ). Hal ini menunjukkan adanya respon negatif investor dengan adanya dividen yang meningkat, karena mereka menganggap kenaikan dividen tidak menggunakan dana bebas sehingga diasumsikan nilai investasi perusahaan rendah.

Variabel profitabilitas memiliki pengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan pada  $\alpha = 5\%$ , ( $b = 0,037301$ ;  $p = 0,000$ ). Hal ini menunjukkan bahwa peningkatan profitabilitas dapat meningkatkan nilai perusahaan. Karena peningkatan profitabilitas menunjukkan sinyal positif akan perusahaan. Sedangkan variabel SIZE memiliki arah negatif signifikan pada  $\alpha = 5\%$ . Artinya jika SIZE atau aset perusahaan meningkat namun peningkatan itu diikuti peningkatan beban tetap, maka keuntungan perusahaan juga berkurang se-

hingga nilai perusahaan kemungkinan juga menurun. Hasil ini sesuai temuan Harjito (2006).

## PEMBAHASAN

### Persamaan Utang

Hasil analisis dalam persamaan utang ditemukan bahwa kepemilikan *insider* berhubungan positif signifikan terhadap utang. Jika kepemilikan *insider* tinggi maka biasanya menjadi perusahaan tertutup sehingga cenderung banyak menggunakan utang. Namun karena positif hubungannya maka hal ini menunjukkan tidak adanya hubungan substitusi antara kepemilikan *insider* dengan utang dalam perannya mengawasi konflik keagenan, artinya kepemilikan *insider* tidak dapat menggantikan peran kebijakan utang untuk mengurangi konflik keagenan dalam perusahaan.  $H_1$  yang menyatakan adanya hubungan substitusi antara kepemilikan *insider* dengan utang, tidak terbukti. Hasil ini selaras dengan temuan Harjito (2006) namun tidak mendukung temuan Tandelilin & Wilberforce (2002) serta Ismiyanti & Hanafi (2004).

Variabel dividen memiliki hubungan negatif signifikan terhadap kebijakan utang. Dalam konteks konflik keagenan, artinya kebijakan dividen dapat menggantikan peran kebijakan utang untuk mengurangi konflik keagenan yang terjadi dalam perusahaan.  $H_2$  yang menyatakan adanya hubungan substitusi antara kebijakan dividen dengan utang, terbukti. Hasil ini sejalan dengan temuan Chen & Steiner (1999) serta Harjito (2006), namun tidak mendukung temuan Tandelilin & Wilberforce (2002) serta Ismiyanti & Hanafi (2004).

Variabel *fixed asset* memiliki arah positif dan tidak signifikan terhadap kebijakan utang. Hal ini menunjukkan bahwa nilai utang perusahaan meningkat jika *fixed asset* juga meningkat secara kontinyu. Sedangkan variabel ROA memiliki arah negatif signifikan artinya variabel ROA berpengaruh terhadap kebijakan utang perusahaan. Pada tingkat profitabilitas rendah maka perusahaan mengguna-



kan utang dalam membiayai operasional perusahaan. Hasil ini sesuai temuan Chen & Steiner (1999) serta Ismiyanti & Hanafi (2004).

### Persamaan Kepemilikan *Insider*

Variabel DEBT memiliki hubungan positif signifikan terhadap kepemilikan *insider*.  $H_1$  yang menyatakan adanya hubungan substitusi antara kepemilikan *insider* dengan utang, tidak terbukti. Hasil ini selaras dengan temuan Harjito (2006) namun tidak mendukung temuan Tandelilin & Wilberforce (2002) serta Ismiyanti & Hanafi (2004).

Variabel DIVD memiliki arah negatif signifikan terhadap kepemilikan *insider*. Hal ini menunjukkan adanya hubungan substitusi antara kebijakan dividen dengan kepemilikan *insider* dalam perannya mengawasi konflik keagenan, artinya peningkatan pembayaran dividen dapat menggantikan peran kepemilikan *insider* dalam mengurangi konflik keagenan yang terjadi dalam perusahaan.  $H_3$  yang menyatakan adanya hubungan substitusi antara kepemilikan *insider* dengan kebijakan dividen, terbukti. Hasil ini tidak sejalan dengan temuan Chen & Steiner (1999) serta Harjito (2006), namun mendukung temuan Tandelilin & Wilberforce (2002) serta Ismiyanti & Hanafi (2004).

Variabel INST memiliki arah negatif dan tidak signifikan terhadap kepemilikan *insider*. Hal ini menunjukkan bahwa peningkatan kepemilikan institusional akan mengurangi jumlah kepemilikan *insider*, namun tidak signifikan. Sedangkan variabel SIZE memiliki arah positif signifikan artinya jika kepemilikan *insider* meningkat maka ukuran perusahaan juga semakin meningkat. Hasil ini tidak sesuai temuan Harjito (2006).

### Persamaan Dividen

Variabel DEBT memiliki arah negatif signifikan terhadap kebijakan dividen. Peningkatan penggunaan utang dapat menggantikan peran

dalam mengurangi konflik keagenan. Penggunaan dividen dalam mengurangi konflik dilakukan dengan menggunakan dana eksternal, sehingga peningkatan dividen diikuti peningkatan utang.  $H_2$  yang menyatakan adanya hubungan substitusi antara kebijakan utang dengan dividen, terbukti. Hasil ini tidak sejalan dengan temuan Chen & Steiner (1999) serta Harjito (2006), namun mendukung temuan Tandelilin & Wilberforce (2002) serta Ismiyanti & Hanafi (2004).

Hal ini menunjukkan adanya hubungan substitusi antara kebijakan utang dengan kebijakan dividen dalam perannya mengawasi konflik keagenan. Variabel INSD memiliki hubungan negatif signifikan terhadap kebijakan dividen. Artinya jika kepemilikan *insider* tinggi maka ada kecenderungan membayar dividen rendah, keuntungan perusahaan lebih banyak digunakan untuk pertumbuhan perusahaan. Hal ini menunjukkan adanya hubungan substitusi antara kepemilikan *insider* dengan kebijakan dividen dalam perannya mengawasi konflik keagenan, artinya kepemilikan *insider* dapat menggantikan peran kebijakan dividen dalam mengurangi konflik keagenan dalam perusahaan. Peningkatan kepemilikan *insider* dalam menjembatani kesesuaian antara pemegang saham dan manajer dalam meningkatkan keuntungan perusahaan dapat membawa dampak signifikan dalam meningkatkan pembayaran dividen.  $H_3$  yang menyatakan adanya hubungan substitusi antara kepemilikan *insider* dengan dividen, terbukti. Hasil ini bertentangan dengan temuan Tandelilin & Wilberforce (2002) serta Harjito (2006), namun mendukung temuan Chen dan Steiner (1999) serta Ismiyanti & Hanafi (2004).

### Persamaan Nilai Perusahaan

Variabel DEBT memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap nilai perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa penurunan utang dapat meningkatkan nilai perusahaan karena sebagian besar

pendanaan perusahaan menggunakan modal sendiri. Hasil ini bertentangan dengan temuan Harjito (2006). Temuannya mengatakan bahwa dengan penggunaan utang tinggi akan memaksa manajer bekerja keras karena memiliki tanggungjawab membayar utangnya, sehingga kerja kerasnya bisa meningkatkan keuntungan. Keuntungan yang meningkat diharapkan meningkatkan nilai perusahaan.

Variabel INSD memiliki pengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa peningkatan jumlah saham yang dipegang manajer akan meningkatkan nilai perusahaan, karena pengkonsentrasian kepemilikan oleh manajer dapat mengurangi konflik. Hasil ini bertentangan dengan temuan Harjito (2006) dan mendukung temuan Chen & Steiner (1999). Temuan Chen & Steiner mengatakan bahwa dengan Tobin's Q berhubungan positif signifikan dengan kepemilikan *insider*.

Variabel DIVD memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap Tobin's Q. Hal ini menunjukkan adanya respon negatif investor dengan adanya dividen yang meningkat, karena mereka menganggap kenaikan dividen tidak menggunakan dana bebas, sehingga diasumsikan nilai investasi perusahaan rendah. Hal itu bisa mempengaruhi nilai perusahaan menjadi menurun. Dalam konteks konflik keagenan, peningkatan dividen dapat mengurangi konflik dan meningkatkan nilai perusahaan. Hasil ini tidak sejalan dengan temuan Chen & Steiner (1999) serta Harjito (2006).

Variabel profitabilitas memiliki pengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa peningkatan profitabilitas dapat meningkatkan nilai perusahaan. Karena peningkatan profitabilitas menunjukkan sinyal positif akan perusahaan. Sedangkan variabel SIZE memiliki arah negatif signifikan artinya jika SIZE atau aset perusahaan meningkat namun peningkatan itu diikuti peningkatan beban tetap, maka keuntungan perusahaan juga berkurang sehingga

nilai perusahaan kemungkinan juga menurun. Hasil ini sesuai temuan Harjito (2006).

Berdasarkan analisis data dan pembahasan maka dapat ditarik kesimpulan bahwa terjadi simultanitas pada penentuan keputusan keuangan namun tidak sepenuhnya simultan karena kepemilikan *insider* yang tidak signifikan mempengaruhi kebijakan utang. Secara rinci kesimpulannya adalah tidak terdapat hubungan substitusi antara kebijakan utang dan kepemilikan *insider* dalam mekanisme *monitoring* konflik keagenan di Indonesia, sehingga  $H_1$  tidak terbukti.

Temuan riset ini juga mengindikasikan terdapat hubungan substitusi antara kebijakan utang dan kebijakan dividen dalam mekanisme *monitoring* konflik keagenan di Indonesia, sehingga  $H_2$  terbukti. Selain itu juga mengindikasikan terdapat hubungan substitusi antara kepemilikan *insider* dan kebijakan dividen dalam mekanisme *monitoring* konflik keagenan di Indonesia, sehingga  $H_3$  terbukti. Adanya hubungan substitusi antara kebijakan utang dan dividen serta antara kepemilikan *insider* dan kebijakan dividen menyebabkan penurunan konflik sehingga diharapkan dapat meningkatkan nilai perusahaan.

## KESIMPULAN DAN SARAN

### Kesimpulan

Implikasi dari penelitian ini adalah bagi investor lebih menginginkan adanya pembagian dividen yang stabil dan bagi perusahaan sangat menginginkan tidak adanya konflik keagenan yang menimbulkan biaya keagenan. Adanya mekanisme *monitoring* melalui kebijakan dividen, kebijakan penggunaan utang, dan struktur kepemilikan maka diharapkan konflik keagenan dapat teratasi. Hasil riset yang menyebutkan bahwa kebijakan utang tidak memiliki hubungan substitusi dengan kepemilikan *insider* mengindikasikan bahwa peran utang tidak mampu menggantikan kepemilikan *insider* dalam mengurangi konflik keagenan. Sehingga

## Hubungan Struktur Kepemilikan, Tingkat Utang, Dividen, dan Nilai Perusahaan...

Sri Dwi Ari Ambarwati & Khoirul Hikmah

perusahaan harus memutuskan kedua keputusan keuangan ini yaitu pemilihan struktur kepemilikan *insider* dan kebijakan utang secara simultan atau bersama-sama.

Untuk peneliti selanjutnya dapat mengembangkan penelitian ini melalui penggunaan proksi lain untuk nilai perusahaan dengan variabel ROA atau ROE.

### DAFTAR PUSTAKA

- Chen, C. & 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., & T. Steiner. 2000. Tobin's Q, Managerial Ownership, and Analyst Coverage: A Nonlinear Simultaneous: A Nonlinear Simultaneous Equations Model. *Journal of Economics and Business* 52: 365-382.
- Claessens, S., Djankov, S. & Lang, L. 2000. The Separation of Ownership and Controlling East Asian Corporations. *Journal of Financial Economics* 58: 81-112.
- Crutchley, C.E. & Hansen, R.S. 1999. A Test of the Agency Theory of Managerial Ownership, Corporate Leverage, and Corporate Dividends. *Financial Management*, 18(4): 36-46.
- Fama, E & Jensen, Michael. 1983, Separation of Ownership and Control. *Journal of Organizational Strategy*, Vol. XXVI.
- Ismiyanti, F. & Hanafi, M.M. 2004, Struktur Kepemilikan, Risiko, dan Kebijakan Keuangan: Analisis Persamaan Simultan. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*, 19(2): 176-196.
- Gedajlovic, E.R. & Shapiro, D.M. 1998. Management and Ownership Effects: Evidence from Five Countries. *Journal of Strategic Management*, 19(6): 533-553.
- Hasnawati. 2005. Implikasi Keputusan Investasi, Pendanaan, dan Dividen terhadap Nilai Perusahaan Publik di Jakarta. *Usahawan*, 34(9).
- Harjito, A. 2006. Substitution Relationship between the Agency Problem Control Mechanisms in Malaysia: Simultaneous Equation Analysis. *Jurnal Siasat Bisnis*, 11(2): 117-127.
- Huson, J., Nazrul, A.M. 2005. The Impact of Ownership Structure on Corporate Debt Policy: Two Stage Least Square Simultaneous Model Approach. *Asian Financial Association Proceedings*. Kuala Lumpur.
- Mahmoud A., Perry, L.G., & James, N. 1998. The Impact of Ownership Struktur On Corporate Debt Policy: a Time-Series Cross-Sectional Analysis. *The Financial Review*, 85-98.
- Purnamasari, L., Kurniawati, S.L., & Silvi, M. 2009. Interdependensi antara Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan, dan Keputusan Dividen. *Jurnal Keuangan dan Perbankan*, 13(1): 1-14.
- McConnell, J.J. & Servaes, H. 1990. Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value. *Journal of Financial Economics*, 27(2): 595-612.
- Tandelilin, E. & Wilberforce, T. 2002. Can Debt and Dividend Policies Substitute Insider Ownership in Controlling Equity Agency Conflict? *Gadjah Mada International Journal of Business*, 1(4): 31-43.
- Wilopo & Mayangsari, S. 2002. Pengaruh Struktur Kepemilikan, Perilaku Manajemen Laba, Free Cash Flow Hypothesis dan Economic Value Added: Pendekatan Path Analysis. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*, 17(4): 57-69.