

**SIMULTANITAS DAN “TRADE-OFF” PENGAMBILAN KEPUTUSAN
FINANSIAL DALAM MENGURANGI KONFLIK AGENSI:
PERAN DARI CORPORATE OWNERSHIP**

FUAD

Universitas Dian Nuswantoro

Abstract

This study investigated the simultaneity of four financial variables that are hypothesized to control agency costs. It builds a model showing that debt, dividend, insider ownership, and corporate ownership are determined simultaneously as each of the variables is hypothesized to affect agency cost. This study developed the graphical analysis, as well as empirical evidences employing both Hausman specification test and three-stage least squares test. The study proved that corporate ownership was determined simultaneously by the other agency control variables, while dividend payout, debt and insider ownership were partially determined by those agency control variables. Further results, however, did not find the presence of non-linear relationship between insider ownership and all of agency control variables. Finally, this study reveals that there is a trade-off and simultaneity in the financial decision making variables to control the agency costs.

Keyword: agency problems, dividend payout, debt, managerial ownership, corporate ownership

PENDAHULUAN

Masalah agensi telah menarik perhatian yang sangat besar dari para peneliti di bidang akuntansi keuangan, yang timbul karena adanya konflik kepentingan antara *shareholder* dan manajer, karena tidak bertemunya utilitas yang maksimal antara mereka. Manajer memiliki kewajiban untuk memaksimalkan kekayaan *shareholder*, sedangkan kepentingan pribadi manajer sesungguhnya adalah untuk memaksimalkan kekayaannya. Jensen dan Meckling (1976) menyatakan bahwa masalah agensi tersebut dapat memburuk, apabila persentase saham perusahaan yang dimiliki oleh manajer sedikit. Jensen dan Meckling menitik-beratkan pada utilisasi hutang, sebagai substitusi dari kepemilikan manajerial, untuk dapat membantu mengurangi konflik agensi antara *shareholder* dengan manajemen.

Biaya agensi juga dapat diminimalisir dengan meningkatkan *monitoring* terhadap perusahaan. *Monitoring* tersebut tidak hanya terbatas dilakukan oleh pihak dari dalam perusahaan, namun juga dapat dilakukan dari pihak eksternal perusahaan (terutama investor institusional). Penelitian yang membuktikan mengenai peran investor institusional dalam mengurangi biaya agensi telah banyak dilakukan (misalnya Shleifer dan Vishny 1986; Coffee 1991). Pozen (1994) mengungkapkan beberapa metode yang digunakan oleh pemilik institusional dalam mempengaruhi pengambilan keputusan manajerial, mulai dari diskusi informal dengan manajemen, sampai dengan pengendalian seluruh kegiatan operasional dan pengambilan keputusan perusahaan.

Banyak juga penelitian empiris yang telah menguji peran keputusan-keputusan finansial seperti deviden, *leverage*, dan kepemilikan insider dalam memberikan kontribusi terhadap konflik agensi. Misalnya, Rozeff (1982) dan Easterbrook (1984) membuktikan bahwa perusahaan yang membagikan deviden yang lebih tinggi cenderung lebih dapat mengurangi konflik agensi mereka daripada perusahaan yang pembayaran devidennya lebih rendah. Beberapa penelitian empiris lainnya juga telah mengkonfirmasi adanya hubungan negatif antara *dividend payout* dengan biaya agensi ini dengan (atau tanpa) melakukan *adjustment* terhadap adanya *industry effects* (misalnya Dempsey dan Laber 1992; Dempsey, Laber dan Rozeff 1993; Alli, Khan dan Ramirez 1993). Kim dan Sorenson (1986), Long dan Malitz (1985), dan Friend dan Lang (1988) membuktikan

bahwa hutang dapat menurunkan biaya agensi. Demsetz dan Lehn (1985) menyimpulkan bahwa proporsi kepemilikan saham yang fit antara kepemilikan *insider* dan *outsider* dapat digunakan untuk mengurangi masalah agensi, sedangkan Crutchley dan Hansen (1989) dan Bathala, Moon dan Rao (1994) menyatakan bahwa tingkat kepemilikan *insider* yang lebih tinggi terbukti lebih efektif dalam menurunkan biaya agensi. Bathala et al. juga menemukan bahwa kepemilikan institusional dapat berperan sebagai substitusi dari kepemilikan manajerial dan *leverage* dalam mengendalikan biaya agensi. Disamping itu, Brous dan Kini (1994) menyatakan bahwa ketatnya *monitoring* yang dilakukan oleh institusi sangat tergantung pada besarnya investasi yang dilakukan, sedangkan Agrawal dan Mandelker (1990) membuktikan mengenai adanya *institutional monitoring* ketika amandemen *anti-takeover* mulai diberlakukan.

Dalam konteks simultanitas, Jensen, Selberg dan Zone (1992) menguji ketiga keputusan finansial, yaitu *leverage*, deviden, dan kepemilikan manajerial. Mereka menemukan bahwa *leverage* dan deviden cenderung dipilih secara simultan untuk mengurangi biaya agensi. Namun, mereka tidak dapat membuktikan bahwa kepemilikan *insider* merupakan substitusi dari *leverage* dan deviden dalam mengendalikan biaya agensi. Sebaliknya dengan penemuan Bathala et al. (1994), yang menguji sistem kepemilikan insider dan *leverage* dan menggunakan kepemilikan institusional sebagai variabel independen, menemukan adanya simultanitas dimana kepemilikan institusional merupakan substitusi dari kepemilikan manajerial dan *leverage*. Noronha, Shomp dan Morga (1996) juga melakukan pengujian simultan, dan menyimpulkan bahwa *leverage* dan deviden merupakan simultan, hanya apabila operasionalisasi deviden utamanya digunakan untuk mengurangi konflik agensi. Chen dan Steiner (1999) membuktikan bahwa *leverage*, kepemilikan manajerial, deviden dan resiko adalah simultan dan terdapat pengaruh substitusi antara tiga variabel finansial sebagaimana juga antara kepemilikan manajerial dan kepemilikan *institutional*.

Penelitian empiris lainnya telah menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial *tidak* merupakan fungsi linier dari biaya agensi. Morck, Shleifer dan Fishny (1988) serta McConnel dan Servaes (1990) menyatakan bahwa kepemilikan manajerial berhubungan dengan kinerja pada bentuk yang non-linear. Schooley dan Barney (1994) menghipotesiskan, dan juga membuktikan, bahwa terdapat hubungan non-linear dimana kepemilikan CEO memiliki hubungan kuadrat dengan deviden. Hubungan non linear juga ditunjukkan oleh Wansley, Collins dan Dutta (1995) yang membuktikan adanya hubungan kuadrat antara kepemilikan insider dan deviden, sedangkan Wansley et al. (1996) menunjukkan hubungan kuadrat antara kepemilikan insider dan *leverage*.

Tidak konsistennya hasil penelitian mengenai bagaimana pengambilan keputusan finansial dapat digunakan secara simultan, dan juga bagaimana keputusan-keputusan finansial tersebut dapat saling “*trade-off*” untuk mengurangi konflik agensi memotivasi penulis untuk melakukan penelitian ini. Disamping itu, sepanjang yang penulis ketahui, belum ada riset empiris, paling tidak dalam *setting* ini, yang dilakukan di Indonesia. Penelitian ini diharapkan dapat memberikan kontribusi kepada khasanah ilmu akuntansi keuangan dalam hal: 1) bagaimana peran keputusan-keputusan finansial yang ditentukan secara simultan dalam mengendalikan biaya agensi; 2) memberikan bukti baru bahwa *insider ownership* dapat merupakan substitusi *outsider ownership*, *leverage*, dan *dividend payout*. Tujuan utama dari penelitian ini selaras dengan kontribusi yang diberikan diatas.

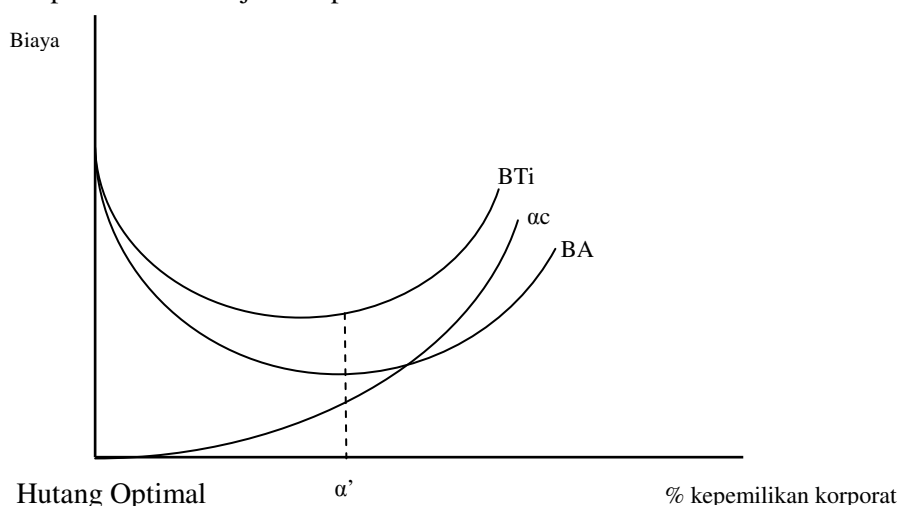
Penelitian ini disajikan kedalam lima bagian. Bagian 2 menyajikan model grafis dan hipotesis simultanitas yang diadaptasi dari Crutchley et al. (1999) dan Rozeff (1982) yang menunjukkan bagaimana variabel-variabel keputusan seperti kebijakan hutang, *dividend payout*, *insider* dan *corporate ownership* ditentukan secara simultan. Bagian ketiga membahas pengukuran variabel, sampel dan hipotesis parsial keputusan-keputusan finansial. Bagian keempat menjelaskan hasil dan pembahasan dari uji empiris dengan menggunakan *Hausman Specification Test* untuk mengetahui adanya *trade-off* antara kebijakan hutang dan deviden serta struktur kepemilikan dan *three-stage least squares* (3SLS) untuk mengetahui bagaimana simultanitas tersebut terjadi. Bagian kelima menjelaskan kesimpulan, keterbatasan penelitian dan arahan penelitian mendatang.

HIPOTESIS SIMULTANITAS KEPUTUSAN FINANSIAL

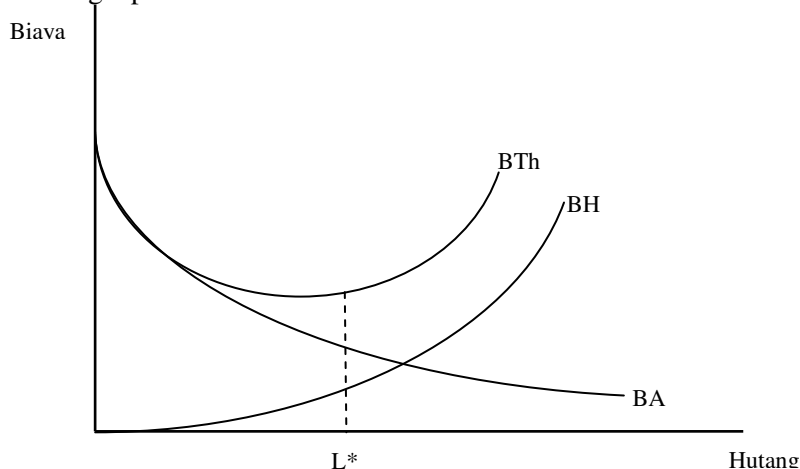
Seperti yang telah disebutkan di atas, biaya agensi dihipotesiskan sebagai fungsi dari hutang, *deviden*, kepemilikan manajerial, dan kepemilikan *institutional*. Menurut Jensen dan Meckling (1976), ketika kepemilikan *insider* meningkat, biaya agensi akan menurun. Namun, sesuai dengan teori “*managerial entrenchment*” (Morck et al. 1988; McConnel dan Servaes 1990; Schooley dan Barney 1994; dan Wensley et al. 1995), biaya agensi akan meningkat apabila meningkatnya kepemilikan *insider* tersebut semakin besar. Hal tersebut akan memberikan suatu konflik baru, yang tidak hanya konflik antara “*shareholder-manajer*”, tetapi lebih merupakan konflik antara “*superior-subordinate*”.

Oleh karena itu, dengan menggunakan fungsi kuadrat, biaya agensi akan menurun apabila kepemilikan manajerial meningkat. Namun setelah *entrenchment* terjadi, biaya agensi akan meningkat apabila tingkat kepemilikan manajerial juga meningkat. Gambar 1-A menunjukkan hubungan “*U-shaped*” antara biaya agensi ekuitas (BA) dan presentase kepemilikan insider (α). Biaya agensi juga dipengaruhi oleh faktor-faktor lain yang tidak berhubungan dengan masalah agensi; misalnya dipengaruhi oleh keterbatasan kekayaan (*wealth*) dan kurangnya diversifikasi portfolio manajer. Biaya-biaya tersebut adalah αC dan merupakan peningkatan dari fungsi α . Fungsi biaya total akibat timbulnya kepemilikan oleh *insider* (BTi) merupakan jumlah dari fungsi biaya agensi (BA) dan fungsi biaya lain (αC). *Ceteris Paribus*, biaya total minimal seharusnya berada pada α^* , yang merupakan persentase optimal kepemilikan insider dalam mengurangi biaya agensi.

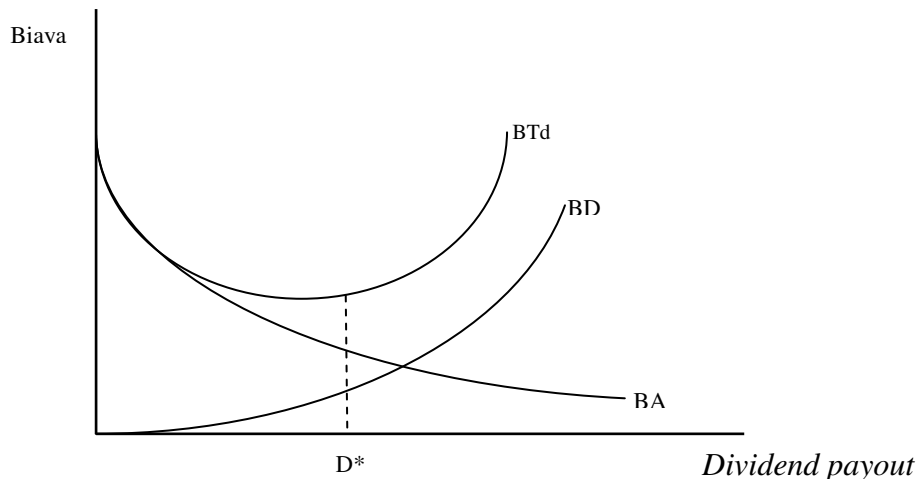
A. Kepemilikan Manajerial Optimal



B. Hutang Optimal



C. Dividend payout optimal

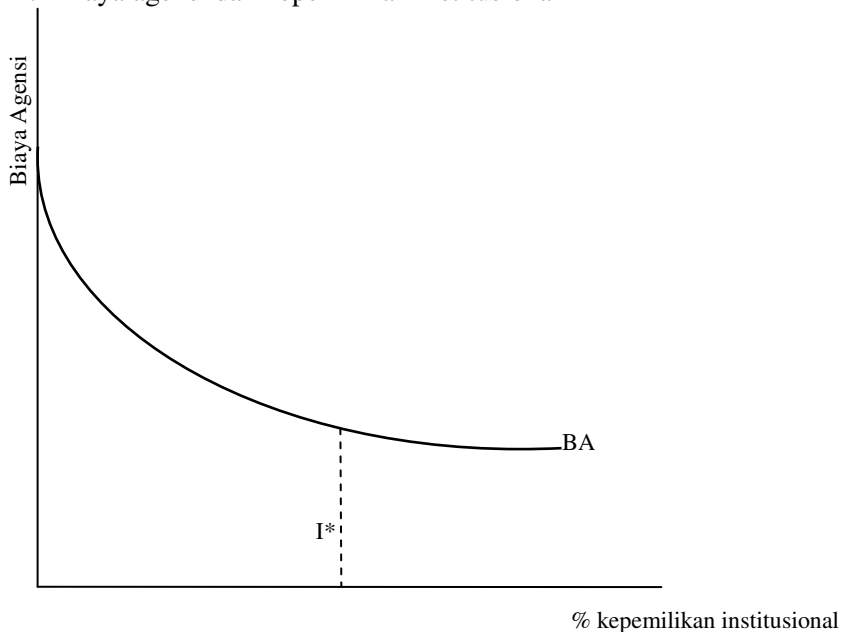


Gambar 1. penentuan A) kepemilikan manajerial optimal, B) leverage optimal, C) *dividend payout optimal*

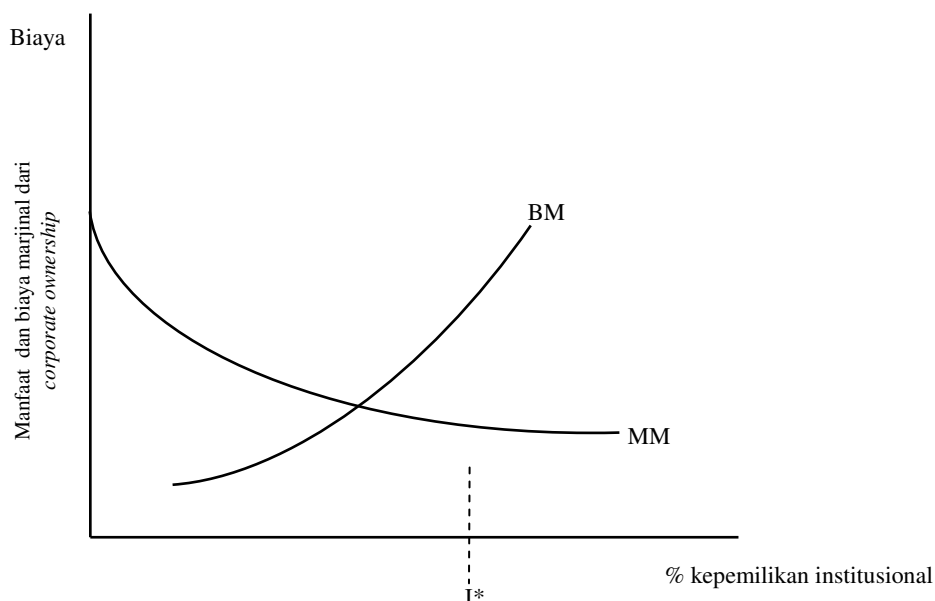
Kebijakan hutang (diukur dengan *leverage*) yang optimal juga dapat mengurangi biaya agensi, sebagaimana ditunjukkan pada gambar 1-B. Biaya agensi yang timbul dari hutang dihipotesiskan memiliki hubungan negatif dengan jumlah hutang. Jensen (1986) menghipotesiskan bahwa hutang dapat mengurangi masalah *free cash flow* perusahaan yang memiliki *net present value* negatif. Biaya hutang lainnya (BH) meliputi biaya kebangkrutan potensial dan biaya agensi hutang. Biaya hutang timbul akibat adanya masalah agensi dimana manajer tidak bertindak berdasarkan pada kepentingan terbaik *debtholder*. Sehingga, semakin besar jumlah hutang, maka biaya hutang yang terjadi juga akan semakin besar (Jensen dan Meckling, 1976). Biaya total hutang (BTH) merupakan jumlah dari BA dan BH, sedangkan hutang yang optimal berada pada total biaya minimum, L^* .

Gambar 1-C menunjukkan manfaat dan biaya atas *dividend payout* (Rozeff 1982). Biaya agensi akan menurun apabila *dividend payout* meningkat. Namun, meningkatnya *dividend payout* akan memperbesar biaya deviden. Sehingga biaya total dividen (BTd) berbentuk “*U-shaped*”, dimana biaya total minimum berada pada tingkat *dividend payout* yang paling optimal, yang ditunjukkan pada D^* pada gambar 1-C

A. Biaya agensi dan kepemilikan institusional



B. Opsi perusahaan mengenai kepemilikan korporat yang optimal



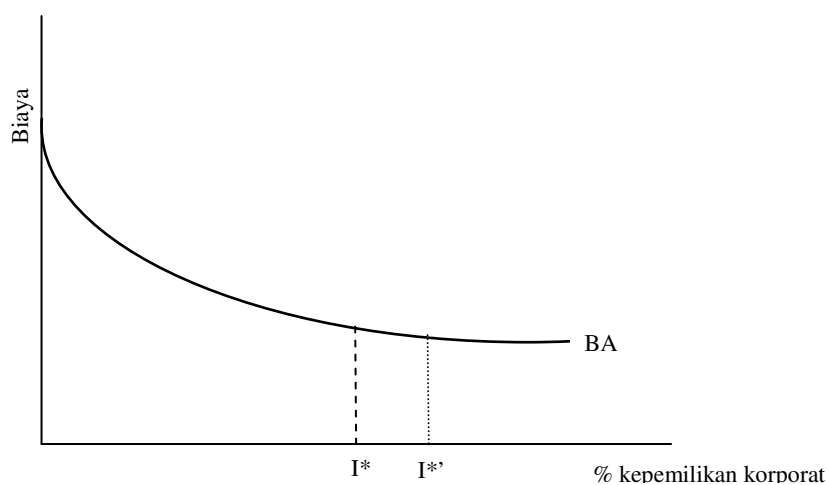
Gambar 2 A) Hubungan antara biaya agensi dan kepemilikan institusional, B) Hubungan antara manfaat dan biaya marjinal atas kepemilikan institusional

Disamping itu, jika faktor-faktor eksternal seperti kepemilikan institusional mempengaruhi biaya agensi, faktor tersebut juga harus dimasukkan dalam sistem simultan. Beberapa peneliti membuktikan bahwa kepemilikan oleh korporat cenderung melakukan *monitoring* yang lebih ketat daripada *individual ownership* (Brickley et al. 1988; Agrawal dan Mandelker 1990; O' Barr dan Conley 1992; Chan dan Lakonishok 1993; Gordan dan Pound 1993; dan Pozen 1994). *Monitoring* tersebut akan menurunkan biaya agensi karena setiap tindakan dari para "*shirker*" akan lebih mudah terdeteksi.

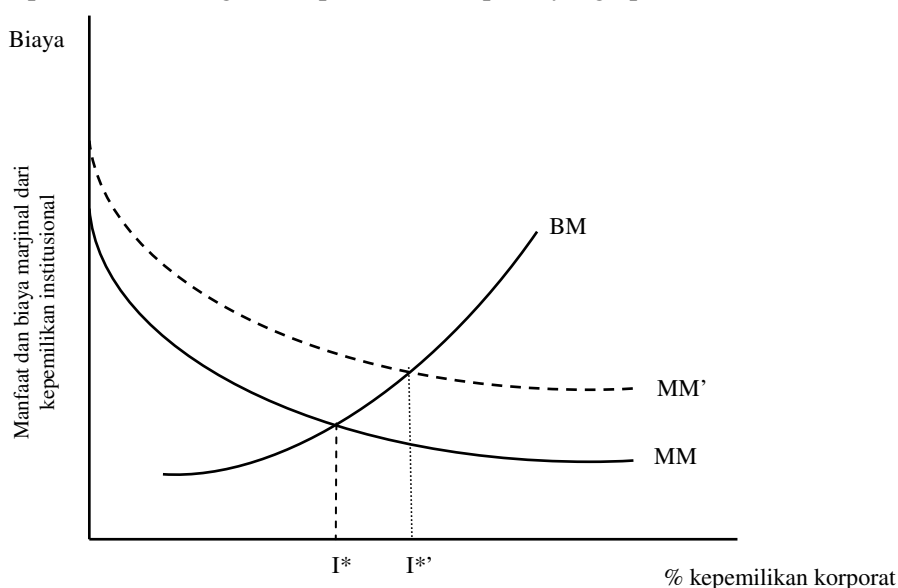
Gambar 2-A menunjukkan hubungan yang negatif antara BA dan persentase kepemilikan *institutional* (I). Dari sudut pandang perusahaan, penurunan pada biaya agensi pada konteks kepemilikan institusional adalah "*costless*" karena manajer tidak dapat menentukan tingkat kepemilikan korporat yang optimal. Sebaliknya dari sudut pandang investor, korporat akan menentukan kepemilikan pada suatu perusahaan berdasarkan pada manfaat marginal (MM) dibandingkan dengan biaya marginal (BM) dalam memiliki saham perusahaan tersebut sebagaimana yang ditunjukkan pada gambar 2-B. I^* merupakan persentase optimal kepemilikan institusional dimana manfaat marginal sama dengan biaya marjinal kepemilikan. Manfaat dan biaya kepemilikan korporat merupakan fungsi dari keputusan-keputusan finansial seperti hutang, deviden, dan kepemilikan *insider* disamping biaya agensi dan kinerja perusahaan. Biaya marjinal akan meningkat apabila perusahaan memiliki kepemilikan *institutional* yang tinggi dan kurang terdiversifikasi dalam memiliki persentase perusahaan.

Meskipun opsi mengenai kepemilikan *institutional* berbeda dengan opsi perusahaan dalam pengambilan keputusan finansial, namun keputusan tersebut dapat ditentukan secara simultan. Adanya peningkatan marjinal ini meningkatkan manfaat dari adanya *institutional ownership*, sebagaimana yang ditunjukkan dalam gambar 3-B, karena BM berubah menjadi BM' . Peningkatan ini menyebabkan I^* optimal menjadi I'^* , yang menyebabkan penurunan biaya agensi, sebagaimana ditunjukkan dengan adanya pergeseran fungsi biaya agensi dalam gambar 3-A.

A. Biaya Agensi dan Kepemilikan korporat



B. Opsi institusi mengenai kepemilikan korporat yang optimal

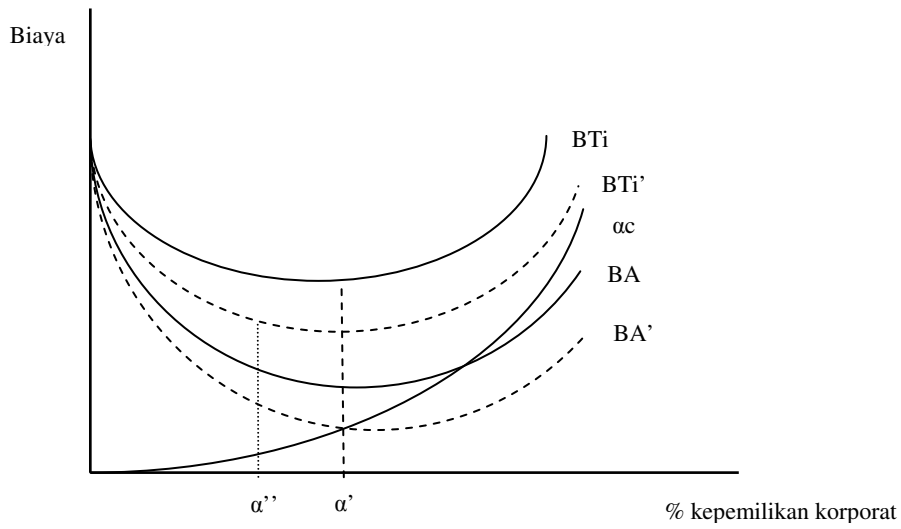


Gambar 3. A) Biaya agensi dan kepemilikan korporat, B) opsi korporat mengenai *institutional ownership* yang optimal

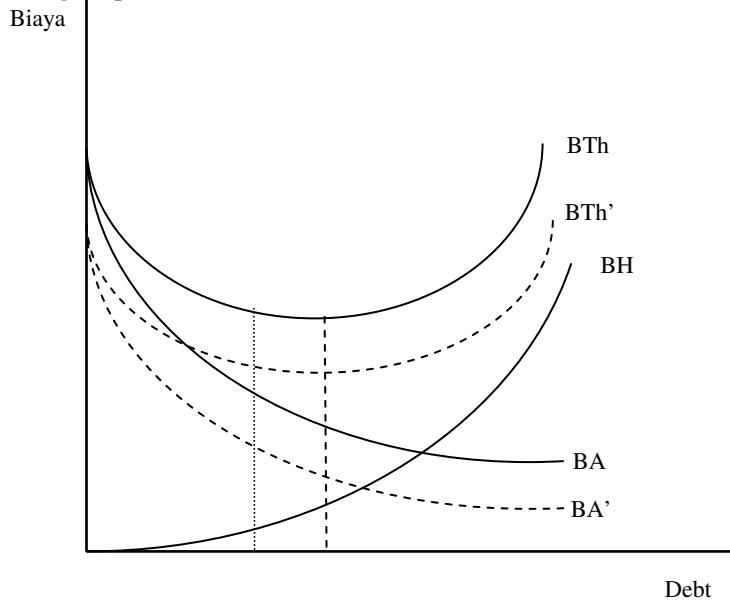
Karena biaya agensi menurun, seluruh fungsi biaya agensi pada kepemilikan insider, hutang dan deviden bergeser ke bawah dari BA menjadi BA', sebagaimana yang ditunjukkan pada gambar 4 A-C. Hal ini menurunkan fungsi biaya agensi yang juga menyebabkan penurunan pada ketiga variabel keputusan lainnya. Namun, penurunan ini merubah fungsi biaya agensi ke atas pada fungsi kepemilikan korporat dan mengharuskan adanya *rebalancing* kepemilikan institusional, yang juga akan menyebabkan *rebalancing* ketiga variabel lainnya. Ketika faktor-faktor eksternal berubah, keputusan-keputusan finansial tersebut juga akan berubah pada kerangka simultan, karena keputusan tersebut dihubungkan melalui fungsi biaya agensi. Karena keputusan finansial berubah, maka fungsi biaya agensi yang mempengaruhi seluruh tiga variabel lainnya juga berubah.

H_1 : kebijakan deviden, hutang dan struktur kepemilikan merupakan fungsi simultan dalam mengurangi konflik agensi

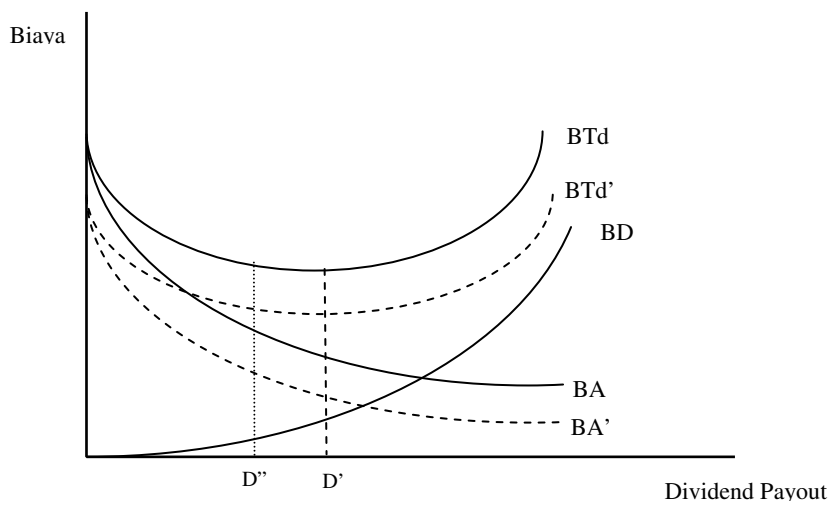
A. Kepemilikan insider yang optimal



B. Leverage Optimal



C. Dividend payout optimal



Gambar 4: A) insider ownership, B) leverage, C) dividend payout yang optimal jika institutional ownership meningkat

METODE DAN HIPOTESIS PARSIAL

Untuk membuktikan hipotesis diatas, penelitian ini mengobservasi 90 dari 156 perusahaan manufaktur yang *listed* pada bursa efek Jakarta pada tahun 2002. Data perusahaan diperoleh dari laporan keuangan tahunan perusahaan tahun 2000 sampai 2002. Berikut ini adalah karakteristik-karakteristik perusahaan yang dijadikan sampel penelitian: 1) Melaporkan laporan keuangan secara berurut dan lengkap dan tercatat pada bursa efek Jakarta mulai tahun 2000-2002; 2) Melaporkan kepemilikan insider dan korporat secara lengkap dan terperinci; 3) Tidak memiliki *dividend payout* yang negatif dan/atau lebih besar dari 100. Hal ini dilakukan untuk mengurangi outliers yang mengganggu validitas hasil penelitian.

Variabel *endogenous*

Keempat variabel *endogeneous*, dan juga sebagai variabel *exogenous* pada persamaan simultan lain adalah *insider ownership*, *corporate ownership*, *leverage* dan *dividend payout*. *Leverage* diukur dengan total hutang jangka panjang dibagi dengan total aktiva, sedangkan *dividend payout* diukur dengan total deviden dibagi earning sebelum pajak dan bunga (Jensen et al. 1992). Data *insider* dan *corporate ownership* diperoleh dari laporan keuangan perusahaan pada tahun yang diobservasi. *Insider ownership* didefinisikan sebagai jumlah persentase saham yang dimiliki oleh direktur, eksekutif, dan juga koperasi perusahaan. Sedangkan *corporate ownership* diukur melalui jumlah kumulatif persentase saham yang dimiliki oleh institusi, baik itu korporat ataupun *non governmental organizations* (NGO's). BPPN dan Institusi pemerintahan tidak dipertimbangkan sebagai *corporate ownership* karena terdapat kecenderungan bahwa BPPN dan lembaga pemerintahan tersebut untuk mengontrol sepenuhnya kegiatan operasional perusahaan, daripada melakukan monitoring. Sehingga penulis berargumen bahwa BPPN kurang relevan untuk mengurangi biaya agensi.

Variabel *exogenous (explanatory)*

Variabel independen pada penelitian ini dipilih untuk merefleksikan biaya dan manfaat keempat keputusan yang telah dideskripsikan di atas. Variabel-variabel ini dipilih berdasarkan masukan dari beberapa literatur agensi. Variabel-variabel tersebut diukur dengan menggunakan metode yang digunakan oleh Jensen et al. (1992) dan Crutchley et al. (1999).

Return on Assets (ROA) mengukur profitabilitas perusahaan yaitu laba operasi sebelum depresiasi dibagi oleh total asset. Variabel ini dimasukkan ke dalam seluruh persamaan simultan. Penelitian ini menghipotesiskan bahwa perusahaan yang lebih *profitable* cenderung membayar deviden yang lebih tinggi. Disamping itu menurut *pecking order theory*, perusahaan yang lebih *profitable* kurang membutuhkan hutang karena perusahaan tersebut memiliki sumber dana yang dapat dihasilkan secara internal (Myers dan Majluf 1984; Crutchley et al. 1999). Sedangkan institusi cenderung lebih cenderung untuk berinvestasi kedalam perusahaan-perusahaan yang memiliki kinerja finansial yang baik (O'Barr dan Conley 1992). Juga dihipotesiskan bahwa dengan adanya kepemilikan dari internal perusahaan akan meningkatkan kinerja perusahaan, yang diukur dengan ROA (Monsen et al. 1968; Larner 1970; Chaganti dan Damanpour 1991; Oswald dan Jahera 1991). Perusahaan yang memiliki proporsi aktiva tetap yang besar diharapkan dapat menghasilkan pendapatan dengan mudah melalui hutang karena aktiva tetap dapat dijadikan suatu jaminan. Logaritma natural dari aktiva tetap digunakan sebagai ukuran dalam mengukur *fixed assets* untuk meratakan data yang memiliki *varians* terlalu besar dan juga menormalkan data yang memiliki *positive skewness* (Hair 1995).

Penelitian ini juga menghipotesiskan bahwa perusahaan yang memiliki pertumbuhan tinggi lebih cenderung untuk menahan labanya daripada membayar deviden. Penelitian ini menggunakan dua ukuran pertumbuhan perusahaan, yaitu pertumbuhan penjualan dan tingkat investasi dimana keduanya dihipotesiskan berpengaruh negatif terhadap tingkat deviden payout. Pertumbuhan penjualan diukur diukur dengan jumlah penjualan tahun ke-t dikurangi dengan penjualan tahun ke t-1. Sedangkan jumlah investasi diukur dengan nilai investasi yang dikeluarkan oleh perusahaan, sebagaimana yang tercantum pada laporan keuangan mereka.

Variabel ukuran perusahaan (SIZE) diukur melalui logaritma natural total aktiva tahun 2002 yang merupakan variabel independen pada persamaan ketiga (*insider ownership*) dan keempat (*corporate ownership*). *Insider* tidak dapat memiliki proporsi saham yang besar karena hambatan pribadi yang dimiliki oleh insiders tersebut (keterbatasan dana) (Crutchley et al. 1999), sehingga penelitian ini menghipotesiskan adanya pengaruh yang negatif SIZE terhadap *insider ownership*. Meskipun demikian, KORPORAT lebih cenderung untuk membeli saham dari perusahaan yang terkenal dan besar (Crutchley et al. 1999), sehingga hubungan antara SIZE dan *corporate ownership* dihipotesiskan positif.

Metodologi

Karena keempat variabel dependen (endogenous) dihipotesiskan secara simultan dipengaruhi oleh variabel independen lain (termasuk variabel dependen pada persamaan lain), maka model penelitian ini diestimasi dengan menggunakan *four equation simultaneous system*, atau *three-stage least squares* (3SLS) dengan menggunakan software statistik SHAZAM 9.0.

Gudjarati (2003) dan Davidson dan Mackinnon (1993) berpendapat bahwa penggunaan ordinary least square (OLS) dimana variabel-variabel dependennya ditentukan secara simultan, akan menyebabkan timbulnya bias simultanitas karena menghasilkan estimasi yang tidak valid. Bias tersebut akan dapat teratasi dengan menggunakan 3SLS. Berikut adalah model simultan yang digunakan dalam penelitian ini:

$$DEBT = \alpha_1 + \beta_1 DIV + \beta_2 INSIDER + \beta_3 INSIDER^2 + \beta_4 CORPORATE + \beta_5 FIXAST + \beta_6 ROA$$

$$DIV = \alpha_1 + \beta_1 DEBT + \beta_2 INSIDER + \beta_3 INSIDER^2 + \beta_4 CORPORATE + \beta_5 INVESTMENT + \beta_6 ROA + \beta_7 SEGROW$$

$$INSIDER = \alpha_1 + \beta_1 DEBT + \beta_2 DIV + \beta_3 CORPORATE + \beta_4 ROA + \beta_5 TOTAS$$

$$INSTITUT = \alpha_1 + \beta_1 DEBT + \beta_2 DIV + \beta_3 INSIDER + \beta_4 INSIDER^2 + \beta_5 ROA + \beta_6 TOTAS$$

- DEBT : *leverage*, yang diukur dengan jumlah hutang jangka panjang dibagi dengan total aset
- DIV : *Dividend payout* perusahaan yang diukur dengan total dividen dibagi dengan EBIT (laba sebelum bunga dan pajak)
- INSIDER : persentase kepemilikan saham manajer dan/atau eksekutif perusahaan
- CORPORATE : persentase kepemilikan saham oleh perusahaan lain
- INVESTME : jumlah investasi
- ROA : jumlah laba operasi dikurangi depresiasi dibagi total aset
- FIXAST : logaritma dari jumlah aktiva tetap
- SEGROW : logaritma dari selisih penjualan pada tahun ke-1
- TOTAS : logaritma dari jumlah total aset

Juga dihipotesiskan, bahwa manajer memilih DIV, DEBT dan INSIDER untuk mengurangi biaya agensi, sehingga penelitian ini menduga adanya hubungan negatif antara ketiga variabel tersebut. Apabila *corporate ownership* dapat mengurangi biaya-biaya agensi, maka manajer juga akan mengurangi biaya DEBT, DIV dan kepemilikan manajer tersebut pada suatu perusahaan. Namun, institusi lebih menyukai perusahaan-perusahaan dengan tingkat monitoring yang lebih tinggi, sehingga institusi tersebut lebih suka berinvestasi pada perusahaan dengan tingkat DIV dan DEBT yang lebih tinggi. Sehingga penelitian ini menghipotesiskan adanya pengaruh yang positif antara DIV, INSIDER, dan DEBT terhadap INSTITUT dalam persamaan kepemilikan korporat (4), sedangkan kepemilikan korporat sendiri secara negatif diharapkan berpengaruh terhadap ketiga variabel tersebut, dimana INSTITUT dijadikan sebagai variabel *exogenous* (persamaan 1,2,dan 3)

Berdasarkan prediksi agensi, DEBT dan DIV dapat merupakan substitusi dalam hal bagaimana pembiayaan tersebut dilakukan: perusahaan dengan rasio hutang terhadap aktiva yang tinggi cenderung memiliki laba yang ditahan yang rendah. INSIDER dan INSTITUT dapat dijadikan sebagai substitusi karena *insiders* dapat dengan mudah memiliki persentase saham yang lebih besar pada perusahaan kecil, sedangkan institusi (karena memiliki sumber dana yang besar) lebih suka berinvestasi pada perusahaan yang besar pula. Disamping itu, jika hubungan antara *insider ownership* dan biaya agensi adalah *U-Shaped*, sebagaimana ditunjukkan pada gambar 1-A, maka seluruh variabel dependen yang dihipotesiskan dapat mengendalikan biaya agensi seharusnya memiliki hubungan yang negatif dengan INSIDER dan hubungan yang positif terhadap INSIDER².

HASIL EMPIRIS DAN PEMBAHASAN

Meskipun analisis yang dilakukan oleh peneliti sebelumnya (Jensen dan Meckling 1976, Jensen et al. 1992, Crutchley et al. 1999) telah menunjukkan adanya simultanitas, namun Gudjarati (2003) menyatakan bahwa estimasi yang terdiri dari beberapa model yang memiliki interdependensi antara persamaan yang satu dengan persamaan yang lain, penggunaan *Ordinary Least Squares* akan memberikan hasil estimasi yang tidak konsisten, sehingga akan menimbulkan bias penelitian. Sebaliknya, apabila uji simultanitas (*Hausman specification test*) tidak menunjukkan adanya simultanitas antara persamaan tersebut, maka penggunaan *Three Stage Least Squares* akan menghasilkan estimasi yang tidak efisien (varians yang lebih kecil). Sehingga, untuk menentukan metode selanjutnya, dilakukan uji spesifikasi *Hausman*.

Hausman specification test

Hausman specification test digunakan untuk menguji ada atau tidaknya “interdependensi” dalam persamaan simultan. Disamping digunakan untuk memenuhi asumsi statistik, analisis awal ini juga bermanfaat untuk mengetahui *trade-off* keputusan-keputusan finansial yang merupakan salah satu tujuan penelitian pada studi ini.

Tabel 2: Uji simultanitas persamaan 1-4 dengan *Hausman Specification tests*

Persamaan Variabel	Debt (1)	Dividend Payout (2)	Insider Ownership (3)	Corporate Ownership (4)
Leverage		-0.550	7.749	1.018
Sig.		(0.584)	(0.000)	(0.312)
<i>Dividend payout</i>	-2.371		3.001	0.965
Sig.	(0.020)		(0.004)	(0.338)
Insider Ownership	3.693	1.405		-1.249
Sig.	(0.000)	(0.164)		0.215
Institutional Ownership	2.481	-0.481	6.302	
Sig.	(0.015)	(0.632)	(0.000)	

Hasil uji ini menunjukkan adanya interdependensi pada beberapa persamaan, yang ditunjukkan dengan signifikannya nilai uji Hausman, sehingga menunjukkan adanya masalah simultanitas yang serius, terutama pada persamaan 1 dan 3. Pada persamaan 1, terdapat simultanitas antara *dividend payout*, *insider ownership* dan *corporate ownership*. Demikian juga dengan persamaan 3, INSIDER memiliki simultanitas terhadap *leverage*, *dividend payout*, dan *institutional ownership*. Pengujian ini memberikan bukti awal bahwa kebijakan hutang dan *insider ownership* memiliki kecenderungan untuk digunakan secara simultan dalam mengurangi masalah agensi.

Hasil tersebut meyakinkan penulis untuk tidak menggunakan *ordinary least squares*. Sehingga, untuk mengetahui bagaimana *trade-off* pengambilan keputusan finansial untuk mengurangi konflik agensi dilakukan, penelitian ini menggunakan *three-stage least squares*.

Three-stage Least Squares (3SLS)

Hasil uji 3SLS dijelaskan pada tabel 3. Hasil ini menunjukkan bahwa *leverage* secara negatif mempengaruhi kepemilikan insider dan institusional pada persamaan 3 dan 4. Hubungan *reciprocal* juga ditunjukkan dengan adanya pengaruh negatif yang signifikan antara kepemilikan *insider* dan institusional terhadap *leverage* (persamaan 1). Hal tersebut memberikan argumen bahwa terdapat asumsi substitusi antara hutang, kepemilikan insider dan institusional dalam mengurangi biaya agensi.

Dividend payout yang dimiliki perusahaan juga berpengaruh secara negatif terhadap kepemilikan institusional, dan juga sebaliknya. Hal tersebut sesuai dengan asumsi teori agensi dimana *shareholder* lebih menyukai perusahaan yang memiliki rasio *dividend payout* yang rendah karena dapat memaksimalkan nilai perusahaan. Hasil ini juga sesuai dengan teori *tax differentials* dimana jika deviden dibebankan pajak yang lebih tinggi daripada *capital gains*, maka investor akan menuntut adanya *rate of return* yang lebih tinggi pula; sehingga akan meningkatkan *dividend yields*. Sedangkan *dividend payout* tidak mempengaruhi hutang ataupun *insider ownership*.

Tabel 3: Hasil Three Stage Least Square untuk variabel *leverage*, *Dividend*, *Insider* dan *corporate ownership*. T-statistik pada tanda dalam kurung

Variabel Independen	Debt (1)	<i>Dividend Payout</i> (2)	<i>Insider</i> (3)	Corporate (4)
Intercept	-0.407* (-4.795)	60.651** (2.311)	0.157* (-4.717)	-9.617 (-0.317)
Debt		0.337 (0.1878)	-0.148* (-5.656)	-0.598** (-2.608)
Dividend	-9.006 (-0.808)		4.256 (1.545)	-1.025* (-5.066)
Insider	-1.918* (-4.943)	0.144** (2.361)		-0.219** (-2.562)
Insider ²	-8.672 (-0.736)	-0.262 (-1.220)		-0.176 (-0.720)
Institutional	-10.806** (-2.052)	-0.285* (-4.172)	-3.332** (-2.515)	
Fixed Assets	-8.994 (-0.108)			
ROA	0.117* (6.953)	-5.6396 (-1.474)	0.162* (2.818)	-1.108 (-0.232)
Sales Growth		-0.411 (-1.518)	0.162 (2.818)	
Investment		0.203 (0.019)		
Total Assets			0.206* (2.665)	11.408*** (1.753)
N	90			
System R ²	0.7895			
Df/ χ^2	24/0.0			

Catatan *signifikan pada level 1 persen

** signifikan pada level 5 persen

***signifikan pada level 10 persen

Insider ownership berpengaruh secara positif terhadap besarnya *dividend payout* ($\beta = 0.144$; $t = 2.361$) dan berpengaruh negatif terhadap *corporate ownership* ($\beta = -0.219$; $t = -2.562$). Hasil ini bertentangan dengan hasil penelitian sebelumnya dimana meningkatnya jumlah *managerial ownership* akan mengurangi *dividend payout* (Jensen dan Meckling 1976, Rozeff 1982, Easterbrook 1984, Crutchley dan Hansen 1989, Jensen et al. 1992, Saxena 1999, Crutchley et al. 1999). Meskipun demikian, Alli et al. (1993) menyatakan bahwa ketika pemegang saham meningkat (internal ataupun eksternal), maka

biaya agensi akan semakin tinggi; sehingga lebih diperlukan adanya tindakan-tindakan manajerial dalam *monitoring*, daripada sekedar “bagi-bagi rejeki” melalui deviden.

Corporate ownership secara negatif juga terbukti mempengaruhi *insider ownership* ($\beta = -3.332$; $t = -2.515$). Hasil ini menunjukkan bahwa *corporate ownership* dapat dijadikan substitusi dari *insider ownership* dalam mengurangi biaya agensi. Hasil ini tidak dipengaruhi ukuran perusahaan (*size*), karena ukuran perusahaan dimasukkan kedalam persamaan institusional (4). Disamping itu, signifikansi pengaruh antara *size* dan *institutional ownership* jatuh pada tingkat yang sangat moderat, yaitu 10 persen ($\beta = 11.408$, $t = 1.753$). Substitusi antara kepemilikan insider dan korporat juga tidak dipengaruhi oleh tingkat profitabilitas perusahaan, sebagaimana diukur dengan ROA, karena profitabilitas tidak terbukti mempengaruhi tingkat kepemilikan korporat pada persamaan 4 ($\beta = -1.108$; $t = -0.232$).

Hasil penelitian lebih lanjut menunjukkan bahwa tingkat profitabilitas perusahaan secara signifikan berpengaruh positif terhadap *leverage* ($\beta = 0.117$; $t = 6.953$) dan *insider ownership* ($\beta = 0.162$; $t = 2.818$). Sejalan dengan meningkatnya kinerja, perusahaan cenderung lebih berani untuk menggunakan dana eksternal dalam bentuk hutang jangka panjang. Adanya pengaruh positif antara profitabilitas terhadap *insider ownership* mengkonfirmasi penelitian sebelumnya (Chaganti dan Damanpour 1991, Larner 1970, Monsen et al. 1968, Oswald dan Jahera 1991) yang umumnya menyatakan bahwa kepemilikan oleh manajer memiliki pengaruh positif terhadap kinerja perusahaan.

Meskipun demikian, penelitian ini tidak dapat membuktikan adanya hubungan “U-shaped” antara seluruh kebijakan finansial hutang, deviden dan kepemilikan korporat terhadap *insider ownerships*. Hasil yang cukup mengejutkan terjadi antara hubungan antara *insider ownerships* terhadap kebijakan deviden, dimana *Insider ownership* berpengaruh positif terhadap *dividend payout*, tetapi fungsi kuadrat dari *insider ownership* malah berpengaruh negatif terhadap *dividend payout*. Hasil ini mengindikasikan bahwa *dividend payout* yang optimal adalah yang berada pada suatu keadaan dimana kepemilikan manajerialnya adalah yang paling maksimal.

Secara keseluruhan, *system R²* sebesar 78.95% merupakan suatu peningkatan dari beberapa penelitian simultanitas lainnya. Misalnya, Jensen et al. (1992) hanya menghasilkan *R²* sebesar 27%, sedangkan Crutchley et al. (1999) menghasilkan *system R²* sebesar 39.7% pada periode 1987 dan 43.7% pada periode 1993. Hal tersebut dapat dijadikan bukti yang cukup relevan bahwa, untuk mengurangi konflik agensi, simultanitas pengambilan keputusan finansial (hutang, deviden dan struktur kepemilikan) dapat digunakan untuk mengurangi konflik agensi.

KESIMPULAN DAN KETERBATASAN

Hasil empiris penelitian ini membuktikan bahwa keputusan-keputusan finansial dan *institutional ownership*, apabila digunakan secara simultan, akan dapat mengurangi biaya agensi. Selain itu, *trade-off* keputusan tersebut juga dapat dilakukan untuk mengurangi masalah agensi.

Penelitian ini secara inheren mengandung beberapa kelemahan. Pertama, karena hipotesis diuji dengan menggunakan pendekatan simultanitas persamaan dan juga data ditransformasi menjadi logaritma natural karena adanya *positive skewness*, maka interpretasi koefisien masing-masing variabel harus dilakukan secara berhati-hati. Kedua, karena penelitian dilakukan pada suatu periode yang pendek, maka pertanyaan yang paling relevan adalah, *apakah hasil penelitian ini dapat lebih digeneralisir?* Untuk menjawab penelitian tersebut, sekaligus arahan untuk penelitian mendatang, maka diperlukan adanya dua penelitian panel (atau *time-series*) yang memiliki periode waktu yang panjang dan juga *cut-off* waktu yang lama untuk dapat membandingkan *system R²* antara kedua periode waktu yang lama tersebut.

Ketiga, terdapat beberapa variabel lain yang mungkin mempengaruhi *trade-off* pengambilan keputusan ini, misalnya *outsiders on the board*, lama jabatan CEO, ataupun ukuran kinerja perusahaan lainnya (terutama *non-financial measures*). Penelitian mendatang dapat menggunakan *Balanced Scorecard* untuk mengetahui bagaimana *trade-*

off pengambilan tersebut dilakukan, dalam hubungannya dengan strategi dan misi perusahaan. Keempat, penelitian ini menggunakan hubungan kuadrat antara *insider ownership*, *leverage*, *dividend payout*, untuk mengetahui adanya hubungan non-linear. Salah satu kelemahan dari penggunaan metode ini adalah akan memperkuat timbulnya *multi-collinearity*. Sehingga, generalisasi hasil penelitian ini harus dilakukan secara berhati-hati.

REFERENSI

- Agrawal, A. dan Mandelker, G.N. 1990. Large shareholders and the the monitoring of managers: the case of anti-takeover charter amendments. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 25: 143-161
- Agrawal, A. dan Knoeber, C.R. 1996. Firm performance and mechanisms to control agency problems between managers and shareholders. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 31: 377-397
- Bathala, C.T., Moon, K.P., dan Rao, R.P. 1994. Managerial ownship, debt policy and the impact of institutional holdings: An agency perspective. *Financial Management* 23: 38-50
- Brickley, J.A., Lease, R.C. dan Smith, C.W. 1988. Ownership structure and voting on anti-takeover amendments. *Journal of Financial Economics* 20: 267-291
- Brous, P.A., dan Kini, O.1994. The valuation effects of equaty issues and the level of institutional ownership: evidence from analysis' earning forecast. *Financial Management* 23: 33-46
- Chaganti, R., dan Damanpour, F. 1991. Institutional ownership, capital structure, and firm performance. *Strategic Management Journal* 12: 479-491
- Chan, L.K.C. dan Lakonishok, J. 1993. Institutional trades and intraday stock price behavior. *Journal of Financial Economics* 33: 173-200
- Chen, C.R. dan Steiner, T.L. 1999. Managerial ownership and agency conflicts: a non-linear simultaneous equation analysis of managerial ownership, risk taking, debt policy, dividend policy. *Financial Review* 91: 1277-1368
- Coffee, J.C. 1991. Liquidity versus control: the institutional investor as corporate monitor. *Columbia Law Review* 91: 1277-1368
- Cohen, J. dan Cohen, P. 1983. *Applied multiple regression/correlation analysis for the behavioral sciences*. NJ: Lawrence Erlbaum
- Crutchley, C.E. dan Hansen, R.S. 1989. A test of the agency theory of managerial ownership, corporate leverage, and corporate dividends. *Financial Management* 18: 36-46
- Crutchley, C.E., Jensen, M.R.H. Jahera, J.S. dan Raymond, J.E. 1999. Agency problems and simultaneity of financial decision making: The role of institutional ownership. *International Review of Financial Analysis* 8: 177-197
- Davidson, R., dan Mackinnon, J.G. 1993. *Estimation and inference in econometrics*. New York: Oxford University Press
- Dempsey, S.J. dan Laber, G. 1992. Effects of agency and transaction costs on dividend payout ratios: Further evidence of the agency-transaction hypothesis. *Journal of Financial Research* 15: 317-321
- Dempsey, S.J., Laber, G., dan Rozeff, M.S. 1993. Dividend policies in practice: Is there any industry effect? *Quarterly Journal of Business and Economics* 32: 3-13
- Easterbrook, F. 1984. Two agency-cost explanations of dividends. *American Economic Review* 74: 650-659
- Friend, I. dan Lang, L.H.P. 1988. An empirical test of the impact of managerial self-interest on corporate capital structure. *Journal of Finance* 43: 271-282
- Gordon, L.A. dan Pound, J. 1993. Information, ownership structure, and shareholder voting: evidence from shareholder-sponsored corporate governance proposals. *Journal of Finance* 48: 39-64

- Jensen, G.R., Solberg, D.P. dan Zorn, T.S. 1992. Simultaneous determination of insider ownership, debt, and dividend policies. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 27: 247-263
- Jensen, M.C. 1986. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review* 76: 323-329
- Jensen, M.C. and Meckling, W.H. 1976. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and capital structure. *Journal of Financial Economics* 3: 305-360
- Kale, J.R., Noe, dan Ramirez, G.G. 1991. The effect of business risk on corporate capital structure: theory and evidence. *Journal of Finance* 46: 1693-1716
- Kim, W.S., dan Sorenson, E.H. 1986. Evidence on the impact of the agency costs of debt on corporate debt policy. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 21: 131-144
- Larner, R.J. 1970. *Management control and the large corporation*. New York: Dunellen
- McConnell, J.J. dan Servaes, H. 1990. Additional evidence on equity ownership and corporate value. *Journal of Financial Economics* 27: 595-612
- Miller, K.D. dan Leiblein, M.J. 1996. Corporate risk-return relations: returns variability versus downside risk. *Academy of Management Journal* 39: 91-122
- Monsen, R.J., Chiu, J.S.Y. dan Coolie, D.E. 1968. The effect of the separation of ownership and control on the performance of the large firms. *Quarterly Journal of Economics* 82: 435-451
- Morck, R., Shleifer, A. dan Vishny, R.W. 1988. Management ownership and market valuation: An empirical analysis. *Journal of Financial Economics* 20: 293-315
- Myers, S.C. dan Majluf, N.S. 1984. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics* 13: 187-221
- Noronha, G.M., Shome, D.K., dan Morgan, G.E. 1996. The monitoring rationale for dividends and the interaction of capital structure and dividend decisions. *Journal of Banking and Finance* 20: 439-454
- O'Barr, W.M. dan Conley, J.M. 1992. *Fortune and Folly: The Wealth and Power of Institutional Investing*. Homewood, IL: Irwin
- Oswald, S.L. dan Jahera, J.S. 1991. The influence of ownership on performance: an empirical study. *Strategic Management Journal* 12: 321-326
- Pozen, R.C. 1994. Institutional investors: the reluctant activists. *Harvard Business Review* 72: 140-149
- Rozeff, M.S. 1982. Growth, beta and agency costs as determinants of dividend payout ratios. *Journal of Financial Research* 5: 249-259
- Schooley, D. dan Barney, L.D. 1994. Using dividend policy and managerial ownership to reduce agency cost. *Journal of Financial Research* 17: 363-373
- Shleifer, A., dan Vishny, R.W. 1986. Large shareholders and corporate control. *Journal of political economy* 94: 461-488
- Wansley, J.W., Collins, M.C. dan Dutta, A.S. 1995. Evidence of a non linear relationship between corporate ownership structure and dividend policy. *Working Paper: University of Tennessee at Knoxville*
- Wansley, J.W., Collins, M.C. dan Dutta, A.S. 1996. Further evidence on the relation between corporate ownership structure and debt policy. *Managerial Finance* 22: 56-75
- Wright, P., Kroll, M., Lado, A. dan Van-Ness, B. 2002. The structure of ownership and corporate acquisition strategies. *Strategic Management Journal* 23: 41-53

LAMPIRAN

Tabel 1: Korelasi antara variabel

Variabel	1	2	3	4	5	6	7	8	9
<i>Dividend Payout</i>	1								
Insider Own.	-	1							
Institut Own.	0.066		1						
Investment	-	-	-	1					
Leverage	0.007	0.057	0.186		1				
ROA	-	-	-	0.331		1			
Sales growth	0.045	0.213	0.012	0.011	-	1			
Fixed Ast	0.396	-	0.051	0.011	0.063		1		
Tot Ast	0.280	-	-	0.274	0.467	0.192		1	
		0.107	0.124						
	0.027	-	0.010	0.285	0.760	0.016	0.441	1	
		0.113							
	0.019	-	-	0.354	0.800	-	0.562	0.916	1
		0.187	0.025			0.136			