

HUBUNGAN SUBSTITUSI *DEBT POLICY*, *INSIDER OWNERSHIP*, DAN *DIVIDEND POLICY* DALAM MEKANISME PENGAWASAN MASALAH AGENSI DI INDONESIA

STEFANIE SUZANE
fanny_suzanne@yahoo.com

ABSTRAK

Sebagian besar perusahaan *go public* di Indonesia masih dimiliki secara mayoritas oleh keluarga pendiri perusahaan dan keluarga pendiri ini terlibat dalam manajerial perusahaan. Kondisi ini memunculkan masalah agensi antara pemegang saham mayoritas, yang juga sebagai manajer perusahaan, dengan pemegang saham minoritas. Ada 3 alternatif cara untuk mengatasi masalah agensi tersebut, yaitu *Debt Policy*, *Dividend Policy* dan *Insider Ownership*. Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui apakah terdapat hubungan substitusi antara *Debt Policy*, *Dividend Policy* dan *Insider Ownership* dalam mekanisme pengawasan masalah agensi di Indonesia.

Sebanyak 27 perusahaan yang *go public* di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2007 sampai 2010, dan membagikan dividen serta memiliki *insider ownership* dipilih sebagai sampel penelitian ini. Menggunakan teknik analisis regresi simultan *Two Stage Least Square* (TSLS) dengan variabel endogen, yaitu *Debt*, *Dividend*, dan *Insider Ownership*, serta variabel eksogen, yaitu *Fixed Asset*, *Profit*, *Risk*, *Growth*, *Institutional Ownership*, *Size* diketahui bahwa hubungan substitusi hanya terdapat antara *Dividend* dan *Debt*. Tetapi hubungan substitusi yang terjadi antara *Dividend* dengan *Debt* hanya satu arah yaitu *Debt* dapat menggantikan *Dividend* sedangkan *Dividend* tidak dapat menggantikan *Debt* karena pengaruh *Dividend* terhadap *Debt* bersifat negatif tetapi tidak signifikan. Sedangkan antara *Insider Ownership* dengan *Debt* dan *Dividend* tidak terdapat hubungan substitusi.

Kata Kunci: *Agency Problem*, *Debt Policy*, *Insider Ownership*, *Dividend Policy*

PENDAHULUAN

LATAR BELAKANG

Masalah agensi antara manajer dan pemegang saham pada banyak perusahaan di Amerika Serikat telah diidentifikasi oleh Barle dan Means (1932) sebagai akibat adanya perbedaan antara orang yang mengelola (manajer) dan orang yang memiliki perusahaan (pemegang saham). Manajer hanya memiliki porsi kepemilikan yang sangat kecil sehingga punya kecenderungan mengambil keputusan yang kurang sejalan dengan kepentingan pemegang saham dan pada saat yang sama masing-masing pemegang saham juga hanya memiliki porsi kepemilikan yang kecil sehingga mereka enggan melakukan pengawasan secara serius terhadap perilaku manajer. Sedangkan, Arifin (2003) dalam penelitiannya menemukan bahwa hanya mekanisme pembayaran dividen yang tinggi yang efektif untuk mengurangi masalah agensi di Indonesia. Mekanisme porsi hutang tinggi dan kontrol oleh pemegang saham mayoritas/dominan tidak efektif untuk mengurangi masalah agensi di Indonesia.

Investor sebagai pemegang saham suatu perusahaan publik yang struktur kepemilikannya tersebar memiliki hak untuk memilih dewan komisaris perusahaan. Selanjutnya, dewan komisaris akan mengangkat manajer untuk melakukan aktivitas perusahaan sehari-hari, dengan demikian, pemilik telah memberikan kewenangan kepada pihak manajer untuk membuat keputusan melakukan aktivitas perusahaan tersebut. Oleh karena itu, akan terjadi pemisahan kepemilikan dan manajer, dan mereka akan membuat keputusan-keputusan sesuai dengan posisi dan kepentingan mereka masing-masing, yang selanjutnya pemisahan ini akan menimbulkan hubungan agensi. Dengan kata lain hubungan agensi akan muncul karena adanya konflik kepentingan antara kepentingan pemilik dan kepentingan manajer. Jensen dan Meckling (1976) dalam Harjito (2006) mendefinisikan hubungan agensi sebagai suatu kontrak antara seorang atau lebih (prinsipal) yang meminta orang lain (agen) untuk melaksanakan beberapa kegiatan atau pekerjaan bagi kepentingan prinsipal yang meliputi pemindahan sebagian kewenangan kepada agen untuk membuat keputusan.

Selain perbedaan kepentingan antara prinsipal dan agen, masalah agensi dapat terjadi karena timbul informasi tidak simetri antara prinsipal dan agen. Munculnya informasi tidak simetri dan konflik kepentingan antara prinsipal dan agen dipertimbangkan sebagai sumber yang sangat penting bagi ketidakefisienan dalam proses pembuatan keputusan (Miguel *et al.*, 2005 dalam Harjito, 2006). Dalam konteks ini, literatur keuangan secara luas mendukung peranan yang dilakukan oleh struktur kepemilikan, hutang dan dividen sebagai mekanisme kontrol biaya agensi. Pertama, literatur keuangan menyatakan manfaat dari *insider ownership* dan kepemilikan terkonsentrasi (Jensen dan Meckling, 1976; Shleifer dan Vishny, 1986), hutang (Jensen, 1986) dan dividen (Rozeff 1982) dalam penyelesaian konflik kepentingan yang timbul antara pemegang saham dan manajer di dalam perusahaan. Kedua, ditemukan bahwa struktur kepemilikan, hutang (Harris dan Raviv, 1990) dan dividen (Bhattacharya, 1979) sebagai cara efektif untuk mengurangi informasi tidak simetri antara perusahaan dan investor.

Di Indonesia, masalah agensi juga muncul pada perusahaan-perusahaan yang sudah *go public* meskipun akar permasalahannya tidak sama dengan masalah agensi di negara-negara lain. Sebagian besar perusahaan *go public* di Indonesia masih dimiliki secara mayoritas oleh keluarga pendiri perusahaan dan keluarga pendiri ini terlibat dalam manajerial perusahaan. Kondisi ini memunculkan masalah agensi antara pemegang saham mayoritas, yang juga sebagai manajer perusahaan, dengan pemegang saham minoritas. Kurniawan dan Indriantoro (2000), misalnya, menengarahi

bahwa struktur kepemilikan yang masih didominasi keluarga menyebabkan perlindungan terhadap investor kecil masih lemah.

Perumusan masalah

Berdasarkan latar belakang masalah diatas, peneliti ingin mengetahui apakah terdapat hubungan substitusi antara kebijakan hutang dengan *Insider Ownership*, antara kebijakan hutang dengan pembayaran dividen dan antara *Insider Ownership* dengan pembayaran dividen dalam peranan pengawasan untuk mengurangi masalah agensi.

Tujuan penelitian

Tujuan yang akan dicapai dari penelitian adalah untuk mengetahui adanya hubungan substitusi antara kebijakan hutang dengan *Insider Ownership*, antara kebijakan hutang dengan pembayaran dividen, dan antara *Insider Ownership* dengan pembayaran dividen dalam peranan pengawasan untuk mengurangi masalah agensi.

TINJAUAN PUSTAKA

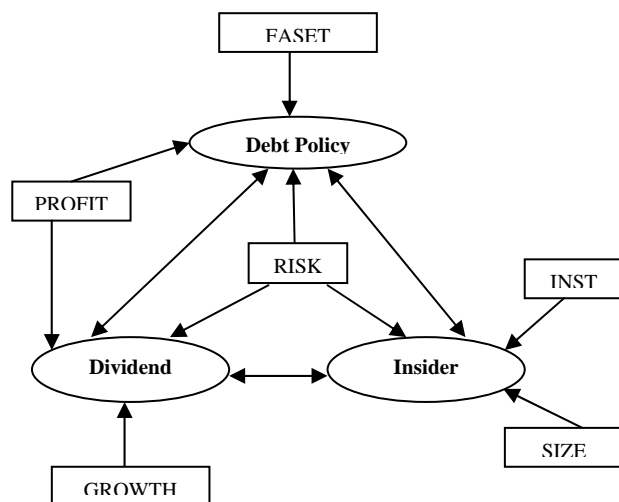
Jensen dan Meckling (1976) dalam Harjito (2006) berpendapat bahwa masalah agensi antara pemegang saham dan manajer adalah berasal dari pemisahan kepemilikan dan pengawasan. Manajer mungkin melakukan investasi yang kurang (*under-investment*) apabila mengurus sumber perusahaan atau memindahkan sumber tersebut kepada keuntungan pribadi mereka. Menurut hipotesis investasi berlebihan (*overinvestment*), manajer mempunyai insentif untuk membuat perusahaan mempunyai nilai di bawah nilai optimum dan menerima proyek dengan nilai negatif. Keadaan terlebih investasi ini diperburuk lagi apabila perusahaan mempunyai aliran kas bebas yang lebih dan peluang pertumbuhan yang kecil (Jensen, 1986) dalam Harjito (2006).

Harris dan Raviv (1990) dalam Harjito (2006) berpendapat bahwa masalah agensi antara pemegang saham dan manajer tidak dapat diselesaikan melalui kontrak berdasarkan aliran kas dan pengeeksternalan investasi saja. Mereka mengusulkan penerbitan hutang untuk mengurangi masalah *over-investment*. Seterusnya, Jensen (1986) dalam Harjito (2006) mengusulkan bahwa kebijakan penerbitan hutang digunakan sebagai alat untuk mendisiplinkan manajer karena manajer harus bekerja lebih keras untuk membayar kembali hutang dan bunganya.

Untuk mereduksi konflik keagenan antara manajer dengan pemegang saham ketika muncul persoalan *free cash flow*, dapat dilakukan substitusi aktiva (*to shift risk*) melalui peningkatan (pengurangan) pembayaran dividen dengan pelunasan (penambahan) hutang. Temuan tersebut konsisten dengan hasil penelitian Jensen *et al* (1992), yang menyatakan pembayaran dividen muncul sebagai substitusi hutang di dalam struktur modal. Jensen (1986, 1993) berargumen bahwa mengurangi laba ditahan dan *free cash flow* dengan cara meningkatkan *substitusi asset* seperti dividen dan komposisi kepemilikan saham manajerial, akan mendorong perusahaan menambah dana eksternal dari pasar modal untuk mengatasi atau meniadakan masalah keagenan.

Kebijakan peningkatan rasio pembayaran dividen menyebabkan suatu perusahaan meningkatkan modal dari luar (Myers dan Majluf, 1984) dalam Harjito (2006). Rasio ini mempunyai pengaruh terhadap peningkatan pengawasan dari luar oleh Komisi Sekuritas, manajer bank investasi dan investor baru (Crutchley dan Hansen, 1989). Mereka juga menegaskan bahwa pengawasan ini akan menyebabkan manajer yang ingin mempertahankan kedudukannya berusaha bekerja lebih giat untuk kepentingan pemegang saham. Oleh karena itu, peningkatan dividen ini dapat mengurangi masalah agensi antara pemegang saham dan manajer. Pendapat ini didukung oleh Borokhovich *et al.* (2005) dalam Harjito (2006) yang menyatakan bahwa dividen bertindak sebagai mekanisme untuk mengurangi masalah agensi.

MODEL PENELITIAN



Gambar 1.

METODE PENELITIAN

DESAIN PENELITIAN

Penelitian ini merupakan jenis penelitian dengan hipotesis, dimana rancangan penelitian menggunakan data sekunder yang berupa laporan keuangan yang diambil dari *IDX*. Metode yang digunakan dalam penelitian ini adalah pendekatan kuantitatif. Data kemudian diolah untuk mendapatkan kesimpulan yang dianggap dapat membuktikan atau menyangkal hipotesis yang ada.

DEFINISI OPERASIONAL

Definisi operasional untuk masing-masing variabel penelitian adalah sebagai berikut:

1. Rasio Hutang (DEBT): Rasio ini merupakan perbandingan antara hutang lancar dan hutang jangka panjang dengan jumlah seluruh aktiva. Rasio ini menunjukkan berapa bagian dari keseluruhan aktiva yang dibelanjai oleh hutang.
2. Insider Ownership (IOWN): Rasio ini merupakan perbandingan antara kepemilikan manajer dan direksi dengan saham yang beredar. Rasio ini digunakan sebagai alat penilaian oleh investor untuk menginvestasikan dananya di suatu perusahaan.
3. Dividend (DIVD): Rasio ini merupakan perbandingan antara dividend yang dibagikan dengan operating income.
4. Kepemilikan Institusional (INST): Persentase dari kepemilikan saham perusahaan yang dimiliki oleh investor institusional.
5. Aset Tetap (FASET): Rasio dari asset tetap terhadap total asset.
6. Ukuran Perusahaan (SIZE): Ukuran perusahaan dapat dicari dengan formula Natural Log dari total asset perusahaan.
7. Risiko Bisnis (RISK): Risiko bisnis diukur dengan standar deviasi dari laba operasi selama empat tahun sebelumnya.
8. Pertumbuhan (GROWTH): Laju pertumbuhan penjualan selama empat tahun sebelumnya.
9. Tingkat Keuntungan (PROFIT): Rasio dari operating income terhadap total asset. Digunakan untuk mengukur kemampuan dari modal yang diinvestasikan dalam keseluruhan aktiva untuk menghasilkan keuntungan netto.

POPULASI DAN SAMPEL

Populasi, Sampel, dan Teknik Pengumpulan Sampel yang digunakan dalam penelitian adalah sebagai berikut:

1. Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan yang terdaftar dalam Bursa Efek Indonesia.
2. Sampel penelitian adalah perusahaan yang terdaftar dalam Bursa Efek Indonesia dengan menggunakan teknik pengambilan sampel metode *purposive sampling*, yaitu berdasarkan kriteria sebagai berikut:
 - a. Perusahaan yang diteliti termasuk dalam Bursa Efek Indonesia dan telah menerbitkan laporan keuangan selama periode 2007 sampai 2010.
 - b. Perusahaan tersebut harus tetap ada selama periode penelitian, yaitu dari tahun 2007 sampai 2010.
 - c. Perusahaan yang memiliki laporan keuangan yang lengkap pada periode 2007 – 2010 terutama *item – item* laporan keuangan yang dihitung menjadi rasio – rasio keuangan dan digunakan sebagai variable dalam penelitian ini.

ANALISIS DAN PEMBAHASAN

HASIL ANALISIS

Pengujian regresi yang dilakukan untuk menguji ada atau tidaknya hubungan substitusi antara *debt* dengan *insider ownership*, *debt* dengan *dividend*, dan *insider ownership* dengan *dividend*. Persamaan regresi yang digunakan adalah:

$$DEBT = 0,5267 + (0,0081) IOWN - (0,1227) DIVD + (0,0849) FASET - (0,0183) RISK - (0,4013) PROFIT$$

$$IOWN = 1,3721 + (0,1756) DEBT + (0,0548) DIVD + (0,5118) INST + (0,0069) RISK - (0,0361) SIZE$$

$$DIVD = 0,1420 - (0,2365) DEBT + (0,1483) IOWN + (0,2713) GROWTH + (0,2777) PROFIT + (0,0331) RISK$$

Berdasarkan hasil perhitungan regresi simultan pada perusahaan –perusahaan periode 2007-2010 (lampiran 1), terdapat lima variabel eksogen yang berpengaruh secara signifikan terhadap variabel endogen.

PERSAMAAN DEBT

Insider Ownership memiliki hubungan yang positif dan tidak signifikan terhadap Debt, artinya tidak terdapat hubungan substitusi antara *Debt* dengan *Insider Ownership*. Hipotesis pertama (H1) yang menyatakan bahwa terdapat hubungan saling mengganti antara *Debt* dengan *Insider ownership* tidak terbukti. Hasil penemuan ini bertentangan dengan beberapa hasil kajian yang lalu (Friend dan Lang, 1988), (Jensen *et al.* 1992), (Chen dan Steiner,1999), (Tandelilin dan Wilberforce, 2002) dan Miguel *et al.* (2005). Namun, penelitian Huson *et al.* (2005) mendukung hasil penelitian ini. Penelitian mereka menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial (*insider ownership*) tidak bisa menggantikan peranan hutang dalam mekanisme pengendalian konflik keagenan.

Dividend memiliki hubungan yang negatif tetapi tidak signifikan terhadap Debt, artinya tidak terdapat hubungan substitusi antara *Debt* dengan *Dividend*. Oleh karena itu, hipotesis 2 yang menyatakan bahwa ada hubungan saling

mengganti antara hutang terhadap dividen adalah tidak terbukti. *Fixed Asset* memiliki hubungan yang positif dan tidak signifikan terhadap *Debt*, artinya semakin tinggi perusahaan menggunakan hutang maka *Fixed Asset* akan meningkat. *Profit* memiliki hubungan yang negatif dan signifikan terhadap *Debt*. Pengaruh *Profit* terhadap *Debt* bersifat negatif, artinya semakin tinggi rasio hutang perusahaan maka rasio profit akan menurun. Seluruh hasil penelitian ini konsisten dengan hasil penelitian yang diselesaikan oleh Chen dan Steiner (1999), Jensen *et al.* (1992).

Risk memiliki hubungan yang negatif dan tidak signifikan terhadap *Debt*, artinya semakin tinggi risiko perusahaan maka rasio hutang akan menurun. Hasil kajian ini mendukung kajian Jensen *et al.* (1992) dan Chen dan Steiner (1999). Mereka menemukan hubungan negatif antara risiko bisnis dengan rasio hutang. Apabila risiko bisnis semakin tinggi, maka pihak kreditur akan mengurangi pinjaman kepada perusahaan karena kemungkinan risiko bangkrut adalah tinggi (Chen dan steiner, 1999).

PERSAMAAN IOWN

Debt memiliki hubungan yang positif dan signifikan terhadap *Insider ownership*, artinya tidak ada hubungan substitusi antara *Insider ownership* dengan *Debt*. Hasil kajian ini tidak mendukung hipotesis pertama (H1) yang menyatakan terdapat hubungan saling mengganti antara kebijakan hutang dengan *insider ownership* sebagai mekanisme pengawasan masalah agensi. Hal ini mengindikasikan beberapa kemungkinan fenomena, yaitu tidak ada persoalan keagenan yang serius pada perusahaan di Indonesia yang cenderung didominasi oleh kepemilikan institusional. Hal ini dapat dilihat pada lampiran 1, nilai minimal kepemilikan institusional secara total mencapai 72,06%. Jumlah tersebut memiliki kekuatan kendali yang sangat kuat terhadap keputusan manajerial. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa dampak positif dan signifikan *Debt* terhadap *Insider Ownership* bukan menjelaskan mekanisme kontrol melainkan adanya keyakinan dari *Insider Ownership* bahwa sumber pendanaan tersebut akan dialokasikan untuk investasi yang prospektif.

Dividend memiliki hubungan yang positif dan tidak signifikan terhadap *Insider ownership*, artinya tidak ada hubungan substitusi antara *Insider ownership* dengan *Dividend*. Dengan demikian, hipotesis 3 (H3) yang menyatakan ada hubungan substitusi antara *insider ownership* dan pembayaran dividen tidak terbukti. Implikasi dari penemuan ini adalah peningkatan pembayaran dividen sebagai mekanisme pengawasan masalah agensi tidak dapat mengurangi peranan *insider ownership*. Hasil kajian ini tidak mendukung kajian Chen dan Steiner (1999), namun mendukung kajian yang dilakukan oleh Jensen *et al.* (1992) dan Tandelilin dan Wilberforce (2002). Jensen *et al.* (1992). Oleh karena itu, peranan *insider ownership* dalam mekanisme pengawasan masalah agensi tidak dapat digantikan dengan meningkatkan pembayaran dividen. Sedangkan hasil kajian Tandelilin dan Wilberforce (2002) juga menemukan berlakunya hubungan positif antara pembayaran dividen dengan *insider ownership*. Kemungkinan hubungan antara pembayaran dividen dengan *insider ownership* adalah saling melengkapi dalam mekanisme pengawasan masalah agensi.

Institutional Ownership memiliki hubungan yang positif dan signifikan terhadap *Insider ownership*. Pengaruh *Institutional Ownership* terhadap *Insider Ownership* bersifat positif, artinya apabila *Institutional Ownership* meningkat maka *Insider Ownership* juga meningkat begitu juga sebaliknya. Hal ini dapat terjadi karena data *Insider Ownership* menggunakan data *Institutional Ownership* sedangkan data *Institutional Ownership* menggunakan data *Institutional Ownership* terbesar dalam laporan keuangan perusahaan.

Risk memiliki hubungan yang positif dan tidak signifikan terhadap *Insider Ownership*. Pengaruh *Risk* terhadap *Insider Ownership* bersifat positif dan tidak signifikan, artinya risiko perusahaan tidak mempengaruhi *insider ownership*.

Size memiliki hubungan yang negatif dan signifikan terhadap *Insider Ownership*. Pengaruh *Size* terhadap *Insider Ownership* bersifat negatif dan signifikan, artinya semakin besar ukuran perusahaan maka kepemilikan manajerial perusahaan akan semakin kecil. Hasil penelitian mendukung penelitian Bathala *et al.* (1984), Jensen *et al.* (1992) dan Tandelilin dan Wilberforce (2002). Mereka menemukan bahwa apabila perusahaan menjadi besar, pemilikan saham oleh manajer semakin kecil karena terdapat batas kekayaan pribadi, batas pinjaman pribadi dan masalah diversifikasi.

PERSAMAAN DIVD

Debt memiliki hubungan yang negatif dan signifikan terhadap *Dividend*, artinya terdapat hubungan substitusi antara *Debt* dengan *Dividend*. Hasil penelitian mendukung hipotesis kedua (H2). Tetapi hubungan substitusi yang terjadi antara *dividend* dengan *debt* hanya satu arah yaitu *debt* dapat menggantikan *dividend* sedangkan *dividend* tidak dapat menggantikan *debt* karena pengaruh *dividend* terhadap *debt* bersifat negatif tetapi tidak signifikan. Hasil kajian ini mendukung kajian yang dilakukan oleh Jensen *et al.* (1992) dan Chen dan Steiner (1999). Walaupun demikian, hasil penelitian ini bertentangan dengan hasil penelitian Tandelilin dan Wilberforce (2002). Mereka menemukan hubungan positif dan signifikan antara pembayaran dividen dengan hutang.

Insider Ownership memiliki hubungan yang positif dan tidak signifikan terhadap *Dividend*, artinya tidak ada hubungan substitusi antara *Insider Ownership* dengan *Dividend*. Peningkatan *insider ownership* untuk meningkatkan persetujuan atau keselarasan antara pemegang saham dengan manajer dalam meningkatkan keuntungan perusahaan tidak memberi kesan secara signifikan terhadap penurunan tingkat pembayaran dividen. Dalam konteks mekanisme pengawasan masalah agensi di dalam sebuah perusahaan, keadaan tersebut menunjukkan bahwa peningkatan *insider ownership* tidak dapat menggantikan peranan kebijakan pembayaran dividen untuk mengurangi masalah agensi. Implikasinya, peningkatan jumlah *insider ownership* ini tidak memungkinkan untuk mengurangi pembayaran dividen.

Growth memiliki hubungan yang positif dan tidak signifikan terhadap *Dividend*, artinya pertumbuhan perusahaan tidak mempengaruhi dividen. Rozeff (1982) menegaskan bahwa pertumbuhan perusahaan yang tinggi akan memilih

untuk membayar dividen lebih rendah. Perusahaan yang tumbuh cepat akan mengurangi pembayaran dividen karena keuntungan yang diperoleh digunakan untuk investasi kembali (Myers dan Majluf 1984).

Profit memiliki hubungan yang positif dan tidak signifikan terhadap *Dividend*, artinya *Profit* perusahaan tidak mempengaruhi *Dividend*. Tingkat keuntungan saat ini yang tinggi merupakan petunjuk bagi tingkat pertumbuhan untuk harapan keuntungan masa yang akan datang. Pertumbuhan tingkat keuntungan ini sebagai tanda pembayaran dividen yang optimal (Bhattacharya, 1979). Sementara itu, Jensen *et al.* (1992) menemukan hubungan positif antara tingkat keuntungan dengan pembayaran dividen. Artinya semakin tinggi tingkat keuntungan, maka pembayaran dividen semakin tinggi.

Risk memiliki hubungan yang positif dan tidak signifikan terhadap *Dividend*, artinya risiko bisnis perusahaan tidak mempengaruhi *Dividend*. Hasil kajian ini tidak mendukung hasil kajian Jensen *et al.* (1992). Mereka menemukan hubungan negatif antara risiko bisnis dengan pembayaran dividen. Kajian mereka juga menjelaskan bahwa risiko bisnis yang tinggi berkait secara langsung antara keuntungan saat ini dengan keuntungan masa yang akan datang. Risiko bisnis yang lebih tinggi akan mengurangi kemampuan perusahaan memperoleh keuntungan.

SIMPULAN DAN SARAN

SIMPULAN

Berdasarkan hasil penelitian dan pembahasan dalam bab sebelumnya maka kesimpulan yang dapat ditarik dari penelitian ini adalah :

1. Tidak terdapat hubungan substitusi antara *Debt* dengan *Insider Ownership* dalam peranan pengawasan untuk mengurangi masalah agensi.
2. Terdapat hubungan substitusi antara *Debt* dengan *Dividend* dalam peranan pengawasan untuk mengurangi masalah agensi.
3. Tidak terdapat hubungan substitusi antara *Insider Ownership* dengan *Dividend* dalam peranan pengawasan untuk mengurangi masalah agensi.

SARAN

Hasil dari penelitian ini digunakan untuk mengetahui faktor-faktor yang dapat mempengaruhi masalah agensi pada perusahaan-perusahaan yang go public di Indonesia. Adapun saran yang dapat diberikan, yaitu:

1. Bagi penelitian berikutnya dapat mengganti proxy penelitian supaya hasil penelitian yang di dapat lebih signifikan.
2. Memasukan variabel eksogen lain seperti R&D dan *Investment* yang dapat mempengaruhi variabel endogen.
3. Bagi penelitian selanjutnya dapat mengembangkan penelitian dengan model simultan yang lebih tepat.

UCAPAN TERIMA KASIH: Penelitian ini adalah hasil bimbingan Dr. Hermeindito dan Drs. Ec. C. Martono, M.Si., CFP . Untuk itu penulis mengucapkan terima kasih untuk masukan yang berarti selama penyusunan artikel ilmiah ini.

DAFTAR PUSTAKA

- Arifin, Zaenal. 2004. "Solusi Masalah Agensi Perusahaan Publik di Indonesia: Pendekatan Game Modeling dan Pendekatan Positif Empiris. JSB No.9 Vol.1:35-47.
- Chen, C., & T. Steiner. 1999. "Managerial ownership and agency conflicts: A nonlinear simultaneous equation analysis of managerial ownership, risk taking, debt policy, and dividend policy". *Financial Review* 34, pp. 119-136.
- 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.
- Diana, Devi Nurvida Avri dan Irianto, Gugus. 2008. "Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional dan Sebaran Kepemilikan Terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan Ditinjau dari Teori Keagenan. Emisi Vol.1, No.1:1-16.
- Friend, I. dan Lang, L.H.P. 1988. "An empirical test of the impact of managerial self-interest on corporate capital structure". *The Journal of Finance* 43(2): 271-281.
- Harjito, D. Agus. 2006. "Substitution Relationship Between The Agency Problem Control Mechanisms in Malaysia: Simultaneous Equation Analysis". JSB Vol 11 No.2:117-127.
- Ismiyanti, Fitri dan Hanafi, Mamduh M. 2003. "Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Risiko, Kebijakan Utang dan Kebijakan Dividen: Analisis Persamaan Simultan". Simposium Nasional Akuntansi VI.
- Jensen, G., Solberg, D. dan Zorn, T. 1992. "Simultaneous determination of insider ownership, debt and dividend policies". *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 27(2): 247- 263.
- Jensen, M. C. 1986. "Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers". *American Economic Review* 76: 323-339.
- 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.
- Miguel, A., Pindado, J. dan de la Torne, C. 2005. "How do entrenchment and expropriation phenomena affect control mechanism?". *Corporate Governance: An International Review* 13(4): 1-29.

Lampiran 1. Hasil Analisis Regresi Simultan

Independent Variable	Dependent Variable		
	DEBT	IOWN	DIVD
CONSTANT	0,5267 (5,2679)	1,3721 (5,5939)	0,1420 (1,2556)
DEBT		0,1756 (2,1359)*	-0,2365 (-1,9352)**
IOWN	0,0081 (0,0825)		0,1483 (1,2903)
DIVD	-0,1228 (-1,6450)	0,0548 (0,8422)	
INST		0,5118 (7,7008)*	
FASET	0,0849 (0,9690)		
SIZE		-0,0361 (-4,4982)*	
RISK	-0,0183 (-0,3893)	0,0069 (0,1704)	0,2713 (1,4955)
PROFIT	-0,4013 (-2,9799)*		0,2777 (1,5927)
GROWTH			0,0331 (0,4425)

* signifikan 5%

** signifikan 10%

Lampiran 2. Hasil Uji Analisis Deskriptif

	DEBT	IOWN	DIVD	INST	FASET	RISK	SIZE	PROFIT	GROWTH
2007	0.4647	0.7138	0.2277	0.5645	0.4338	0.4754	28.6953	0.1905	0.2452
2008	0.4803	0.7179	0.3210	0.5728	0.4492	0.4638	28.8938	0.1786	0.2342
2009	0.4449	0.7265	0.2587	0.5897	0.4839	0.4354	28.9492	0.1669	0.2220
2010	0.4533	0.7240	0.2409	0.5874	0.4627	0.4265	29.1367	0.1633	0.1630
Mean	0.4608	0.7206	0.2621	0.5786	0.4574	0.4503	28.9187	0.1748	0.2161
Median	0.4590	0.7210	0.2498	0.5801	0.4559	0.4496	28.9215	0.1728	0.2281
Max	0.4803	0.7265	0.3210	0.5897	0.4839	0.4754	29.1367	0.1905	0.2451
Min	0.4449	0.7138	0.2278	0.5645	0.4338	0.4265	28.6953	0.1632	0.1630
Std. Dev	0.0153	0.0057	0.0413	0.0120	0.0212	0.0231	0.1816	0.0123	0.0366