



DIVIDEN, HUTANG, DAN KEPEMILIKAN INSTITUSIONAL DI PASAR MODAL INDONESIA: PENGUJIAN TEORI KEAGENAN

Teguh Prasetyo ✉

Fakultas Ekonomi, Universitas Gajah Mada, Yogyakarta, Indonesia

Info Artikel

Sejarah Artikel:

Diterima Oktober 2012

Disetujui Desember 2012

Dipublikasikan Maret 2013

Keywords:

Dividends;

Debt;

Institutional Ownership;

Agency Conflict

Abstrak

Penelitian ini bertujuan untuk menguji teori keagenan di pasar modal Indonesia dengan variabel proksi mekanisme pengendalian konflik keagenan yakni kebijakan dividen, hutang dan kepemilikan institusional. Data adalah data panel (*pooled data*) dengan periode pengamatan dari tahun 2004-2010. Metode analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah uji analisis regresi berganda dan uji analisis regresi *Two-Stage Least Square* (TSLS). Hasil penelitian menunjukkan dividen berpengaruh positif terhadap kinerja. Hutang berpengaruh negatif terhadap kinerja. Kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap kinerja. Secara simultan hubungan antara ketiga model tidak signifikan. Akan tetapi, hubungan antara dividen dan hutang signifikan. Artinya, dividen dapat menggantikan hutang begitu juga sebaliknya untuk mengontrol konflik keagenan.

Abstract

This study aims to test the agency theory in Indonesian capital market was proxied by the agency conflicts controlling mechanism which are dividends, debt and institution ownership. The data is pooled data with the observation period from the year 2004-2010. The method of analysis used in this study is multiple regression analysis, and Two-Stage Least Square (2SLS). The results show the dividend has a positive effect on performance and debt has negative effect. More over, institution ownership has a positive effect on performance. Meanwhile, Simultaneously relationship between the three models are not significant. However, the relationship between dividends and debt significant. It means that dividends can replace debt and vice versa to control the agency conflict.

JEL Classification: M2, M20

✉ Alamat korespondensi:

Jl. Humaniora, Bulaksumur, Jogjakarta

E-mail: tghprasetyo@gmail.com

ISSN

2086-0668 (cetak)

2337-5434 (online)

PENDAHULUAN

Regulasi, ukuran perusahaan, jumlah modal serta sistem yang berbeda antara suatu perusahaan dengan perusahaan lainnya akan memberikan hasil kebijakan yang berbeda. Misalnya kebijakan dividen, pembayaran dividen akan dianggap sebagai sinyal atau semata-mata konflik keagenan (*agency conflict*). Pembayaran dividen oleh perusahaan masih merupakan teka-teki (*puzzle*). Artinya kebijakan dividen akan terkait dengan apakah laba akan dibagikan kepada pemegang saham dalam bentuk pendapatan dividen atau akan diinvestasikan kembali ke perusahaan sebagai laba ditahan (Amihud & Murgia, 1997).

Berbeda dengan di Amerika atau Eropa dan juga Jepang, kebanyakan perusahaan yang *listed* di pasar modal Indonesia memiliki pemegang saham dalam bentuk institusi bisnis tersendiri. Karakteristik struktur kepemilikan perusahaan-perusahaan di Indonesia tingkat konsentrasinya lebih tinggi, sehingga terkadang pendiri juga dapat memangku jabatan sebagai dewan direksi atau komisaris dan sekaligus juga ada yang sebagai pemegang saham kemudian dimungkinkan akan dapat mengendalikan manajemen perusahaan. Masalah keagenan (*agency problem*) di pasar modal Indonesia tersebut adalah konflik keagenan antara pemegang saham pengendali (*majority shareholders*) dengan pemegang saham minoritas (*minority shareholders*) (Husnan, 2001).

Pendekatan teori keagenan (*agency theory approach*) memberikan penjelasan bahwa struktur modal disusun sedemikian rupa dalam rangka untuk mengurangi konflik antar berbagai kelompok kepentingan. Erat hubungannya dengan teori trade-off (*trade-off theory*) yang memberi penjelasan dengan memasukkan biaya kebangkrutan dan biaya keagenan (*agency cost*), akan memberikan *trade-off* antara penghematan pajak dari hutang dengan biaya kebangkrutan tersebut.

Konflik keagenan (*agency conflict*) yaitu antara para pemegang saham (*shareholders*) dengan para manajer (*stakeholders*) adalah konsep *freecash flow*. Konsep *freecash flow* melihat bahwa keputusan pendanaan dengan hutang (*debt financing*) merupakan bentuk usaha untuk mengatasi konflik keagenan (*agency conflict*) atas *cash flow*, sehingga kinerja perusahaan akan lebih baik begitu juga dengan nilai perusahaan.

Menurut Mahadwartha (2003) antara hutang, kepemilikan manajerial, dan dividen memiliki efek substitusi (*substitution effects*) dalam mekanisme pengawasan dan pengikatan konflik keagenan (*agency conflict*). Konflik keagenan yang ada di *emerging market* seperti di pasar modal Indonesia sangatlah unik, menurut Tandelilin dan Wilberforce (2002) yang melakukan penelitian di pasar modal Indonesia menemukan bahwa hutang dan kebijakan dividen memiliki hubungan *non-monotonic* dengan kepemilikan orang dalam (*insider ownership*) dalam mengontrol konflik keagenan (*agency conflict*) antara para pemegang saham (*shareholders*) dengan para manajer (*stakeholders*). Begitu juga menurut Crutchley et al. (1999), Chen dan Stainer (1999) yakni dividen, hutang, dan *insider ownership* memiliki hubungan substitusi, sedangkan menurut Crutchley et al. (1999) mengatakan, kepemilikan institusional juga dapat dijadikan sebagai variabel substitusi untuk mengendalikan, mengawasi dan mengurangi konflik keagenan (*agency conflict*).

Berdasarkan fenomena tersebut, maka penelitian ini akan membahas isu mengenai: Satu, pengaruh dividen terhadap kinerja perusahaan. Dua, pengaruh hutang terhadap kinerja perusahaan. Tiga, pengaruh kepemilikan institusional terhadap kinerja perusahaan. Empat, hubungan simultan antar dividen, hutang, dan kepemilikan institusional. Joher et al. (2006) berargumen bahwa kebijakan dividen merupakan salah satu bentuk indikator bahwa perusahaan kedepan dimungkinkan akan memiliki kinerja yang lebih baik. Dalam hal ini kinerja *agent* atau manajer dapat dipertanggungjawabkan dan memberikan manfaat terhadap *principal* atau para investor. Kebijakan dividen akan memberikan pengaruh yang positif terhadap kinerja perusahaan. Oleh karena itu, sangat erat keterikatan antara kebijakan

dividen yang dikontrol dan ditentukan oleh pemegang saham (*controlling shareholders*) terhadap kinerja manajer dalam membawa keadaan kedepan perusahaan menjadi lebih baik (Mahadwartha, 2003).

Menurut Allen et al. (2000) perusahaan memiliki cara yang berbeda dalam menentukan pembayaran dividennya, yakni tidak secara mutlak atau penuh tergantung jenis investornya yang membayar pajak dividen. Pajak dividen pada investor institusi relatif sedikit dibandingkan pada investor individual (*taxclienteles*). Perusahaan yang memiliki kualitas manajemen yang baik pembayaran pajak tersebut menjadi erat (*stickness*) korelasinya dengan dividen yang dibayarkan oleh pemegang saham yang tentu akan menimbulkan pengaruh pajak pelanggan (*ownership tax clienteleeffects*).

Dengan kata lain pembayaran dividen dapat memberikan pengendalian terhadap konflik keagenan, sehingga kinerja perusahaan akan menjadi lebih baik. Teori agensi (*agencytheory*) sebenarnya didasarkan atas kepercayaan sekelompok individu secara ekonomi yang selalu memilih untuk memaksimalkan kebutuhan personal atau pribadi. Berdasarkan penjelasan tersebut hipotesis pertama dapat dituliskan sebagai berikut:

H1: Dividen berpengaruh positif terhadap kinerja.

Konsep *free cash flow* menjelaskan bahwa konflik keagenan (*agency conflict*) yang terjadi tidak lain adalah dikarenakan perbedaan kepentingan yang terdapat diantara para pemegang saham (*shareholders*) dengan para manajer (*stakeholders*). Dalam hal ini konsep *free cash flow* melihat bahwa keputusan pendanaan dengan hutang (*debt financing*) merupakan sebagai bentuk usaha untuk mengatasi atau mengurangi adanya konflik keagenan (*agency conflict*) atas *cash flow* sehingga kinerja perusahaan akan lebih baik. Ketika kebutuhan hutang perusahaan dapat dipenuhi akan memberi kontrol serta pengawasan terhadap manajer sehingga kinerja perusahaan akan menjadi lebih terkontrol dan lebih baik. Disisi lain, dalam kenyataannya, pendanaan hutang (*debt financing*) terkadang selalu optimal, baik sejalan atau berlawanan dengan manajer perusahaan. Bagaimanapun, keduanya merupakan sebuah masalah yang muncul sebagai akibat dari masalah keagenan (*agency problem*).

Keadaan tersebut akan memberikan potret dimana semakin terkonsentrasi kepemilikan, maka akan diikuti semakin banyak hutang yang diperlukan dan dapat ditoleransi. Artinya dalam kondisi tersebut manajer perusahaan yang mempunyai kepemilikan dalam perusahaan akan cenderung lebih memilih pembiayaan dengan hutang untuk mengurangi dilusi kepemilikan pada saham mereka (*agency problem*). Dengan kata lain, adanya pengaruh positif hutang terhadap kinerja perusahaan. Berdasarkan penjelasan tersebut hipotesis kedua dapat dituliskan sebagai berikut:

H2: Hutang berpengaruh positif terhadap kinerja.

Dengan keadaan struktur kepemilikan perusahaan di Indonesia yang terbagi dalam mayoritas dan minoritas terbukti dapat memberikan penjelasan bahwa pada saat tingkat institusi pengendali yang tinggi cenderung mengurangi adanya konflik keagenan (*agency conflict*) antara pemegang saham (*shareholders*) dengan para manajer (*stakeholders*) sehingga memberikan keuntungan bagi minoritas. Hal ini berarti pada saat kepemilikan institusional lebih besar cenderung dapat mengurangi konflik keagenan. Dengan kata lain kepemilikan institusional memiliki pengaruh positif terhadap kinerja perusahaan. Hasil penelitian Crutchley et al. (1999) juga menunjukkan kepemilikan institusional memiliki fungsi pengawasan dalam mengendalikan konflik keagenan, sehingga kinerja perusahaan menjadi

lebih baik. Dengan demikian, ada pengaruh positif kepemilikan institusional terhadap kinerja perusahaan. Berdasarkan penjelasan tersebut hipotesis ketiga dapat dituliskan sebagai berikut:

H3: Kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap kinerja.

Kebijakan dividen merupakan sinyal bagi investor sehingga pasar mereponnya secara signifikan positif dimana tercermin dalam harga saham. Dengan adanya pengumuman dividen, pasar akan segera meresponnya secara positif signifikan dengan memperhatikan kepemilikan orang dalam (*insiderownership*) yang menunjukkan kinerja perusahaan tersebut baik begitu juga sebaliknya.

Amihud dan Murgia (1997) menemukan bahwa harga saham bereaksi positif terhadap pemberitahuan dividen setelah adanya pajak pada pasar modal di Jerman yang memiliki sinyal positif sama seperti di United States (US), pembayaran dividen yang dilakukan diluar pembayaran pajak membuat dividen menjadi lebih *informative* atau mengandung sinyal positif terhadap pasar. Pendistribusian dividen juga merupakan fenomena yang akan memberikan sinyal positif terhadap investor secara relatif menandakan likuiditasnya aliran kas (*cash flow*) dividen karena tingkat *earning* yang berbeda pula setiap perusahaan bisa terjadi terhadap perusahaan yang melakukan pendistribusian dividen dengan kata lain dianggap tanda kedepan perusahaan akan menjadi lebih baik karena harga saham naik dan kedepan perusahaan akan mampu memberikan prospek yang memberikan peningkatan profitabilitas yang lebih baik.

Farinha (2003) menemukan bahwa di United Kingdom (UK) secara kuat kemungkinan manajerial melakukan perlindungan (*managerial entrenchment*) pada hak kepemilikan orang dalam (*insiderownership*) sekitar 30%. Ini menunjukkan bahwa pemilikan orang dalam (*insiderownership*) akan memiliki hubungan yang erat dengan pemegang saham. Keagenan berhubungan secara khusus serta diuji oleh beberapa institusi, organisasi sosial dan banyak sekali dampak dari keagenan terhadap perusahaan yang menjelaskan konflik kepentingan antara pihak pemegang kepentingan dengan pimpinan (*managers*) atau juga yang memiliki keceratan kepentingan lainnya (Shapiro, 2005).

Dalam situasi yang berbeda, ternyata kepemilikan institusional (*institutional ownership*) memiliki keterkaitan dengan teori keagenan (*agencytheory*) yang lebih sebagai variabel substitusi selain dividen Tandelilin dan Wilberforce maupun hutang dalam mengontrol konflik keagenan (*agency conflict*) (Crutchley et al., 1999). Sesuai dengan karakteristik pasar modal Indonesia sebagai *emerging market*, selain kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional (*institutional ownership*) mempunyai peranan dalam melakukan monitoring untuk mereduksi adanya konflik keagenan.

Kepemilikan institusional *leverage* dan kebijakan dividen dalam perannya sebagai interpendensi memiliki hubungan substitusi dalam mengontrol konflik keagenan (*agency conflict*). Struktur kepemilikan selain kepemilikan manajerial dalam hal ini kepemilikan institusional yang mempunyai hubungan positif dengan kebijakan dividen sebagai indikasi kinerja perusahaan di pasar modal Indonesia serta dapat mempengaruhi pengambilan keputusan kebijakan hutang (*leverage*). Ini menandakan adanya fakta bahwa ada pengawasan yang positif investor pada manajemen perusahaan. Curthley et al. (1999) mengatakan bahwa, hutang yang tinggi akan mendorong manajer untuk irit dalam pengkonsumsian penghasilan karena merupakan peringatan meningkatnya risiko bangkrut dan pertarungan reputasi manajer.

Singkatnya, mekanisme pengendalian konflik keagenan yaitu dividen, hutang, dan kepemilikan institusional memiliki hubungan saling menggantikan dalam mengurangi konflik keagenan (Crutchley *et al.*, 1999). Berdasarkan penjelasan tersebut hipotesis keempat dapat dituliskan sebagai berikut:

H4: Ada hubungan substitusi antara dividen, hutang dan kepemilikan institusional dalam mengendalikan konflik keagenan.

METODE

Populasi penelitian ini adalah perusahaan publik yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia, yakni sektor industri manufaktur dan perusahaan jasa, kecuali sektor keuangan dan perbankan. Periode pengamatan selama 2004-2010 dan jumlah sampel yang diambil sebanyak 82 perusahaan. Metode penyampelan penelitian yang digunakan adalah *purposive sampling method*. Adapun kriteria adalah sebagai berikut: Satu, perusahaan harus telah beroperasi dan terdaftar sebagai perusahaan publik di BEI selama periode amatan. Dua, tersedianya laporan keuangan dari tahun 2004–2010. Tiga, perusahaan harus mempunyai kepemilikan institusi pada sisi *shareholders*. Empat, perusahaan harus membayarkan dividennya selama periode amatan. Lima, perusahaan harus memiliki hutang. Data tersebut tersedia di *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD) dan ketersediaan *database Osiris* Universitas Gadjah Mada (UGM).

Variabel dependen dalam hipotesis satu, dua, dan tiga adalah konflik keagenan dalam bentuk kinerja perusahaan. Adapun proksi yang digunakan adalah sebagai berikut: Satu, *Asset Utiliy*: mengikuti Ang et al. (2000) penelitian ini menggunakan kinerja akuntansi sebagai ukuran biaya keagenan yang dapat dihitung sebagai berikut:

$$AU = \frac{\text{Penjualan}}{\text{Total aset}}$$

AU: *Penggunaan aset perusahaan (Asset Utility)*.

Dua, *Q*: Rasio ini mengukur nilai pasar terhadap nilai buku dari total aset perusahaan. Dimana *Q* dihitung sebagai berikut:

$$Q = \frac{EMV + D}{BVTA}$$

Q : Tobin's *q*

EMV : Jumlah saham biasa yang beredar dikalikan harga pasar

BVTA : Nilai buku dari total aset.

D : Nilai buku dari total hutang

Variabel independen pertama dalam hipotesis kesatu sampai dengan ketiga adalah dividen. Variabel ini dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$DIV = \frac{DPS}{EPS} \times 100\%$$

DIV : Rasio jumlah dividen yang dibayarkan pada investor.
DPS : Dividen per saham.
EPS : Earning per saham

Variabel independen kedua yang digunakan dalam penelitian ini adalah *leverage*. Variabel ini dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$LEV = \frac{TD}{TA}$$

LEV : Hutang.
TD : Total hutang perusahaan.
TA : Total aset perusahaan.

Variabel ketiga adalah kepemilikan institusional. Variabel ini dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$IO = \frac{\text{Pemegang saham non publik}}{\text{Jumlah saham beredar}} \times 100\%$$

IO : Rasio kepemilikan institusional

Variabel kontrol untuk hipotesis satu, dua, dan tiga adalah ukuran perusahaan (SIZE). Variabel ini dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$SIZE = \ln MV$$

SIZE : Ukuran perusahaan.
lnMV : Logaritma natural kapitalisasi pasar.

Selanjutnya adalah definisi operasional variabel untuk hipotesis keempat. Sesuai dengan model yang dikembangkan dalam penelitian. Variabel endogenus dalam penelitian ini terdiri dari kepemilikan institusional, dividen, dan hutang. Variabel eksogenus yang pertama dalam penelitian ini merupakan ukuran perusahaan (SIZE). Variabel eksogenus kedua adalah pertumbuhan perusahaan (GROWTH). Menurut Crutchley et al. (1999) variabel ini dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$GROWTH = \frac{S_t - S_{t-1}}{S_{t-1}} \times 100\%$$

GROWTH : Rasio laju pertumbuhan perusahaan
 S_t : Penjualan pada tahun ke t.
 S_{t-1} : Penjualan pada tahun sebelumnya.

Variabel eksogenus ketiga adalah rasio profitabilitas, yakni ROA dan ROE. Variabel ini dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$ROA = \frac{EAT}{\text{Total aset}} \times 100\%$$

$$ROE = \frac{EAT}{\text{Total aset}} \times 100\%$$

ROA : Rasio tingkat pengembalian aset perusahaan.

ROE : Rasio tingkat pengembalian ekuitas perusahaan.

EAT : Laba bersih perusahaan setelah pajak.

Variabel eksogenus keempat adalah aktiva tetap (FA). Variabel ini dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$FA = \frac{\text{Aset tetap}}{\text{Total aset}}$$

FA : Rasio aset tetap perusahaan.

Variabel eksogenus kelima adalah kesempatan investasi (INVEST). Menurut (Crutchley *et al.*, 1999) dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$INVEST = \frac{\text{Biaya modal}}{\text{Total aset}}$$

INVEST : Kesempatan Investasi

Model ekonometrika yang digunakan untuk menguji hipotesis satu, dua, dan tiga dalam penelitian adalah sebagai berikut:

$$AU_{it} = \beta_0 + \beta_1 DIV_{it} + \beta_2 LEV_{it} + \beta_3 IO_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + e_{it}$$

$$Q_{it} = \beta_0 + \beta_1 DIV_{it} + \beta_2 LEV_{it} + \beta_3 IO_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + e_{it}$$

- Q_{it} : Kinerja pasar atau Tobin's q perusahaan i pada waktu ke t.
 AU_{it} : Penggunaan aset perusahaan i pada waktu ke t.
 β_0 : *Intercept* perusahaan i pada waktu ke 0.
 β_1 s/d β_4 : Koefisien regresi perusahaan i pada waktu ke t.
 DIV_{it} : Rasio pembayaran dividen perusahaan i pada waktu ke t.
 LEV_{it} : Hutang perusahaan i pada waktu ke t.
 IO_{it} : Kepemilikan institusional perusahaan i pada waktu ke t.
 $SIZE_{it}$: Ukuran perusahaan perusahaan i pada waktu ke t.
 e_{it} : Residual *error* perusahaan i pada waktu ke t.

Hipotesis statistik dari kedua model tersebut adalah sebagai berikut:

H1: $\beta_1 > 0$, H2: $\beta_2 > 0$, H3: $\beta_3 > 0$

Tujuan pengujian hipotesis satu, dua, dan tiga ini adalah untuk menguji pengaruh variabel mekanisme pengendalian konflik keagenan yakni dividen, hutang dan kepemilikan institusional terhadap kinerja perusahaan. Pengujian hipotesis keempat menggunakan model persamaan simultan (*simultaneous model*) sebagai berikut:

$$\begin{aligned}
 IO_{it} &= \beta_0 + \beta_1 LEV_{it} + \beta_2 DIV_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 GROWTH_{it} + \beta_5 ROE_{it} + e_{it} \\
 LEV_{it} &= \gamma_0 + \gamma_1 IO_{it} + \gamma_2 DIV_{it} + \gamma_3 GROWTH_{it} + \gamma_4 FA_{it} + \gamma_5 ROA_{it} + e_{it} \\
 DIV_{it} &= \lambda_0 + \lambda_1 IO_{it} + \lambda_2 LEV_{it} + \lambda_3 ROA_{it} + \lambda_4 GROWTH_{it} + \lambda_5 INVEST_{it} + e_{it}
 \end{aligned}$$

Hipotesis statistiknya adalah sebagai berikut:

$$\begin{aligned}
 H_{03}: \beta_1, \beta_2 &= 0, H_{a3}: \beta_1, \beta_2 < 0 \\
 H_{04}: \gamma_1, \gamma_2 &= 0, H_{a4}: \gamma_1, \gamma_2 < 0 \\
 H_{05}: \lambda_1, \lambda_2 &= 0, H_{a5}: \lambda_1, \lambda_2 < 0
 \end{aligned}$$

Tujuan pengujian hipotesis keempat ini adalah untuk menguji hubungan substitusi antar variabel yang digunakan dalam mengendalikan konflik keagenan. Penggunaan regresi dengan metode *Ordinary Least Squares* (OLS) tidak mampu menggambarkan serta menjelaskan hubungan substitusi dalam sebuah sistem model persamaan simultan (*simultaneous model*), alat yang relevan untuk melakukan pengujian serta analisis terhadap model persamaan simultan (*simultaneous model*) tersebut adalah regresi *Two-Stage Least Square* (2-SLS).

Menggunakan analisis regresi 2-SLS adalah adanya masalah identifikasi. Karena menggunakan regresi 2-SLS harus memenuhi *exactly* atau *overidentified*. Syarat yang harus dipenuhi untuk mengetahui masalah identifikasi ini adalah sebagai berikut: Satu, agar persamaan ini teridentifikasi, dalam model M persamaan simultan harus mengeluarkan paling tidak M-1 variabel (variabel endogen) yang terdapat dalam model tersebut. Apabila model tersebut mengeluarkan lebih dari M-1 variabel tersebut disebut *overidentified*. Dua, jumlah variabel eksogen yang dikeluarkan dari model persamaan tidak boleh lebih kecil dari jumlah variabel endogen yang dimasukkan dalam persamaan. Dapat dituliskan dengan rumus $K-k \geq m-1$. Dalam hal ini, jika $K-k = m-1$ disebut dengan *just identified*. Akan tetapi, jika $K-k > m-1$ disebut dengan *overidentified*.

Dalam hal ini:

M= Jumlah variabel endogen dalam model.

M= Jumlah variabel endogen pada persamaan tertentu.

K=Jumlah variabel eksogen dalam model termasuk *intercept*.

k =Jumlah variabel eksogen pada persamaan tertentu.

Hasil identifikasi dari keempat persamaan tersebut secara ringkas dapat didesain dan disajikan pada perhitungan di bawah ini:

Tabel 1. Tabel Identifikasi Persamaan Model Simultan

Model	Parameter		Hasil	Keterangan
	K-k	m-1		
(1)	6-3	3-1	3>2	Overidentified
(2)	6-3	3-1	3>2	Overidentified
(3)	6-3	3-1	3>2	Overidentified

Berdasarkan uji identifikasi tersebut, maka model simultan dapat dianalisis dengan menggunakan regresi 2-SLS. Selanjutnya, untuk menguji hipotesis kesatu sampai dengan keempat akan digunakan regresi data panel. Untuk melakukan estimasi regresi data panel terdapat tiga model. Berikut adalah ketiga model tersebut:

Model pertama,

$Y_{it} = \alpha + \beta_i X_{it} + \epsilon_{it}$ untuk *Pooled Least Squares* (PLS), dimana parameter *intersept* dan *slope* yang sama.

Model kedua,

$y = \beta x_{it} + \epsilon_{it}$ untuk *fixed effect* dimana terdapat variasi pada *intersept* yang dimanifestasikan dalam bentuk variabel *dummy* atau bisa disebut dengan *Least Square Dummy Variable* (LSDV).

Model ketiga,

$y_{it} = \mu_i + \beta x_{it} + \epsilon_{it}$ untuk *randomeffect* dimana variasi pada *intersept* dimanifestasikan dalam bentuk galat (*error component model*).

Terdapat tiga model yang dihasilkan, maka dipilih satu model saja yang terbaik. Ketiga model tersebut adalah *common*, *fixed*, dan *random*. Uji yang dapat digunakan dalam menentukan estimasi pengujian regresi data panel adalah uji Chow.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Statistik deskriptif umum dari masing-masing variabel yang digunakan dalam penelitian ini dapat dilihat pada Tabel 2.

Tabel 2. Statistik Deskripsi Umum Variabel

Variabel	Mean	SD	Minimum Value	Maximum Value
Div (%)	30,37	22,04	0,01	97,64
LEV	0,19	0,12	0,02	0,41
IO (%)	56,34	20,26	12,32	99,00
AU	1,35	0,94	0,01	6,74
Q	0,98	0,90	0,07	5,33
lnSIZE	19,64	3,58	8,91	26,04
ROA (%)	9,74	8,87	-17,29	62,16
Variabel	Mean	SD	Minimum Value	Maximum Value
ROE (%)	15,62	16,03	-86,69	93,9
GROWTH (%)	11,70	14,93	-88,67	97,97
FA	0,45	0,22	0,01	0,97
INVEST	0,12	0,14	0,00	1,32

Sumber: data yang diolah (2011)

Adapun hasil pengujian hipotesis satu, dua, dan tiga dengan regresi data panel metode *Pooled Least Squares*³ adalah seperti pada Tabel 3 berikut ini:

Tabel 3. Hasil Regresi Data Panel Dividen, Hutang, dan Kepemilikan Institusional, Terhadap Kinerja

Variabel independen	Variabel dependen	
	Panel 1	Panel 2
	AU	Q
Constanta	0.813831 (18.79266) **	-1.137479 (-9.201194) ***
DIV	0.017942 (3.718073) **	0.0013815 (2.025311) **
LEV	-0.713833 (6.854040) ***	-0.164971 (-1.100283)
IO	0.005458 (10.30503) **	0.007804 (7.565720) **
Size	0.009367 (3.402757) **	0.077125 (10.17006) **
R ²	0.152116	0.552596

***)Signifikan pada level 1%

**)Signifikan pada level 5%

*)Signifikan pada level 1%, () t-statistik

Sumber: data yang diolah (2011)

Dari Tabel 3 dapat dijelaskan baik pada panel satu maupun panel dua dividen signifikan dengan koefisien positif masing-masing pada level 0,01, sehingga hipotesis pertama diterima. Temuan ini mendukung hasil penelitian Joher et al. (2006). Hutang memiliki pengaruh negatif terhadap kinerja pada panel satu di level 0,01. Kinerja pasar dengan ditunjukkannya pada panel dua tidak signifikan. Sehingga, hipotesis kedua tidak terdukung. Kepemilikan institusional signifikan positif terhadap kinerja pada level 0,01, sehingga hipotesis ketiga diterima. Hal tersebut mendukung temuan Crutchley et al. (1999). Hasil pengujian hipotesis 4 dengan menggunakan regresi bertahap 2-SLS data panel adalah seperti pada Tabel 4.

Tabel 4. Hasil Regresi Data Panel 2SLS Tiga Model Secara Simultan

Variabel Independen	Variabel dependen		
	Panel 1	Panel 2	Panel 3
	IO (1)	LEV (2)	DIV (3)
Constanta	69.05468 (13.69089) **	0.410744 (7.927195) ***	17.83363 (2.325302) **
IO	-	0.001571 (1.678439) *	0.327521 (1.955889) **
LEV	0.760173 (2.000920) **	-	-3.310873 (-1.006054)
DIV	0.011013 (3.061819) **	-0.000222 (-1.773869) *	-
FA	-	-0.042398 (-0.223530)	-
GROWTH	-0.001449 (-2.825487) ***	8.40E-05 (3.921728) **	-0.003764 (-1.435461)

Lanjutan Tabel 4

Variabel Independen	Variabel dependen		
	Panel 1	Panel 2	Panel 3
	IO (1)	LEV (2)	DIV (3)
INVEST	-	-	-15.41163 (-1.539344)
Size	-0.687119 (-2.635021) ^{***}	-	-
ROA	-	0.000917 (-0.676627)	-0.066270 (-0.691461)
ROE	0.005492 (5.703566) ^{**}	-	-
R ²	0.910828	0.403075	0.377629

***)Signifikan pada level 1%

**)Signifikan pada level 5%

*)Signifikan pada level 1%, () t-statistik

Sumber: data yang diolah (2011)

Dari Tabel 4 regresi data panel 2-SLS, panel satu untuk model pertama, dari variabel endogenus yakni kepemilikan institusional (IO), antara kepemilikan institusional (IO) dengan hutang (LEV) memiliki hubungan positif signifikan pada level 0,05. Dividen (DIV) memiliki hubungan positif signifikan dengan kepemilikan institusional (IO) pada level 0,01. Temuan dari penelitian ini sejalan atau mendukung temuan Tandelilin dan Wilberforce (2002). Variabel eksogenus antara kepemilikan institusional (IO) dengan pertumbuhan perusahaan (GROWTH) mempunyai hubungan negatif dengan kepemilikan institusional (IO) dengan tingkat signifikansi pada level 0.01. Ukuran (SIZE) memiliki hubungan negatif dengan kepemilikan institusional (IO) signifikan pada level 0,01. Keadaan ini sejalan dengan temuan Chen dan Stainer's (1999), Mahadwartha (2003), dan Cruthley et al. (1999). Profitabilitas (ROE) memiliki hubungan positif dengan kepemilikan institusional (IO) signifikan pada level 0,01. Mendukung temuan Crutchley dan Hansen (1999).

Dari Tabel 4 panel 2 menunjukkan hasil dari model kedua, yakni hutang (LEV) sebagai variabel endogenus. Hutang (LEV) memiliki hubungan positif dengan kepemilikan institusional (IO) signifikan pada level 0,05. Hal ini kontradiktif dengan temuan Cruthley et al. (1999). Dividen (DIV) memiliki hubungan negatif signifikan dengan hutang (LEV) pada level 0,10. Hal ini sejalan dengan Joher et al. (2006), Churtley et al. (1999).

Meskipun, hasil ini kontradiktif dengan temuan Tandelilin dan Wilberforce (2002). Hasil dari variabel eksogenus untuk model hutang (LEV) dapat dijelaskan bahwa pertumbuhan perusahaan (GROWTH) memiliki hubungan positif dengan hutang (LEV) signifikan pada level 0,01. Temuan ini memberikan penjelasan sesuai dengan Curthley et al. (1999), Joher et al. (2006), Chen dan Steiners (1999), dan Tandelilin dan Wilbefoce (2002), kemudian aset tetap (FA) memiliki hubungan negatif dengan hutang (LEV) tidak signifikan. Temuan ini kontradiksi dengan Scott (dalam Joher et al., 2006). Variabel eksogenus profitabilitas (ROA) memiliki hubungan negatif tidak signifikan. Hasil ini konsisten dengan temuan Joher et al. (2006), serta Chen dan Steiners (1999).

Dari Tabel 4 panel 3 menunjukkan hasil dari model ketiga, yakni dividen (DIV) sebagai variabel endogenus. Dividen (DIV) memiliki hubungan positif dengan kepemilikan institusional (IO) signifikan pada level 0,05. Temuan ini kontradiktif dengan Tandelilin dan Wilberfoce (2002), akan tetapi sejalan dengan temuan Cruthley et al. (1999). Hutang (LEV) memiliki hubungan negatif dengan dividen (DIV) tidak signifikan. Hasil ini sejalan dengan Chen dan Steiners (1999), serta Churtley et al. (1999).

Variabel eksogenus pertumbuhan perusahaan (GROWTH) memiliki hubungan negatif dengan dividen (DIV) tidak signifikan. Sejalan dengan temuan Titman dan Kaniel (2008). Kesempatan investasi (INVEST) memiliki hubungan negatif dengan dividen (DIV) tidak signifikan. Profitabilitas (ROA) memiliki hubungan negatif dengan dividen (DIV) tetapi tidak signifikan. Hal ini kontradiksi dengan temuan Chen dan Steiners (1999). Meskipun begitu, hasil ini sejalan dengan temuan Titman dan Kaniel (2008).

Secara simultan hubungan antara hutang, dividen, dan kepemilikan institusional tidak terbukti, hanya dividen dengan hutang yang memiliki hubungan substitusi sedangkan selebihnya antara dividen dengan kepemilikan institusional memiliki hubungan *monotonic*, begitu juga hubungan antara hutang dengan kepemilikan institusional. Dengan demikian, hipotesis keempat tidak terdukung.

Meskipun begitu, hal ini dapat dijelaskan bahwa antara hutang dengan dividen memiliki hubungan substitusi dalam menjalankan fungsinya sebagai pengikatan, pengawasan maupun pengendalian terhadap konflik keagenan. Dengan kata lain, hasil ini mendukung *balancing off agency theory* yang memberikan penjelasan bahwa hanya variabel hutang dan dividen dalam mekanisme konflik keagenan yang memiliki hubungan substitusi, yakni dalam memerankan fungsi pengikatan (*bonding*), pengawasan (*monitoring*) dan pengendalian (*controlling*) terhadap konflik keagenan. Lebih lanjut, hasil penelitian ini konsisten dengan temuan Crutchley et al. (1999), dan kontradiktif dengan hasil penelitian Tandelilin dan Wilberfoce (2002).

SIMPULAN DAN SARAN

Simpulan yang dapat diambil sebagai hasil penelitian ini adalah pertama dividen berpengaruh positif terhadap kinerja. Keadaan ini memiliki pengertian semakin tinggi dividen, konflik antara mayoritas dengan minoritas akan semakin menurun, karena pembagian dividen disini dianggap oleh minoritas sebagai bentuk tanggung jawab manajemen (mayoritas) dengan tidak melakukan ekspropriasi terhadap mereka. Ekspropriasi merupakan penggunaan kekayaan perusahaan untuk kepentingan pribadi mayoritas atau dalam hal ini pengendali. Ekspropriasi merupakan penggunaan kekayaan perusahaan untuk kepentingan pribadi mayoritas atau dalam hal ini pengendali. Kedua, hutang berpengaruh negatif terhadap kinerja akuntansi signifikan. Begitu juga, terhadap kinerja pasar tetapi tidak signifikan. Dengan kata lain hipotesis dua tidak terdukung. Ini merupakan fakta, bahwa hutang tidak selalu menambah nilai. Ketiga, kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap kinerja. Yakni, ketika kepemilikan institusional tersebut tinggi cenderung akan mengurangi konflik keagenan. Dengan kata lain pengendali disini memiliki peran dalam menjalankan fungsi sebagai pengikatan sekaligus pengawasan terhadap konflik keagenan. Terakhir, secara simultan ketiga model belum mampu memberikan penjelasan mengenai mekanisme konflik keagenan, karena hanya antara dividen dan hutang yang memiliki hubungan substitusi.

Saran yang bisa diberikan peneliti untuk penelitian selanjutnya adalah melakukan pemilihan sampel berdasarkan jenis industri dan dengan jangka penelitian atau periode penelitian yang lebih banyak dan *update* agar dapat memenuhi beberapa kekurangan dalam penelitian ini. Misalnya menambahkan variabel proksi dan juga variabel kontrol. Kemudian, sebaiknya penelitian kedepan melakukan perbandingan antara pasar modal Indonesia dengan pasar modal di dunia mengenai konsep teori keagenan yang masih belum banyak diteliti. Terakhir, alangkah baiknya penelitian selanjutnya memberikan klasifikasi yang detail mengenai kepemilikan institusional. Misalnya, asing atau lokal, yang mungkin berpengaruh dari pola pengeolaannya.

DAFTAR PUSTAKA

- Ang, J. S., Cole, R. A & James, W. L. 2000. Agency Costs and Ownership Structure. *The Journal of Finance*. Vol. 55, No. 1, pp: 81-106.
- Allen, F., Bernardo, A. E & Welch, I. 2000. A Theory of Dividends Based on Tax Clienteles. *The Journal of Finance*. Vol. 55, No. 6, pp: 2499-2536.
- Amihud, Y & Murgia, M. 1997. Dividends, Taxes, and Signaling: Evidence from Germany. *The Journal of Finance*. Vol. 52, No. 1, pp: 397-408.
- Chen, C. R & Steiner, T. L. 1999. Managerial Ownership, and Agency Conflict: A Nonlinier Simultaneous Equation Analysis of Managerial Ownership, risk taking, debt policy, and dividen policy. *Financial Review*. Vol. 34, pp: 119-137.
- Crutchley, C. E., Jensen, M. R. H., Jahera, J. S., Raymond, Jr & Jennie E., 1999. Agency Problems and The Simultaneity of Financial Decision Making The Role of Institutional Ownership. *International Review of Financial Analysis*. Vol. 8, No. 2, pp: 177-197.
- Farinha, J. 2003. Dividend policy, Corporate Governance and The Managerial Entrenchment Hypothesis: An empirical analysis. *Journal of business finance and accounting*. Vol. 30, No. 09-10, pp: 1173-1209.
- Husnan, S. 2001. Corporate Governance dan Keputusan Pendanaan; Perbandingan Kinerja Perusahaan dengan Pemegang Saham Pengendali Perusahaan Multinasional dan Bukan Multinasional. *Jurnal Riset Akuntansi, Manajemen, Ekonomi*. Vol. 1, No. 1, pp: 1-12.
- Joher, H., Mohd, A & Nazrul. 2006. The Impact of Ownership Structure on Corporate Debt Policy: Two Stage Least Square Simultanues Model Approach For Post Crisis Period: Evidence from Kuala Lumpur Stock Exchange. *International Business & Economics Research Journal*. Vol. 5, No.5, pp: 51-64.
- Mahadwartha, P. A. 2003. Predictability Power of Dividend Policy and Leverage Policy To Managerial Ownership: An Agency Theory Prespective. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*. Vol. 18, No.3, pp: 288-297.
- Shapiro, S. P. 2005. Agency Theory. *Annual Review of Sociology*. Vol. 31, pp: 263-284.
- Tandelilin, E & Wilberforce, T. 2002. Can Debt and Dividend Policies Substitute Insider Ownership in Controlling Equity Agency Conflict?. *Gadjah Mada International Journal of Business*. Vol. 4, No. 1, pp: 3- 43.
- Titman, S & Kaniel, R. S. G., 2008. Individual Investor Trading and Stock Returns. *The Journal of Finance*. Vol. LXIII, No. 1.