

# **SIMULTANITAS KEPUTUSAN DIVIDEN DAN STRUKTUR MODAL**

**T E S I S**

untuk memenuhi sebagian persyaratan  
untuk mencapai derajat sarjana S-2

**Program Studi Manajemen  
Jurusan Ilmu-Ilmu Sosial**



diajukan oleh

**Ignatius Roni Setyawan**

10345 / IV-3 / 743 / 98

telah disetujui dan dinyatakan layak uji oleh:

**Dosen Pembimbing,**



**(DR. Joglyanto, H.M., M. B.A., Akt.)**

# Tesis

## SIMULTANITAS KEPUTUSAN DIVIDEN DAN STRUKTUR MODAL

dipersiapkan dan disusun oleh  
**IGNATIUS RONI SETYAWAN**  
10345/IV-3/743/98  
telah dipertahankan di depan Dewan Penguji

pada tanggal 15 Oktober 1999

### Susunan Dewan Penguji

Pembimbing Utama



Dr. Jogiyanto H.M., MBA

.....  
Pembimbing Pendamping I

.....  
Pembimbing Pendamping II

Anggota Dewan Penguji Lain



Dr. Suad Husnan, MBA

.....



Drs. Agus Setiawan, M.Soc.Sc.

.....

.....

Tesis ini telah diterima sebagai salah satu persyaratan  
untuk memperoleh gelar Magister

Tanggal  08 NOV 1999

  
Dr. Harsono, M.Sc.

Pengelola Program Studi : ...Manajemen...



**PERNYATAAN KEASLIAN KARYA TULIS TESIS**

Yang bertanda tangan di bawah ini, saya menyatakan bahwa tesis dengan judul :

**SIMULTANITAS KEPUTUSAN DIVIDEN DAN STRUKTUR MODAL**

dan dimajukan untuk diuji pada tanggal 15 Oktober 1999, adalah hasil karya saya.

Dengan ini saya menyatakan dengan sesungguhnya bahwa dalam tesis ini tidak terdapat keseluruhan atau sebagian tulisan orang lain yang saya ambil dengan cara menyalin, atau meniru dalam bentuk rangkaian kalimat atau simbol yang menunjukkan gagasan atau pendapat atau pemikiran dari penulis lain, yang saya akui seolah-olah sebagai tulisan saya sendiri, dan atau tidak terdapat bagian atau keseluruhan tulisan yang saya salin, tiru, atau yang saya ambil dari tulisan orang lain tanpa memberikan pengakuan pada penulis aslinya.

Apabila saya melakukan hal tersebut di atas, baik sengaja maupun tidak, dengan ini saya menyatakan menarik tesis yang saya ajukan sebagai hasil tulisan saya sendiri ini. Bila kemudian terbukti bahwa saya ternyata melakukan tindakan menyalin atau meniru tulisan orang lain seolah-olah hasil pemikiran saya sendiri, berarti gelar dan ijasah yang telah diberikan oleh universitas batal saya terima.

Yogyakarta, tanggal 15 Oktober 1999

Yang memberi pernyataan .

Ignatius Roni Setyawan

Saksi 1, sebagai pembimbing tesis merangkap anggota tim penguji tesis:

Dr. Jogiyanto HM, MBA.

Saksi 2, sebagai anggota tim penguji tesis: Saksi 3, sebagai anggota tim penguji tesis:

Drs. Agus Setiawan, M.Soc.Sc

Dr. Suad Husnan, MBA.

## KATA PENGANTAR

Puji syukur peneliti panjatkan kepada Tuhan Yang Maha Esa karena berkat bantuan, perlindungan dan segala karunia-Nya tesis ini dapat diselesaikan tepat pada waktunya. Hanya kepada-Nya peneliti mengucapkan banyak terima kasih mulai dari awal hingga pada akhir penulisan tesis ini. Peneliti menyadari bahwa tanpa bantuan-Nya maka tesis ini mustahil dapat peneliti selesaikan.

Tesis ini merupakan tugas akhir untuk memperoleh gelar M.Si. Tanpa mengesalkan arti tesis ini sendiri maka peneliti merasa bahwa tesis ini masih jauh dari sempurna. Karenanya peneliti merasa perlu berterima kasih kepada berbagai pihak yang telah membantu penyelesaian tesis ini. Yang pertama, peneliti ingin menyampaikan terima kasih kepada Bapak DR. Jogiyanto H. M., M. B.A., Akt selaku dosen pembimbing yang telah meluangkan banyak waktu untuk membimbing saya dalam penulisan tesis ini mulai dari awal hingga akhir. Peneliti juga mengucapkan terima kasih kepada beliau karena telah memberikan dorongan dan petunjuk tentang bagaimana cara menulis tesis yang benar.

Pada kesempatan ini tak lupa peneliti juga mengucapkan terima kasih kepada ketua program studi manajemen beserta seluruh staff yang telah membantu peneliti dalam hal prosedural akademik penulisan tesis ini. Terima kasih juga peneliti haturkan kepada seluruh dosen di program studi manajemen yang telah membekali peneliti berbagai konsep teori dan metodologi penelitian yang begitu besar perannya guna membantu kelancaran penulisan tesis ini.

Pada bagian akhir, peneliti juga mengucapkan terima kasih kepada kantor akuntan publik Leonard, Mulia dan Richard Semarang yang telah memberikan



kesempatan kepada peneliti untuk menempuh program strata dua di Universitas Gadjah Mada dan kepada kedua orang tua serta seluruh saudara dari peneliti yang telah memberikan dukungan baik materi maupun moril mulai dari awal studi hingga bagi penyelesaian penulisan tesis ini.

Ahkir kata, peneliti hanya dapat mendoakan semoga bantuan dari semua pihak yang telah membantu kelancaran penulisan tesis ini akan mendapatkan balasan dari Tuhan Yang Maha Esa. Peneliti juga menyadari bahwa tesis ini masih jauh dari sempurna, oleh karena itu peneliti sangat mengharapkan akan kritik dan saran dari semua pihak yang berkepentingan terhadap tesis ini.

Yogyakarta, September 1999

Peneliti



Ignatius Roni Setyawan

## DAFTAR ISI

HALAMAN JUDUL	i
HALAMAN PENGESAHAN	ii
PERNYATAAN	iii
KATA PENGANTAR	iv
DAFTAR ISI	v
DAFTAR GAMBAR	vii
DAFTAR TABEL	viii
DAFTAR LAMPIRAN	ix
ABSTRACT	x
INTISARI	xi
BAB I. PENDAHULUAN	1
1.1. Latar Belakang Masalah	1
1.2. Perumusan Masalah	5
1.3. Batasan Penelitian	6
1.4. Tujuan Penelitian	6
1.5. Manfaat Penelitian	7
1.6. Sistematika Penulisan	8
BAB II. LANDASAN TEORI	9
II.1. Simultanitas Keputusan Dividen dan Struktur Modal	9
II.2. Kajian Ulang Penelitian Terdahulu	10
II.3. Pengembangan Hipotesis	13
II.3.1. Simultanitas Keputusan Dividen dan Struktur Modal	13

II.3.2 . Berbagai Faktor yang Mempengaruhi Simultanitas Keputusan Dividen dan Struktur Modal .....	18
BAB III. METODOLOGI PENELITIAN .....	24
III.1. Data .....	24
III.2. Definisi Operasional .....	27
III.3. Model Pengujian Hipotesis .....	29
III.4. Analisa Statistik Deskriptif .....	30
BAB IV. ANALISA DATA .....	31
IV.1. Simultanitas Keputusan Dividen dan Struktur Modal .....	31
IV.2. Diskusi Hasil Pengujian Hipotesis Pertama .....	36
IV.3. Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Simultanitas Keputusan Dividen dan Struktur Modal .....	37
IV.4. Diskusi Hasil Pengujian Hipotesis Kedua .....	41
BAB V. KESIMPULAN, KETERBATASAN DAN KEMUNGKINAN PENGEMBANGAN .....	44
V.1. Kesimpulan .....	44
V.2. Keterbatasan .....	45
V.3. Kemungkinan Pengembangan .....	46
DAFTAR PUSTAKA .....	48
LAMPIRAN .....	50

## DAFTAR GAMBAR

Gambar 1. Penentuan Simultanitas Rasio Pembayaran Dividen Optimal dan Struktur Modal Optimal .....	9
Gambar 2. Simultanitas Dividen dan Struktur Modal Berdasarkan Pada Dua Atribut Karakteristik Perusahaan.....	14
Gambar 3. Matriks Penentuan Model Persamaan Simultan .....	29



## DAFTAR TABEL

Tabel 1. Hasil Pengujian Hipotesis Pertama .....	32
Tabel 2. Hasil Pengujian Hipotesis Kedua .....	38

## DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran 1. Statistik Deskriptif .....	50
Lampiran 2. Surat Ijin Penelitian .....	51

## ABSTRACT

This study explains two sections about agency theory testing. In first section, it is explained about the simultaneity of dividend and capital structure decision. And in second section, this study explains about many factors that influence the simultaneity of dividend and capital structure decision.

Based on study from Noronha, et al. (1996), there's found that the simultaneity of dividend and capital structure decision to minimize the agency cost only occurred at the firm with the characteristics: low growth and no blockholder. Their finding was consistent to Easterbrook hypothesis (1984) that the simultaneity would depend on the firm's specific characteristics.

Meanwhile, many factors that influence the simultaneity of dividend and capital structure decisions are indeed the proxies from equity agency cost and debt agency cost. In study from Rozeff (1982), there's found two proxies of equity agency cost such as: insider holding and number of shareholder. While in study from Bradley, et al. (1984), there's found two proxies of debt agency cost such as: non-debt tax shield and earning volatility.

By using a simultaneous equation model i.e. two-stage least square to test the first hypothesis, there's found that the simultaneity of dividend and capital structure decision only occur on the firm with he characteristics: low growth and no blockholder. Notwithstanding, there is not found the alternating relationship between dividend and capital structure decision as well as the finding from Noronha, et al. (1996).

In the second hypothesis's testing which use a multiple regression model i. e. ordinary least square, there's found for the non low growth and no blockholder firms, the determinant factor that influence the simultaneity of dividend and capital structure decision is earning volatility. And for the low growth and no blockholder firms, the determinant factor is non-debt tax shield.

Key words: agency cost, simultaneity, dividend and capital structure decisions.

## INTISARI

Studi ini membahas dua bagian berkaitan dengan pengujian teori keagenan. Pada bagian pertama dijelaskan tentang adanya simultanitas keputusan dividen dan struktur modal dan pada bagian kedua, studi ini menjelaskan tentang berbagai faktor yang mempengaruhi simultanitas keputusan dividen dan struktur modal.

Berbasis pada penelitian Noronha, et al. (1996) maka diketahui bahwa simultanitas keputusan dividen dan struktur modal untuk meminimumkan biaya keagenan hanya terjadi pada perusahaan yang memiliki karakteristik *low growth* dan *no blockholder*. Penemuan mereka konsisten dengan pendapat Easterbrook (1984) bahwa simultanitas akan tergantung pada karakteristik khusus perusahaan.

Sementara itu, berbagai faktor yang mempengaruhi simultanitas keputusan dividen dan struktur modal sebenarnya merupakan *proxy* dari variabel biaya keagenan modal dan biaya keagenan hutang. Berdasarkan studi Rozeff (1982) ditemukan dua variabel biaya keagenan yakni *insider holding* dan *number of shareholder*. Sementara dari studi Bradley (1984) ditemukan dua variabel biaya keagenan hutang yakni *non debt tax shield* dan *earning volatility*.

Dengan menggunakan model persamaan simultan: *two stage least square* untuk menguji hipotesis pertama, ditemukan bahwa simultanitas keputusan dividen dan struktur modal hanya terjadi pada perusahaan dengan karakter *low growth* dan *no blockholder*. Namun demikian tidak ditemukan hubungan timbal balik antara dividen dan struktur modal sebagaimana penemuan studi Noronha, et al. (1996).

Sementara pada pengujian hipotesis kedua dengan memakai model persamaan regresi berganda: *ordinary least square*, ditemukan bahwa untuk perusahaan yang tergolong bukan *low growth* dan *no blockholder*, faktor yang paling dominan mempengaruhi simultanitas dividen dan struktur modal adalah *earning volatility*. Dan pada perusahaan dengan karakter *low growth* dan *no blockholder*, faktor yang paling berperan adalah *non debt tax shield*.

Kata kunci: biaya keagenan, simultanitas, keputusan dividen dan keputusan struktur modal.



## I. PENDAHULUAN

### 1.1. Latar Belakang Masalah

Ide penelitian ini diawali dengan pendapat Easterbrook (1984) yang menyatakan bahwa pembayaran dividen akan mengurangi biaya keagenan. Pengurangan ini berkenaan dengan menurunnya biaya pengawasan pemegang saham karena aktivitas pengawasan diambil oleh pasar dan pendistribusian risiko usaha perusahaan kepada para kreditur melalui penambahan hutang (Hartono, 1998a dan 1998b). Menurut Easterbrook (1984) timbulnya dividen adalah karena dividen tersebut mempengaruhi kebijakan pendanaan perusahaan, mengurangi kas dan memaksa perusahaan untuk meluncurkan sekuritas baru. Namun demikian, literatur tentang keagenan pada struktur modal tidak memasukkan pengaruh dividen untuk mengurangi masalah keagenan (Jensen dan Meckling, 1976). Sama halnya, literatur tentang dividen juga kurang membahas tentang sejauhmana struktur modal optimal dalam mencapai biaya keagenan total minimum (Rozeff, 1982). Jika dalam kenyataannya, keputusan dividen ini mempengaruhi keputusan struktur modal perusahaan, maka seharusnya keputusan dividen dan struktur modal dapat dibuat secara simultan.

Perluasan literatur tentang keagenan pada pengujian empirik secara umum mendukung pendapat Easterbrook (lihat Rozeff, 1982 yang diperbaharui oleh Dempsey dan Laber, 1992; Crutchley dan Hansen, 1989; Hansen, et al., 1994; Hartono, 1998a dan 1998b). Studi-studi tersebut terdiri atas analisis *cross sectional* pada sampel besar perusahaan dan menemukan bahwa keputusan dividen dapat dipakai sebagai

mekanisme pengawasan untuk mengurangi masalah keagenan perusahaan. Apabila perusahaan benar-benar membayar dividen maka secara simultan akan menurunkan dana bagi kebutuhan investasi di masa depan. Untuk mengatasi kekurangan dana maka perusahaan harus mencari alternatif sumber pendanaan yang relevan. Meskipun berbagai penelitian tersebut secara tidak langsung telah mengindikasikan adanya simultanitas antara dividen dan struktur modal, tetapi penelitian-penelitian tersebut belum melakukan pengujian empirik berdasarkan karakteristik khusus perusahaan berkaitan dengan tingkat pertumbuhan dan kehadiran *blockholder*. Studi, Noronha, et al. (1996) telah menguji simultanitas keputusan dividen dan struktur modal dengan menstratifikasi perusahaan industri berdasarkan tingkat pertumbuhan dan kehadiran *blockholder*. Noronha, et al. (1996) mengartikan *blockholder* sebagai pemegang saham tunggal dengan prosentase kepemilikan besar.

Hasil studi Noronha, et al. (1996) menunjukkan bahwa untuk perusahaan dengan karakter *low growth* dan *no blockholder*, simultanitas keputusan dividen dan struktur modal dihipotesiskan valid. Argumentasinya adalah pada karakter perusahaan *no blockholder*, struktur kepemilikan perusahaan akan menyebar. Hal ini akan berakibat komposisi pemegang saham terdiri dari banyak pemegang saham tetapi prosentase kepemilikannya tidak terlalu besar. Makin banyaknya pemegang saham dan didukung dengan kondisi pertumbuhan perusahaan yang rendah akan membuat tuntutan pembayaran dividen kepada pemegang saham semakin besar. Para pemegang saham merasa kurang leluasa untuk mengawasi perusahaan dan menuntut pembayaran dividen lebih banyak guna diinvestasikan di tempat lain yang lebih menguntungkan.

Pembayaran dividen akan mengurangi modal bersih perusahaan dan untuk mempertahankan struktur modal optimal, perusahaan perlu menerbitkan sekuritas baru yang paling rendah risikonya yakni hutang. Dengan kata lain, timbulnya hutang karena adanya pembayaran dividen menunjukkan adanya simultanitas keputusan dividen dan struktur modal.

Selanjutnya penelitian ini bermaksud mereplikasikan studi Noronha, et al. (1996) dengan memfokuskan pada isu mekanisme pengawasan dengan dividen melalui simultanitas keputusan dividen dan struktur modal untuk mengurangi masalah keagenan. Penelitian ini ingin membuktikan apakah simultanitas keputusan dividen dan struktur modal ini hanya terjadi pada karakter perusahaan *low growth* dan *no blockholder* saja, ataukah ada kemungkinan yang lain.

Penelitian ini juga akan diarahkan untuk menguji berbagai faktor yang secara langsung mempengaruhi simultanitas keputusan struktur modal dan dividen. Dalam studi Noronha, et al. (1996) sudah dapat diklasifikasikan berbagai faktor tersebut meliputi *insider holding*, *natural log of number of shareholders*, *varians return*, *natural log of total asset*, *growth*, *earnings volatility* dan *non debt tax shield*. Berbagai faktor tersebut secara signifikan mempengaruhi simultanitas keputusan dividen dan struktur modal pada karakter perusahaan *low growth* dan *no blockholder*. Namun demikian berbagai faktor ini tidak memiliki pengaruh langsung terhadap simultanitas dividen dan struktur modal. Lima faktor pertama yakni *insider holding*, *natural log of number of shareholders*, *varians return*, *natural log of total asset* dan *growth* cenderung hanya mempengaruhi *dividend payout ratio* sementara dua faktor terakhir *earnings volatility*

dan *non debt tax shield* cenderung hanya mempengaruhi *equity ratio*. Dengan demikian berbagai faktor ini kurang dapat menampilkan perannya sebagai penentu simultanitas dividen dan struktur modal secara langsung.

Agar dapat membuat berbagai faktor tersebut secara langsung mempengaruhi simultanitas dividen dan struktur modal, maka penelitian ini bermaksud mengembangkan model simultanitas keputusan dividen dan struktur modal dari studi Noronha, et al. (1996) dikombinasikan dengan model berbagai faktor determinan kebijakan dividen dan struktur modal dari studi Crutchley and Hansen (1989). Melalui pengembangan kedua studi tersebut akhirnya diperoleh empat variabel yang diharapkan merupakan instrumen penentu simultanitas keputusan dividen dan struktur modal secara langsung yakni *insider holding*, *natural log of number of shareholders*, *earnings volatility* dan *non debt tax shield*. Dua variabel pertama yakni *insider holding* dan *natural log of number of shareholders* merupakan variabel biaya keagenan modal (Rozeff, 1982). Sementara variabel *earnings volatility* dan *non debt tax shield* merupakan dua dari tiga variabel biaya keagenan hutang (Bradley, et al., 1984). Variabel *advertising, research and development* tidak diambil dalam studi ini mengingat tidak adanya data yang tersedia untuk variabel itu dalam publikasi BEJ.

Selain berbeda dengan studi Noronha, et al. (1996) dalam hal permasalahan penelitian, penelitian ini juga berbeda dalam hal lain yakni sampel dan periode penelitian. Pertama, kalau dalam penelitian Noronha, et al. (1996), sampel penelitian adalah semua perusahaan yang ada dalam S & P 400 maka dalam penelitian ini dipakai perusahaan manufaktur. Dasar pertimbangannya adalah beberapa studi di Indonesia



yang mencoba menganalisis berbagai faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen dengan mengambil sampel perusahaan manufaktur (Ramli, 1994 dan Dermawan, 1997) dan adanya harapan akan keseragaman praktik kebijakan struktur modal dan dividen yang berlaku pada satu industri tertentu. Keseragaman ini amat penting bagi konsistensi hasil yang hendak dicapai.

Kedua, kalau dalam penelitian Noronha, et al. (1996) periode observasi pengamatan adalah 3 tahun maka dalam penelitian ini diambil selama 5 tahun dengan harapan akan menjangkau jumlah sampel lebih banyak. Pada penelitian Noronha, et al. (1996) periode 3 tahun sudah cukup memadai mengingat jumlah *record* perusahaan di S & P 400 sudah cukup banyak. Hal tersebut akan kontras bila dibandingkan dengan di Indonesia yang hanya memiliki kurang lebih 250-300 perusahaan yang *go public*. Bila periode penelitian tetap dipaksakan 3 tahun maka jumlah sampel akan kurang.

## **1.2. Perumusan Masalah**

Berdasarkan pada studi terdahulu (Rozeff, 1982; Easterbrook, 1984; Crutchley and Hansen, 1989; Demsey and Lafer, 1992; Hansen, et al., 1994; Noronha, et al. 1996; Hartono, 1998a dan 1998b) maka disusun permasalahannya sebagai berikut ini.

1. Apakah ada simultanitas keputusan dividen dan struktur modal secara signifikan pada karakteristik perusahaan *low growth* dan *no blockholder*?
2. Faktor-faktor apa saja yang secara signifikan mempengaruhi simultanitas keputusan struktur modal dan dividen?

### **1.3. Batasan Penelitian**

Penelitian dilakukan dengan membatasi pada beberapa hal sebagai berikut ini.

1. Periode pengamatan yang dilakukan adalah kurun waktu tahun 1991 – 1995. Periode penelitian tahun 1996 dan sesudahnya tidak memungkinkan dilakukan penelitian mengingat adanya pengaruh krisis moneter terhadap berbagai instrumen dan variabel keuangan pada perusahaan-perusahaan di Indonesia pada tahun 1997 dan banyaknya data pembayaran dividen yang kosong pada tahun 1996.
2. Penelitian dilakukan pada industri manufaktur terdaftar di BEJ tahun 1991 – 1995 (pemilihan perusahaan tersebut didasarkan pada frekuensi kumulatif perdagangan aktif, pembayaran dividen tunai dan laba operasi positif selama 5 tahun berturut-turut).

### **1.4. Tujuan Penelitian**

Penelitian dilakukan dengan memfokuskan pada dua tujuan utama sebagai berikut ini.

1. Menganalisis ada atau tidaknya simultanitas keputusan dividen dan struktur modal secara signifikan pada karakteristik perusahaan *low growth* dan *no blockholder*.
2. Menganalisis berbagai faktor yang secara signifikan mempengaruhi simultanitas keputusan struktur modal dan dividen.

#### **1.5. Manfaat Penelitian**

Penelitian dilakukan dengan memperoleh dua manfaat sebagai berikut ini.

1. Memberikan tambahan wawasan tentang fenomena teori keagenan dan segi aplikasinya. Diharapkan kalangan akademisi semakin menyadari tentang keberadaan permasalahan keagenan terutama berkaitan dengan simultanitas kebijakan dividen dan kebijakan struktur modal dalam meminimalkan biaya keagenan.
2. Memberikan informasi kepada manajer keuangan bahwa simultanitas kebijakan dividen dan kebijakan struktur modal dapat dipakai sebagai sarana untuk mengurangi masalah keagenan dengan memperhatikan kondisi khusus yakni *low growth* dan *no blockholder*.

## **1.6. Sistematika Penulisan**

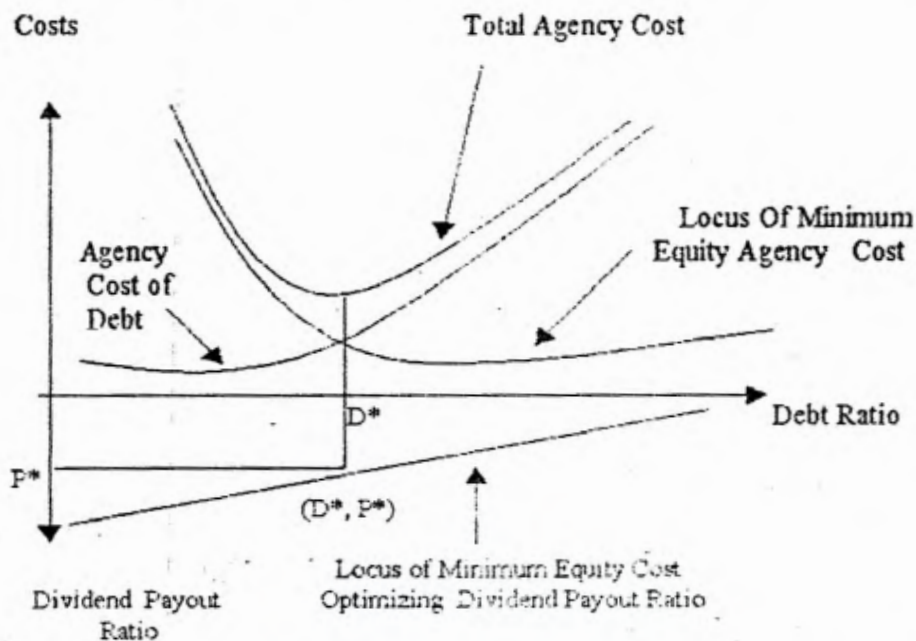
Penelitian ini ditulis dengan urutan sebagai berikut. Bagian kedua akan menjelaskan tentang landasan teori, kajian penelitian terdahulu dan pengembangan hipotesis. Bagian ketiga akan menjelaskan tentang pengumpulan data, pendefinisian operasional variabel penelitian dan pengungkapan model penelitian. Bagian keempat akan menjelaskan tentang hasil pengujian hipotesis beserta diskusinya. Bagian kelima akan menjelaskan tentang kesimpulan, keterbatasan dan kemungkinan lebih lanjut dari penelitian ini.



## II. LANDASAN TEORI

### II.1. Simultanitas Keputusan Dividen dan Struktur Modal

Simultanitas keputusan dividen dan struktur modal bergantung pada kelaziman dividen untuk mengendalikan biaya keagenan (Easterbrook, 1984). Noronha, et al. (1996) menyebutkan sifat dasar interaksi kebijakan dividen dan keputusan struktur modal ketika keputusan dividen dipengaruhi oleh pertimbangan biaya keagenan. Melalui pendekatan grafik, Noronha, et al. (1996) mencoba menjelaskan mekanisme simultanitas kebijakan dividen dan struktur modal untuk mengurangi biaya keagenan. Hal tersebut dapat dilihat pada gambar di bawah ini.



Gambar 1. Penentuan simultanitas rasio pembayaran dividen dan struktur modal optimal.

Sumber: Jensen and Meckling, 1976; Noronha, et al., 1996, p. 443.

Dalam panel atas gambar 1, lokus (titik temu) antara biaya keagenan modal minimum dengan biaya keagenan hutang akan menentukan rasio hutang optimum ( $D^*$ ). Rasio hutang optimum  $D^*$  merupakan satu titik di mana biaya keagenan modal marginal sama dengan biaya keagenan hutang marginal sehingga total biaya keagenan menjadi minimal. Dalam panel bawah gambar 1, lokus antara biaya keagenan minimum dengan biaya keagenan hutang secara simultan akan menentukan tingkat *payout* optimal ( $P^*$ ). Dari grafik di atas, dapat disimpulkan bahwa pada tingkat *dividend payout ratio* sebesar  $P^*$  dan tingkat rasio hutang sebesar  $D^*$ , perusahaan telah mencapai struktur modal optimal dan kebijakan dividen optimal. Melalui optimalitas dividen dan struktur modal secara simultan, perusahaan dapat meminimalkan biaya keagenan.

## II.2. Kajian Ulang Penelitian Terdahulu

Bradley, et al. (1984) melakukan penelitian berhubungan dengan berbagai faktor yang mempengaruhi struktur modal optimal. Studi ini menemukan adanya pengaruh negatif volatilitas pendapatan dan *advertising, research and development* terhadap rasio hutang. Sementara *non debt tax shield* sebaliknya. Kontribusi penelitian ini adalah teridentifikasinya 3 variabel biaya keagenan hutang yakni volatilitas pendapatan, *non debt tax shield* dan *advertising, research and development*.

Friend and Lang (1988) melakukan penelitian berkaitan dengan pengaruh kepentingan manajemen terhadap struktur modal perusahaan. Studi ini menemukan bahwa kepemilikan manajerial memiliki pengaruh negatif terhadap rasio hutang. Hal

ini nampak nyata pada kelompok perusahaan tertutup. Kontribusi dari penelitian ini adalah bahwa kepemilikan manajerial ternyata dapat dikaitkan dengan struktur modal.

Crutchley and Hansen (1989) melakukan pengujian terhadap teori keagenan dengan mendasarkan pada tiga keputusan keuangan yakni kepemilikan manajerial, rasio hutang dan dividen. Studi ini menemukan bahwa berbagai karakteristik perusahaan seperti *diversification loss*, *standard deviation of return*, *firm size*, *non debt tax shield* dan *advertising, research & development* memiliki pengaruh signifikan terhadap tiga kebijakan keuangan dalam mengurangi masalah keagenan. Kontribusi dari penelitian ini adalah bahwa perusahaan dapat mengkombinasikan tiga keputusan keuangan untuk meminimalkan biaya keagenan.

Dempspey and Laber (1992) melanjutkan studi Rozeff (1982) tentang efek biaya keagenan dan biaya transaksi terhadap rasio pembayaran dividen. Dari studi ini ditemukan bahwa berbagai faktor yang berpengaruh terhadap rasio pembayaran dividen adalah *insider holding*, *growth*, *beta* dan *number of common stockholder*. Penemuan yang lain adalah konsistensi berbagai faktor yang mempengaruhi rasio pembayaran dividen itu dalam dua periode yang berbeda. Kontribusi penelitian ini adalah mempertegas konsistensi berbagai faktor yang mempengaruhi rasio pembayaran dividen menurut studi Rozeff.

Hansen, et al. (1994) melakukan penelitian tentang kebijakan dividen dan pengawasan perusahaan. Dalam studi ini ditemukan bahwa ada berbagai faktor yang secara signifikan berpengaruh terhadap rasio pembayaran dividen yakni *regulatory commission ranking*, *growth* dan *stock ownership*. Signifikansi tersebut juga konsisten

untuk dua periode yang berbeda. Kontribusi studi ini adalah mempertegas bahwa dividen dapat dijadikan sebagai alat pengawasan yang relevan untuk mengendalikan masalah keagenan.

Ramli (1994) melakukan penelitian berkaitan dengan analisis beberapa faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen pada perusahaan manufaktur di BEJ. Dari hasil studi tersebut ditemukan bahwa *earning per share* memiliki pengaruh positif terhadap *dividend per share* sementara *debt equity ratio* memiliki pengaruh negatif terhadap *dividend per share*. Kontribusi studi ini adalah bahwa antara struktur modal dan dividen ini ternyata berhubungan walaupun arahnya negatif.

Noronha, et al. (1996) melakukan pengembangan teori keagenan dengan menitikberatkan pada rasionalitas pengawasan dividen dan interaksi antara keputusan dividen dan struktur modal. Studi ini menemukan bahwa pada kondisi *low growth* dan *no blockholder* dividen merupakan mekanisme yang relevan untuk mengurangi masalah keagenan dan sebagai konsekuensinya akan terjadi interaksi antara keputusan dividen dan struktur modal. Kontribusi dari studi ini adalah tidak dalam semua kondisi dividen itu relevan untuk meminimalkan biaya keagenan demikian juga dengan simultanitas keputusan dividen dan struktur modal.

Dermawan (1997) melakukan penelitian berkaitan dengan faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan pembayaran dividen pada sektor manufaktur di Indonesia. Dari studi ini ditemukan bahwa faktor yang signifikan adalah rata-rata pertumbuhan dividen. Studi ini memberikan kontribusi yakni telah mencoba mengeksplorasi dua

variabel keagenan seperti *number of shareholder* dan *intangibility asset* walaupun keduanya tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap rasio pembayaran dividen.

Hartono (1998a dan 1998b) melakukan penelitian tentang penjelasan teori keagenan untuk kebijakan dividen dari Easterbrook (1984). Dari studi pertama (1998a) ditemukan bahwa ada pengaruh signifikan *risk adjustment* terhadap kesejahteraan pemegang saham dan pencapaian struktur modal optimal pada perusahaan yang beroperasi konsisten dengan *risk adjustment hypothesis* dari Easterbrook. Sementara pada studi kedua (1998b) ditemukan bahwa ada pengaruh signifikan dividen terhadap hutang dalam meminimalkan biaya keagenan. Kontribusi kedua studi (Hartono, 1998a dan 1998b) adalah memvalidasi konsep Easterbrook bahwa dividen dan hutang secara simultan akan meningkatkan kesejahteraan pemegang saham.

## II. 3. Pengembangan Hipotesis

### II.3.1. Simultanitas Keputusan Struktur Modal Dan Dividen

Untuk merumuskan hipotesis simultanitas keputusan struktur modal dan dividen maka dipakai model simultanitas dividen dan struktur modal berdasarkan pada dua atribut karakteristik perusahaan (Noronha, et al., 1996). Atribut karakteristik perusahaan tersebut meliputi tingkat pertumbuhan perusahaan dan struktur kepemilikan. Tingkat pertumbuhan dilihat dari besar kecilnya *market book ratio*. Sementara bentuk struktur kepemilikan tergolong dua macam yakni menyebar dan memusat. Sebagai *proxy* dari bentuk struktur kepemilikan dipakai kehadiran *blockholder* (Barclay and Holderness, 1991; Slovin and Suskha, 1993). Apabila struktur kepemilikan memusat akan dipakai



ukuran *blockholder* dan apabila struktur kepemilikan menyebar maka dipakai ukuran *no blockholder*. Secara lebih jelas dalam dilihat dalam gambar 2 di bawah ini:

	<i>Blockholder</i> (Ha)	<i>No Blockholder</i> (La)
<i>High Growth</i> (Hg)	HaHg <i>No Simultaneity</i>	LaHg <i>No Simultaneity</i>
<i>Low Growth</i> (Lg)	HaLg <i>No Simultaneity</i>	LaLg <i>Simultaneity</i>

Gambar 2: Simultanitas Dividen dan Struktur Modal Berdasarkan Pada Dua Atribut Karakteristik Perusahaan

Sumber: Modifikasi dari Noronha, et al., 1996, p. 444.

Berdasar pada gambar 2 di atas maka perusahaan dengan tingkat pertumbuhan tinggi (*high growth*) berusaha akan menahan laba guna reinvestasi dan mengurangi pembayaran dividen. Berkurangnya pembayaran dividen akan meningkatkan modal sendiri perusahaan. Karenanya perusahaan tidak perlu menambah dana lagi dari luar. Kondisi pertumbuhan yang tinggi tidak mengindikasikan adanya simultanitas antara dividen dan struktur modal. Sebaliknya, perusahaan dengan tingkat pertumbuhan rendah (*low growth*) akan berusaha membayarkan dividen lebih banyak guna mempertahankan keberadaan pemilik modal dalam perusahaan. Meningkatnya pembayaran dividen akan mengurangi modal sendiri perusahaan. Karenanya perusahaan perlu menambah dana lagi dari luar. Kondisi pertumbuhan yang rendah mengindikasikan adanya simultanitas antara dividen dan struktur modal.

Perusahaan yang memiliki karakter *no blockholder* akan cenderung menaikkan *dividend payout ratio*. Alasannya adalah karakter *no blockholder* menunjukkan penyebaran kepemilikan atas saham perusahaan semakin besar. Komposisi pemegang saham akan tersebar menjadi banyak pemegang saham namun demikian prosentase kepemilikan saham akan semakin kecil. Pemegang saham dalam jumlah kecil merasa kurang leluasa untuk mengawasi perusahaan, oleh karena itu mereka akan menuntut pembayaran dividen lebih besar. Apabila pertumbuhan perusahaan tinggi (*high growth*), maka banyaknya pemegang saham kurang dapat memaksa perusahaan untuk membayar dividen lebih banyak. Kondisi tersebut yakni *high growth* dan *no blockholder* tidak mengindikasikan adanya simultanitas antara dividen dan struktur modal. Apabila pertumbuhan perusahaan rendah (*low growth*), maka banyaknya pemegang saham jelas dapat memaksa perusahaan untuk membayar dividen lebih banyak. Kondisi tersebut yakni *low growth* dan *no blockholder* mengindikasikan adanya simultanitas antara dividen dan struktur modal.

Perusahaan yang memiliki karakter *blockholder* akan cenderung menurunkan *dividend payout ratio*. Alasannya adalah karakter *blockholder* menunjukkan pemusatan kepemilikan atas saham perusahaan semakin besar. Komposisi pemegang saham akan terpusat menjadi sedikit pemegang saham namun demikian prosentase kepemilikan saham akan semakin besar. Pemegang saham besar sudah merasa lebih leluasa untuk mengawasi perusahaan, karenanya mereka tidak akan terlalu menuntut pembayaran dividen lebih besar. Apabila pertumbuhan perusahaan tinggi (*high growth*) maka pemegang saham besar tidak dapat memaksa perusahaan untuk membayar

dividen lebih banyak. Kondisi tersebut yakni *high growth* dan *blockholder* tidak mengindikasikan adanya simultanitas antara dividen dan struktur modal. Apabila pertumbuhan perusahaan rendah (*low growth*), maka pemegang saham besar tidak dapat memaksa perusahaan untuk membayar dividen lebih banyak. Karena sekali lagi yang dapat memaksa perusahaan membayar dividen lebih banyak adalah banyaknya pemegang saham. Kondisi tersebut yakni *low growth* dan *blockholder* tidak mengindikasikan adanya simultanitas antara dividen dan struktur modal.

Konsisten dengan Easterbrook (1984) maka untuk mengatasi masalah keagenan perusahaan dapat menerapkan simultanitas antara pembayaran dividen dan penggunaan hutang secara tepat. Pada perusahaan yang memiliki karakter *no blockholder* dan *low growth* maka pembayaran dividen perlu dinaikkan untuk memenuhi tuntutan pemegang saham. Berhubung tingkat pertumbuhan perusahaan rendah (*low growth*) dan karena perusahaan telah membayar dividen maka untuk mempertahankan struktur modal yang optimal perusahaan perlu secara simultan meningkatkan pendanaan dengan hutang.

Pendanaan dengan hutang ini dilatarbelakangi oleh tujuan untuk menghindarkan perusahaan dari *target takeover*. Permasalahannya adalah apabila perusahaan memiliki pertumbuhan rendah, tetapi perusahaan dapat membayar dividen maka menurut persepsi investor perusahaan ini tidak terlalu berisiko. Apabila tidak ada pendanaan dengan hutang maka risiko bisnis perusahaan tidak terlalu besar dan akan membuat para investor tertarik untuk melakukan *takeover*. Namun apabila ada pendanaan dengan

hutang maka risiko bisnis perusahaan menjadi lebih besar dan akan membuat para investor tidak tertarik untuk melakukan *takeover*.

Makin tingginya pembayaran dividen secara simultan akan mempertinggi hutang dan di sisi lain akan menurunkan modal. Dengan demikian terlihat bahwa hubungan antara dividen dan modal sendiri adalah negatif (berbanding terbalik). Hubungan berbanding terbalik antara dividen dan modal sendiri ini dijelaskan secara seksama dalam studi Noronha, et al. (1996). Dari model persamaan simultan: nilai negatif koefisien persamaan simultan untuk modal sendiri signifikan terhadap dividen dan nilai negatif koefisien persamaan simultan untuk dividen signifikan terhadap modal sendiri. Rasio pembayaran dividen memiliki hubungan negatif dengan modal sendiri karena pembayaran dividen cenderung akan mengurangi cadangan laba ditahan. Modal sendiri memiliki hubungan negatif dengan rasio pembayaran dividen karena makin besarnya modal sendiri berarti akan memperkecil dividen yang dibayarkan kepada pemegang saham. Dalam studi Noronha, et al. (1996) signifikansi antara modal sendiri dan rasio pembayaran dividen memang terjadi pada karakter perusahaan yang pertumbuhannya rendah dan *no blockholder*. Dengan memperhatikan uraian pada gambar 2 dan studi Noronha, et al. (1996) maka disusun hipotesis sebagai berikut ini.

- H1: Ada simultanitas antara keputusan dividen dan struktur modal secara signifikan untuk perusahaan dengan karakteristik *no blockholder* dan *low growth*.

### IL3.2. Berbagai Faktor yang Mempengaruhi Simultanitas Keputusan Dividen dan Struktur Modal

Guna memvalidasi simultanitas keputusan dividen dan struktur modal pada karakter perusahaan *low growth* dan *no blockholder*, maka harus ada signifikansi berbagai faktor yang mempengaruhi *dividend payout ratio* (dividen) dan *equity ratio* (struktur modal). Berdasar pada studi Rozeff (1982) dan Demspey dan Laber (1992) berbagai faktor yang mempengaruhi *dividend payout ratio* secara signifikan adalah *insider holding*, *natural log of number of shareholders*, *varians return*, *natural log of total asset* dan *growth*. Sementara berdasar studi Bradley, et al. (1984) berbagai faktor yang mempengaruhi *equity ratio* secara signifikan adalah *earnings volatility* dan *non debt tax shield*.

Studi Noronha, et al. (1996) telah menggabungkan dua studi dari Rozeff (1982); Demspey and Laber (1992) serta Bradley, et al. (1984). Penggabungan ini dilakukan untuk menunjukkan secara tegas adanya efek simultanitas antara keputusan dividen dan struktur modal terjadi guna meminimalkan biaya keagenan. Namun melalui model persamaan simultan yang dikembangkan, Noronha, et al. (1996) tidak dapat menunjukkan efek langsung berbagai faktor penentu simultanitas antara dividen dan struktur modal. Lima faktor pertama yang terdiri dari *insider holding*, *natural log of number of shareholders*, *varians return*, *natural log of total asset* dan *growth* cenderung hanya mempengaruhi *dividend payout ratio* sementara dua faktor terakhir *earnings volatility* dan *non debt tax shield* cenderung hanya mempengaruhi *equity ratio*. Kalau *dividend payout ratio* dan *equity ratio* dapat disimultankan maka berbagai



faktor yang ada harus dapat memberikan efek pengaruh langsung terhadap *dividend payout ratio* dan *equity ratio*.

Berdasar pada studi Crutchley and Hansen (1989) telah dapat diidentifikasi berbagai faktor yang secara signifikan memberikan efek langsung terhadap kebijakan dividen dan struktur modal. Kelima faktor tersebut ternyata adalah sama baik untuk kebijakan dividen ataupun kebijakan struktur modal. Kelima faktor yang punya efek signifikan ini adalah *diversification*, *earnings volatility*, *standard deviation of return*, *advertising & research & development* dan *firm size*.

Dari studi Crutchley and Hansen (1989) dapat disimpulkan bahwa agar dapat memperoleh faktor-faktor yang punya efek signifikan secara langsung terhadap kebijakan dividen dan struktur modal maka kelima faktor ini harus merupakan faktor yang sama. Dari studi Noronha, et al (1996) sudah dapat diidentifikasikan tujuh faktor yang diharapkan menjadi penentu simultanitas dividen dan struktur modal. Dari ketujuh faktor ini maka untuk studi kali ini diambil 4 variabel yang benar-benar mencerminkan variabel biaya keagenan. Variabel tersebut adalah *insider holding* dan *natural log of number of shareholders* untuk variabel biaya keagenan modal. Pendefinisian ini disesuaikan dengan studi Rozeff (1982). Dan untuk variabel biaya keagenan hutang adalah *earnings volatility* dan *non debt tax shield*. Pendefinisian ini disesuaikan dengan studi Bradley, et al. (1984). Tiga variabel dalam studi Noronha, et al (1996) yakni *natural log of total asset*, *growth* dan *varians return* tidak diambil karena bukan mencerminkan variabel biaya keagenan. Ketiganya lebih banyak mencerminkan

variabel biaya emisi ekuitas baru. Berbasis pada uraian di atas, kemudian dapat disusun hipotesis sebagai berikut:

**H2:** Berbagai faktor yang secara signifikan mempengaruhi simultanitas keputusan dividen dan struktur modal secara langsung adalah *insider holding*, *natural log of number of shareholders*, *earnings volatility* dan *non debt tax shield*.

Agar dapat meminimumkan biaya keagenan, maka berbagai faktor ini secara umum harus dapat memberikan efek positif terhadap rasio pembayaran dividen dan efek negatif terhadap rasio modal sendiri (efek positif terhadap rasio hutang) secara serentak. Pengaruh yang berkebalikan dari berbagai faktor tersebut adalah karena berbagai faktor tersebut mencerminkan biaya keagenan modal dan biaya keagenan hutang yang memiliki sifat berlawanan seperti terlihat pada gambar 1. Dari gambar tersebut terlihat bahwa untuk meminimumkan biaya keagenan modal maka perusahaan perlu menentukan rasio pembayaran dividen dan rasio modal sendiri yang optimal secara simultan. Dan yang menjadi penentu adalah berbagai faktor seperti *insider holding*, *natural log of number of shareholders*, *earnings volatility* dan *non debt tax shield*.

Agar dapat menjadi penentu yang penting terhadap simultanitas keputusan dividen dan struktur modal maka selain memberikan pengaruh secara serentak maka masing-masing faktor diharapkan juga dapat memberikan pengaruh secara individu terhadap rasio pembayaran dividen dan rasio modal sendiri. Dengan demikian pengaruh secara individu dari masing-masing faktor tersebut dapat disajikan sebagai berikut ini.

### 1. *Insider Holding*

Berdasar pada penelitian Rozeff (1982) dan Noroha, et al. (1996) ditemukan bahwa jika *insider holding* naik maka tingkat pembayaran dividen akan turun. Makin besarnya *insider holding* menunjukkan makin memusatnya struktur kepemilikan dan makin besarnya prosentase kepemilikan internal. Makin besarnya prosentase kepemilikan internal akan menunjukkan komposisi pemegang saham didominasi oleh pihak manajemen. Dalam kenyataannya pihak manajemen tidak akan terlalu menuntut pembayaran dividen lebih banyak oleh karena pihak manajemen ini tidak perlu diawasi lagi mengingat pihak manajemen ini merangkap sebagai pemegang saham.

Sementara studi Friend and Lang (1988) menemukan bahwa jika *insider holding* makin besar maka akan menaikkan *equity ratio* oleh karena kepemilikan saham akan didominasi oleh pihak internal yang sebagian besar terdiri dari pihak manajemen yang cenderung ingin menahan laba dibandingkan dengan membayar dividen.

**H2a:** *Insider holding* berpengaruh negatif terhadap *dividend payout ratio* dan berpengaruh positif terhadap *equity ratio*.

### 2. *Natural Log of Number of Shareholders*

Berdasar pada penelitian Rozeff (1982); Demspy and Laber (1992); Hansen, et al. (1994) dan Noronha et al. (1996) ditemukan bahwa jika *number of shareholder* naik maka tingkat pembayaran dividen akan meningkat karena makin besar jumlah pemegang saham maka penyebaran kepemilikan akan makin besar sehingga makin kurang efektif dalam *monitoring* sehingga perlu tambahan biaya *monitoring*

manajemen. Sebagai konsekuensinya pemilik saham tersebar dapat memanfaatkan kekuatan pasar modal untuk memonitor perusahaan dengan memaksanya membayar dividen lebih tinggi.

Berdasar pada pemikiran Brigham and Gapenski (1993) dapat dinyatakan jika jumlah pemegang saham makin besar maka akan cenderung menurunkan modal sendiri. Sebab jumlah pemegang saham yang makin besar akan cenderung menaikkan kepemilikan modal eksternal yang biasanya lebih menyukai pendanaan dengan hutang dibandingkan dengan pendanaan modal sendiri. Pendanaan dengan hutang ditempuh oleh karena perusahaan tidak memiliki cadangan dana internal lagi.

*H2b: Natural log of number of shareholders* berpengaruh positif terhadap *dividend payout ratio* dan berpengaruh negatif terhadap *equity ratio*.

### 3. *Earnings Volatility*

Berdasar pada studi Bradley, et al. (1984) ditemukan bahwa *earnings volatility* memiliki hubungan negatif dengan rasio hutang. Bradley, et al. (1984) menyatakan bahwa makin besarnya *earnings volatility* akan menaikkan biaya kebangkrutan yang tidak lain merupakan biaya keagenan hutang. Jika ingin mempertahankan struktur modal yang optimal maka perusahaan perlu mengurangi *debt ratio* sehingga perlu memprioritaskan pendanaan internal (Nayar and Roberston, 1994).

Dengan volatilitas pendapatan yang besar maka akan ada kemungkinan perusahaan dalam kondisi yang sulit. Dalam kondisi yang sulit maka sangat tidak

realistis apabila perusahaan membayar dividen. Untuk dapat keluar dari kesulitan sebaiknya perusahaan menahan laba (Crutchley and Hansen, 1989).

**H2c:** *Earnings volatility* berpengaruh negatif terhadap *dividend payout ratio* dan berpengaruh positif terhadap *equity ratio*.

#### 4. *Non debt tax shield*

Berdasarkan pada studi Bradley, et al. (1984) dan Noronha, et al. (1996) ditemukan bahwa *non debt tax shield* memiliki hubungan negatif dengan pendanaan modal sendiri. Salah satu unsur *non debt tax shield* adalah beban depresiasi perusahaan tahunan (Bradley, et al., 1984). Meningkatnya beban depresiasi akan membuat aktiva tetap yang dijaminan untuk memperoleh kredit semakin besar. Karenanya kepercayaan kreditur akan meningkat sehingga biaya keagenan hutang akan menurun. Dengan demikian perusahaan memiliki kesempatan lebih besar untuk merenegosiasi perjanjian hutangnya.

Berdasar pada studi Chang and Rhee (1990) maka dinyatakan bahwa makin besar *non debt tax shield* justru akan semakin menaikkan dividen. Karena salah satu unsur dari *non debt tax shield* adalah beban depresiasi, maka makin besar *non debt tax shield* akan membuat dividen akan semakin meningkat oleh karena dalam aturan pajak yang berlaku depresiasi tidak diakui sebagai biaya (*non cash expenses*) dan konsekuensinya akan semakin memperbesar laba operasi (lihat pada struktur laporan arus kas). Kalau laba operasi meningkat ada dividen seharusnya meningkat.

**H2d:** *Non debt tax shield* berpengaruh positif terhadap *dividend payout ratio* dan berpengaruh negatif terhadap *equity ratio*.



### III. METODOLOGI PENELITIAN

#### III.1. Data

Populasi penelitian adalah perusahaan – perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEJ. Pengumpulan data memakai teknik penggabungan data secara *pooling*. Argumentasi pemakaian *pooling* data adalah tidak sebandingnya jumlah sampel perusahaan dalam penelitian ini dengan studi Noronha, et al. (1996). Studi Noronha, et al. (1996) mampu memperoleh sampel sebanyak 341 perusahaan dari berbagai sektor industri. Karena studi ini hanya memfokuskan pada satu industri manufaktur saja, sementara jumlah perusahaan manufaktur yang ada terdaftar di Bursa Efek Jakarta tidak sebanding dengan S & P 400, maka untuk dapat mengimbangi perolehan sampel dengan Noronha, et al. (1996), jumlah sampel yang diperoleh perlu di-*pooling* dengan cara dikalikan dengan jumlah periode pengamatannya. Tujuan dari *pooling* data adalah untuk meningkatkan *power of the test*.

Pengambilan sampel penelitian dilakukan dengan metode *purposive sampling* (Cooper dan Emory, 1995: 228-229). Kriteria yang dipakai dalam metode *purposive sampling* adalah sebagai berikut ini.

1. Sampel penelitian dilakukan pada perusahaan manufaktur yang dipilih berdasarkan *ranking* frekuensi kumulatif perdagangan aktif saham di bursa 5 tahun mulai 1991 – 1995 (Surat Edaran Direktur BEJ No.1 tanggal 1 Januari 1994), pembayaran dividen tunai dan laba operasi (EBIT) positif selama 5 tahun.
2. Pembagian sampel perusahaan manufaktur berdasarkan pada tinggi rendahnya tingkat pertumbuhan dan ada tidaknya kehadiran *blockholder*. Pengukuran tingkat

pertumbuhan dengan memakai *price book value*. Sumber data untuk *price book value* adalah *Indonesian Capital Market Directory* tahun 1992 sampai dengan tahun 1996 pada bagian *summary of financial statement*. Tingkat pertumbuhan dikatakan tinggi apabila nilai *price book value* di atas rata-rata sampel sementara tingkat pertumbuhan dikatakan rendah apabila nilai *price book value* di bawah rata-rata sampel. Pengukuran ada atau tidaknya *blockholder* ditentukan dengan *scanning* struktur kepemilikan perusahaan yang terdiri dari kepemilikan internal (*insider*) dan kepemilikan eksternal (*outsider*). Suatu perusahaan terkategori sebagai *blockholder* apabila jumlah prosentase kepemilikan eksternal (individu dan perusahaan luar) lebih besar dibandingkan dengan jumlah prosentase kepemilikan internal (direktur, komisaris dan induk perusahaan yang bersangkutan). Sebaliknya bila jumlah prosentase kepemilikan eksternal lebih kecil dibandingkan dengan jumlah prosentase kepemilikan internal maka perusahaan tersebut terkategori sebagai *no blockholder*. Untuk dapat membuat kondisi *blockholder* dan *no blockholder* maka dipakai data struktur kepemilikan pemegang saham yang terdapat dalam *Indonesian Capital Market Directory* tahun 1992 - 1996.

Berdasarkan kriteria pertama, maka diperoleh 51 perusahaan manufaktur yang terbagi ke dalam beberapa sektor manufaktur. Untuk sektor pakan ternak diperoleh 2 perusahaan, sektor makanan dan minuman ada 6 perusahaan, sektor industri rokok ada 3 perusahaan, sektor tekstil ada 7 perusahaan, sektor kertas dan bubuk kertas ada 2 perusahaan, sektor kimia ada 14 perusahaan, sektor produk logam ada 2 perusahaan, sektor kabel ada 1 perusahaan, sektor elektronik ada 1 perusahaan, sektor otomotif

ada 6 perusahaan, sektor fotografi ada 1 perusahaan, sektor farmasi ada 3 perusahaan, sektor konsumsi ada 1 perusahaan dan sektor lain - lain ada 2 perusahaan.

Untuk kriteria kedua maka 51 perusahaan tersebut di-*pooling* dengan cara mengalikannya dengan lima tahun periode pengamatan sehingga menghasilkan 255 perusahaan-tahun. Dengan memakai kerangka sampel dari studi Noronha, et al. (1996) dan memperhatikan kelengkapan data yang tersedia untuk semua variabel penelitian maka diperoleh hasil 4 sub sampel perusahaan dengan total sebanyak 239 perusahaan-tahun (ada penghapusan 16 perusahaan-tahun yang tidak punya data *insider holding*) sebagai berikut: 11 perusahaan memiliki karakter HaHg, 22 perusahaan dengan karakter HaLg, 59 perusahaan dengan karakter LaHg dan 147 perusahaan dengan karakter LaLg. Hasil kerangka sampel ini konsisten dengan studi yang dilakukan oleh Noronha, et al. terutama berkaitan dengan jumlah perusahaan yang memiliki karakter LaLg yang paling besar di antara ketiga karakter perusahaan yang lain. Pada studi Noronha, et al, hasil yang dicapai sebanyak 210 perusahaan dari total 341 perusahaan yang ada.

Dengan ditemukan bahwa jumlah perusahaan dengan karakter LaLg yang paling besar, maka pengharapan akan terbuktinya hipotesis bahwa simultanitas tersebut terjadi semakin besar. Argumentasinya dengan jumlah sampel yang semakin besar, maka signifikansi dari faktor-faktor pembentuk simultanitas akan semakin kuat.

### III.2. Definisi Operasional

Dalam penelitian ini dipakai beberapa variabel penelitian sesuai dengan dua model yang dipakai untuk menguji dua hipotesis di atas. Variabel – variabel tersebut adalah sebagai berikut ini.

#### 1. *Dividend payout ratio*

Variabel ini diberi simbol POR. Diukur dengan memakai rasio pembayaran dividen selama lima tahun. Variabel ini diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory* tahun 1992 sampai dengan tahun 1996 pada bagian *summary of financial statement*.

#### 2. *Equity ratio*

Variabel ini diberi simbol EQR. Diukur dengan menggunakan hasil bagi antara *shareholder equity* tahunan dengan total *asset* tahunan. *Shareholder equity* dan total *asset* diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory* tahun 1992 sampai dengan tahun 1996 pada bagian *summary of financial statement*.

#### 3. *Natural log of number of shareholders*

Variabel ini diberi simbol LNSH. Diukur dengan menggunakan data jumlah pemegang saham perusahaan. Jumlah pemegang saham kemudian di-*log*-kan untuk kepentingan *scaling effect*. Sumber data untuk variabel ini adalah *Indonesian Capital Market Directory* tahun 1992 sampai dengan tahun 1996 pada bagian *shareholder ownership*.

#### 4. *Insider holding*

Variabel ini diberi simbol INSH. Merupakan prosentase kepemilikan internal perusahaan. Kepemilikan internal terdiri dari kepemilikan manajemen terdiri dari

komisaris dan direktur dan perusahaan atau lembaga yang merupakan afiliasi atau induk dari perusahaan yang bersangkutan. Sumber data untuk variabel ini adalah *Indonesian Capital Market Directory* tahun 1992 sampai dengan tahun 1996 pada bagian *shareholder ownership*.

5. *Earnings volatility*

Variabel ini diberi simbol SIGMA. Diukur dengan menggunakan deviasi standar hasil bagi antara *earnings before interest and tax* bulanan dengan total asset bulanan. Sumber data untuk *earnings before interest and tax* bulanan dan total asset bulanan adalah *Jakarta Stock Exchange Monthly* mulai Juli 1992 sampai Desember 1996 pada bagian *financial data and ratio*.

6. *Non debt tax shields*

Variabel ini diberi simbol NDTs. Diukur dengan menggunakan hasil bagi antara beban depresiasi tahunan dengan *earnings before interest and tax* tahunan. Hanya dipakainya depresiasi dalam penghitungan NDTs oleh karena data tentang kredit pajak investasi tidak tersedia. Sumber data untuk beban depresiasi tahunan adalah laporan auditor independen untuk tahun 1991 sampai 1995 pada bagian laporan arus kas. Sumber data untuk *earnings before interest and tax* tahunan adalah *Indonesian Capital Market Directory* tahun 1992 sampai dengan tahun 1996 pada bagian *summary of financial statement*.



### III.3. Model Pengujian Hipotesis

Untuk menguji hipotesis penelitian pertama dipakai model persamaan simultan *two stage least square* yang secara matematis dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$\text{POR} = \beta_{10} + \beta_{11}\text{EQR} + \beta_{12}\text{INSH} + \beta_{13}\text{LNSH} + e_1 \quad (1)$$

$$\text{EQR} = \beta_{20} + \beta_{21}\text{POR} + \beta_{22}\text{SIGMA} + \beta_{23}\text{NDTS} + e_2 \quad (2)$$

Alasan pemilihan model *two stage least square* adalah karena persamaan (1) dan (2) dalam model tersebut memiliki sifat *exactly identified*. Hal tersebut dapat dilihat dalam matriks pada gambar 3 sebagai berikut ini.

POR	1	$-\beta_{21}$
EQR	$-\beta_{11}$	1
LNSH	$-\beta_{13}$	0
INSH	$-\beta_{12}$	0
NDTS	0	$-\beta_{23}$
SIGMA	0	$-\beta_{22}$

Gambar 3. Matriks Penentuan Model Persamaan Simultan

Sumber: Hartono, 1998b, p. 11.

Dua persamaan di atas memiliki dua variabel *endogenous* yakni POR dan EQR serta empat variabel *exogenous* adalah LNSH, INSH, SIGMA dan NDTS. Dari matriks tersebut nampak untuk persamaan pertama jumlah variabel *excluded exogenous* adalah 2. Sementara jumlah variabel *included endogenous* adalah 1. Sementara itu nilai *rank of augmented matrix* adalah 1. Karena nilai *rank of augmented matrix* sama dengan jumlah variabel *included endogenous* maka persamaan pertama dikatakan *exactly identified*. Untuk persamaan kedua, jumlah variabel *excluded exogenous* adalah 2. Sementara jumlah variabel *included endogenous* adalah 1. Sementara itu nilai *rank of augmented*

*matrix* adalah 1. Hal yang sama juga berlaku untuk persamaan kedua (Cara di atas dapat dibandingkan ke Koutsoyiannis, 1985).

Hipotesis pertama diterima apabila koefisien EQR dan POR pada persamaan pertama dan kedua masing – masing memiliki tanda negatif signifikan terhadap variabel POR dan EQR.

Untuk menguji hipotesis penelitian kedua dipakai model persamaan regresi *ordinary lest square* yang juga terdiri dari dua persamaan yakni:

$$\text{POR} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{INSH} + \alpha_2 \text{LNSH} + \alpha_3 \text{SIGMA} + \alpha_4 \text{NDTS} + e_1 \quad (1)$$

$$\text{EQR} = \beta_0 + \beta_1 \text{INSH} + \beta_2 \text{LNSH} + \beta_3 \text{SIGMA} + \beta_4 \text{NDTS} + e_2 \quad (2)$$

Hipotesis kedua diterima apabila keempat variabel independen (INSH, LNSH, SIGMA dan NDTS) memiliki pengaruh signifikan berkebalikan secara serentak terhadap POR dan EQR. Penerimaan hipotesis kedua secara parsial adalah melihat signifikansi pengaruh berkebalikan secara individual dari keempat variabel independen.

#### III.4. Analisa Statistik Deskriptif

Berdasarkan pada tabel analisis deskriptif pada lampiran menunjukkan kelompok kedua (LaLg) memiliki rasio pembayaran dividen, jumlah pemegang saham, dan volatilitas pendapatan lebih rendah dibandingkan dengan kelompok satu (non LaLg). Namun demikian kelompok dua (LaLg) justru memiliki rasio ekuitas, *non-debt tax shields* dan prosentase kepemilikan internal lebih besar dari kelompok satu (LaLg).

Dilihat dari segi kepemilikan eksternal (individu dan perusahaan luar), kelompok satu (non LaLg) memiliki rata-rata lebih besar dibandingkan dengan kelompok dua (LaLg). Hal ini sekaligus mempertegas pemisahan kategorisasi kelompok satu sebagai *blockholder* dan kelompok dua sebagai *no blockholder*.

## IV. ANALISA DATA

Pada bab ini akan dibahas mengenai hasil penelitian. Pembahasan dilakukan terhadap dua topik bahasan dalam masalah penelitian berkaitan dengan simultanitas keputusan dividen dan struktur modal serta faktor-faktor apa saja yang secara langsung mempengaruhinya.

### IV. 1. Simultanitas Keputusan Dividen dan Struktur Modal

Pengujian ini dilakukan dengan membuat rerangka sampel perusahaan manufaktur atas dasar tinggi rendahnya tingkat pertumbuhan dan ada tidaknya *blockholder*. Rerangka sampel ini dimaksudkan untuk membagi analisa simultanitas pada sampel perusahaan yang sesuai. Hal ini dilandasi oleh hasil studi dari Noronha, et al. (1996) bahwa simultanitas tersebut hanya terjadi pada karakter perusahaan tertentu yang tingkat pertumbuhannya rendah dan tidak ada *blockholder* yakni LaLg.

Untuk membuktikan adanya simultanitas tersebut maka pengujian dilakukan dengan memakai rerangka sampel yang dibagi tadi menjadi dua bagian. Bagian pertama terdiri dari tiga kelompok perusahaan dengan karakter HaLg, LaHg dan HaHg sebanyak 92 perusahaan dan sisanya sebanyak 147 perusahaan merupakan perusahaan dengan karakter LaLg. Pembagian dua kelompok ini dilakukan untuk melihat konsistensi hasilnya dengan studi Noronha, et al (1996) dan untuk melihat apakah simultanitas tersebut juga terjadi pada karakter perusahaan selain LaLg.

Dengan menggunakan model *two stage least square* (argumentasi diberikan pada bagian model pengujian hipotesis), maka diperoleh hasil sebagai berikut ini.

**Tabel 1. Pengujian Hipotesis Pertama**

Panel 1. Perusahaan dengan karakter HaLg, LaHg dan HaHg

$$\text{POR} = 0.519 + 0.136 \text{EQR} - 0.099 \text{LNSH} + 0.006 \text{INSH} \quad (1)$$

(5.687)\*\*\* (1.152) (-2.532)\*\* (0.075)

R-square = 0.074  
F-hitung = 2.347\*

$$\text{EQR} = 0.385 + 0.107 \text{POR} + 3.179 \text{SIGMA} - 0.054 \text{NDTS} \quad (2)$$

(7.896)\*\*\* (1.245) (4.659)\*\*\* (-1.128)

R-square = 0.204  
F-hitung = 7.499\*\*\*

Panel 2. Perusahaan dengan karakter LaLg

$$\text{POR} = 0.523 - 0.129 \text{EQR} - 0.108 \text{LNSH} + 0.152 \text{INSH} \quad (1)$$

(4.836)\*\*\* (-1.622) (-3.58)\*\*\* (1.649)

R-square = 0.148  
F-hitung = 8.269\*\*\*

$$\text{EQR} = 0.553 - 0.146 \text{POR} + 1.978 \text{SIGMA} - 0.0482 \text{NDTS} \quad (2)$$

(15.328)\*\*\* (-1.874)\* (6.374)\*\*\* (-1.556)

R-square = 0.261  
F-hitung = 16.871\*\*\*

Keterangan:

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

Dengan memperhatikan hasil pada panel 1 terlihat bahwa efek simultanitas antara keputusan dividen dan struktur modal untuk meminimalkan biaya keagenan ternyata tidak terjadi. Nilai koefisien POR dan EQR tidak berbanding terbalik sebagaimana yang diharapkan dalam hipotesis simultanitas. Hasil pada panel 1 tersebut konsisten dengan studi Noronha, et al. (1996) terutama untuk model persamaan kedua. Dengan demikian pada karakter tersebut perusahaan tidak menginginkan dividen yang lebih tinggi. Ada dua alasan yang melatarbelakangi yakni pertama, pada karakter



tersebut tingkat pertumbuhan perusahaan adalah tinggi (di atas rata-rata sampel) dan kedua adanya pihak pemegang saham besar eksternal atau *blockholder*.

Tingkat pertumbuhan yang tinggi membuat pihak manajemen perusahaan cenderung lebih menyenangi untuk menahan laba dibandingkan dengan membayar dividen. Laba ini akan dimaksudkan untuk kepentingan reinvestasi pada perusahaan yang bersangkutan.

Sementara makin besarnya *blockholder* akan membuat kepemilikan eksternal semakin besar. Dengan kehadiran mereka, maka pembayaran dividen kepada pemegang saham akan relatif kecil oleh karena dengan kehadiran mereka ini keleluasaan fungsi pengawasan terhadap manajemen masih dirasakan cukup baik.

Pada panel 1, untuk persamaan pertama terlihat bahwa variabel *natural log of number of shareholders* memiliki hubungan negatif signifikan terhadap *dividend payout ratio*. Namun demikian hubungan signifikan ini tidak berarti mendukung hipotesis bahwa *natural log of number of shareholders* seharusnya berhubungan positif dengan *dividend payout ratio*. Dalam karakter kelompok panel pertama, sekalipun *natural log of number of shareholders* itu nilainya tinggi, maka nilai *dividend payout ratio* juga seharusnya tinggi. Sementara variabel INSH hanya memiliki pengaruh positif non signifikan terhadap *dividend payout ratio*. Hasil tersebut tidak konsisten dengan studi Noronha, et al. (1996).

Pada panel 1, untuk persamaan kedua terlihat variabel SIGMA memiliki hubungan yang positif signifikan dengan *equity ratio*. Hasil ini mendukung hipotesis yang diajukan dan konsisten dengan studi Noronha, et al. (1996). Walaupun dalam



karakter *non low growth* dan *no blockholder*, sebenarnya SIGMA tetap memiliki hubungan positif dengan *equity ratio*. Variabel SIGMA menunjukkan biaya kebangkrutan yang akan cenderung mengurangi hutang dan menambah modal sendiri untuk kepentingan pendanaannya. Variabel NDTs memiliki pengaruh negatif non signifikan terhadap *equity ratio*. Dilihat dari arah hubungannya, hasil ini sesuai dengan hasil studi Noronha, et al. (1996).

Dengan memperhatikan pada panel dua maka terlihat efek simultanitas antara keputusan dividen dan struktur modal untuk meminimumkan biaya keagenan ternyata terjadi. Koefisien POR dan EQR memiliki hubungan berbanding terbalik. Untuk persamaan pertama, arah hubungan adalah sesuai dengan hipotesis walaupun tidak signifikan. Sementara untuk persamaan kedua arah hubungan adalah negatif signifikan pada taraf 10 %. Dengan melihat pada hasil pada kedua persamaan ini maka H1 yang dibangun dapat dikatakan *sebagian didukung*. Alasannya adalah pada dua persamaan simultanitas tersebut, koefisien POR dan EQR sudah memberikan hasil hubungan negatif timbal balik walaupun hanya dari sisi persamaan kedua saja, hubungan negatif antara POR dan EQR adalah signifikan. Namun demikian yang penting dari panel kedua ini adalah adanya kecenderungan simultanitas keputusan dividen dan struktur modal untuk meminimumkan biaya keagenan. Secara umum hasil pada panel dua ini konsisten dengan studi Noronha, et al. (1996) dan juga Hartono (1998b).

Pada panel kedua, untuk persamaan pertama terlihat bahwa *natural log of number of shareholders* dan *insider holding* memiliki pengaruh negatif signifikan dan positif non signifikan terhadap *dividend payout ratio*. Hasil tersebut tidak sesuai

dengan studi Noronha, et al. (1996). Variabel *natural log of number of shareholders* dan *insider holding* seharusnya masing-masing memiliki hubungan positif dan negatif terhadap *dividend payout ratio*. Ada kemungkinan yang menjadi penyebab dari tidak konsistennya hasil ini adalah pada karakter *dividend payout ratio* ini sendiri. Dari hasil olah data terlihat nilai rata-rata *dividend payout ratio* kedua panel cenderung rendah (lihat lampiran: statistik deskriptif). Hal ini adalah kontras dengan situasi yang dijumpai di USA (lihat studi Hansen, et al., 1994) di mana nilai *dividend payout ratio* cenderung di atas 50 % untuk periode tahun 1981 - 1990.

Khusus untuk variabel *natural log of number of shareholders*, walaupun arah hubungannya tidak sesuai dengan Noronha, et al. (1996) dan Rozeff (1982), namun arah hubungannya justru sesuai dengan studi Dermawan (1997). Hal tersebut menunjukkan bahwa variabel biaya keagenan modal dari Rozeff (1982) kurang dapat digeneralisir di Indonesia mengingat struktur kepemilikan perusahaan yang terdaftar di BEJ masih didominasi oleh manajemen keluarga (sifat perusahaannya adalah tertutup). Kondisi juga didukung dengan sifat investor di Indonesia yang lebih menyukai *capital gain* dibandingkan dengan *dividend yield* (Dermawan, 1997).

Pada panel kedua, untuk persamaan kedua, terlihat bahwa variabel SIGMA dan NDTS memiliki hubungan masing-masing positif signifikan dan negatif non signifikan dengan *equity ratio*. Hasil ini sesuai dengan studi Noronha, et al. (1996) bahwa dengan makin besarnya SIGMA akan membuat penggunaan hutang semakin kecil dan dengan makin besarnya NDTS akan membuat penggunaan hutang semakin besar.

#### IV.2. Diskusi hasil Pengujian Hipotesis Pertama

Hasil pengujian hipotesis pertama telah menunjukkan bahwa simultanitas keputusan dividen dan struktur modal untuk meminimumkan biaya keagenan hanya terjadi pada karakter perusahaan *low growth* dan *no blockholder*. Hasil ini memperkuat kembali pendapat Easterbrook (1984) yang menunjukkan efek simultanitas tidak terjadi pada semua kelompok perusahaan tetapi pada karakter perusahaan yang memiliki dividen sebagai alat pengendali masalah keagenan. Sesuai dengan pengembangan hipotesis yang dibuat, karakter *low growth* dan *no blockholder* adalah karakter perusahaan yang memungkinkan dividen sebagai alat pengendali masalah keagenan.

Namun ada dua hal yang menarik dari pengujian hipotesis pertama yakni pertama, bahwa dua variabel biaya keagenan yakni *natural log of number of shareholders* dan *insider holding* memiliki arah hubungan yang terbalik terhadap *dividend payout ratio*. Untuk mendukung efek simultanitas dengan *equity ratio* maka seharusnya kedua variabel ini memiliki arah hubungan yang tepat dan signifikan terhadap *dividend payout ratio*. Berbasis pada studi Dermawan (1997) dapat dinyatakan bahwa variabel keagenan modal kurang dapat digeneralisir di Indonesia oleh karena struktur kepemilikannya yang masih didominasi oleh manajemen keluarga (pemilik merangkap pengelola). Logikanya, kalau struktur kepemilikan manajemen keluarga ini semakin besar maka bagaimana mungkin masalah keagenan akan terjadi.

Sementara itu studi Dermawan (1997) juga menunjukkan bahwa nilai *dividend payout ratio* di Indonesia cenderung rendah (di bawah 50 %). Hal ini mengimplikasikan bahwa perusahaan di Indonesia tidak begitu menyukai pembayaran dividen yang tinggi. Mereka lebih menyukai penahanan laba untuk kepentingan

reinvestasi. Mendasari hal tersebut maka penelitian kali ini juga menyatakan bahwa perusahaan di Indonesia tidak menggunakan dividen sebagai alat untuk mengendalikan masalah keagenan. Dividen hanya digunakan secara simultan dengan struktur modal, untuk meminimalkan masalah keagenan.

Kedua, lain halnya dengan variabel biaya keagenan modal maka dua *proxy* variabel keagenan hutang dari Bradley, et al. (1984) justru relevan pengaruhnya terhadap *equity ratio*. Hal ini mengindikasikan bahawa variabel *earnings volatility* dan *non debt tax shields* dapat digeneralisir di Indonesia. Dalam hal kebijakan pendanaan, sebagian besar perusahaan yang *go public* telah menggunakan metode pendanaan kombinasi hutang dan modal. Namun yang lebih penting adalah perusahaan tersebut telah mengetahui bahwa dengan penambahan hutang, maka permasalahan keagenan modal akan dapat diminimalkan.

#### **IV.3. Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Simultanitas Keputusan Dividen dan Struktur Modal**

Pada analisa bagian kedua ini akan dilakukan dengan menitikberatkan pada faktor-faktor yang mempengaruhi simultanitas tersebut. Jadi pusat pembahasan akan terletak pada empat variabel yang telah dibangun dari model pada pengembangan hipotesis di atas. Keempat variabel ini diharapkan akan memberikan efek yang signifikan secara *berkebalikan* terhadap *dividend payout ratio* dan *equity ratio*. Dengan adanya efek signifikan yang berkebalikan terhadap *dividend payout ratio* dan *equity ratio* maka keempat variabel ini baru dapat dianggap sebagai faktor determinan simultanitas keputusan dividen dan struktur modal. Sekali lagi untuk melihat konsistensi hipotesis yang dibangun maka pengujian hipotesis kedua ini juga dilakukan

terhadap dua kelompok karakter perusahaan LaLg dan Non LaLg (HaLg, LaHg dan HaHg).

Dengan mempergunakan model *ordinary least squares*, maka hasil analisis pengujian hipotesis kedua dapat disajikan sebagai berikut ini.

**Tabel 2. Pengujian Hipotesis Kedua**

Panel 1. Perusahaan dengan karakter HaLg, LaHg dan HaHg					
POR = 0.542	+ 0.023 INSH	- 0.082 LNSH	+ 0.090 NDTS	- 0.576 SIGMA	(1)
(6.615)***	(0.302)	(-2.091)**	(1.554)	(-0.677)	
R-square = 0.088					
F-hitung = 2.093*					
EQR = 0.386	- 0.039 INSH	+ 0.042 LNSH	- 0.040 NDTS	+ 3.058 SIGMA	(2)
(5.702)***	(-0.627)	(1.288)	(-0.831)	(4.349)***	
R-square = 0.211					
F-hitung = 5.826***					
Panel 2. Perusahaan dengan karakter LaLg					
POR = 0.328	+ 0.168 INSH	- 0.069 LNSH	+ 0.067 NDTS	+ 0.435 SIGMA	(1)
(3.692)***	(1.881)*	(-2.194)**	(2.019)**	(1.286)	
R-square = 0.16					
F-hitung = 6.767***					
EQR = 0.803	- 0.283 INSH	- 0.076 LNSH	- 0.065 NDTS	+ 1.664 SIGMA	(2)
(9.678)***	(-3.387)***	(-2.584)**	(-2.102)**	(5.261)***	
R-square = 0.314					
F-hitung = 16.252***					

Keterangan:

\*\*\* : signifikan pada level 1%

\*\* : signifikan pada level 5%

\* : signifikan pada level 10%

Dengan melihat pada panel pertama, maka terlihat keempat variabel ini memiliki pengaruh signifikan secara serentak terhadap *dividend payout ratio* dan *equity ratio*. Hal ini dapat dilihat dari nilai F-hitung yang tinggi. Maka H2 dapat didukung.

Untuk variabel *insider holding*, ternyata memberikan hubungan positif non signifikan dan negatif non signifikan terhadap POR (tidak konsisten dengan studi



Noronha, et al., 1996) dan EQR (tidak konsisten dengan studi Friend and Lang, 1988). Dengan tidak terdapatnya hubungan berkebalikan dari *insider holding* terhadap POR dan EQR, maka secara keseluruhan hasil ini tidak sesuai dengan hipotesis yang dibangun. Dengan demikian, H2a ditolak.

Untuk variabel *natural log of number of shareholders* pada satu sisi memiliki efek negatif signifikan terhadap POR (tidak konsisten dengan studi Noronha, et al. tetapi konsiten dengan Dermawan, 1997) dan pada sisi lain variabel tersebut memiliki efek positif non signifikan terhadap EQR (tidak konsisten dengan Brigham and Gapsensky, 1993). Secara keseluruhan hasil ini tidak sesuai dengan hipotesis karena *natural log of number of shareholders* tidak memberikan efek berkebalikan secara signifikan terhadap POR dan EQR. Dengan demikian untuk panel pertama, H2b ditolak.

Untuk variabel SIGMA, ternyata memberikan hubungan negatif non signifikan dan positif signifikan terhadap POR (konsiten dengan Crutchley and Hansen, 1989). dan EQR (konsisten dengan Noronha, et al., 1996). Dari hasil ini ada indikasi hubungan berkebalikan dari SIGMA (volatilitas pendapatan) terhadap POR dan EQR. Arah hubungan sudah sesuai dengan hipotesis yang dibangun. Dengan demikian untuk panel pertama, H2c sebagian didukung karena hanya satu hubungan yang signifikan.

Pada variabel NDTS ternyata memberikan hubungan positif non signifikan dan negatif non signifikan terhadap POR dan EQR. Arah hubungan positif dengan POR sesuai dengan studi Chang and Rhee (1990), dan arah hubungan negatif dengan EQR sesuai dengan studi Noronha, et al. (1996). Walaupun ada pengaruh berkebalikan dari

NDTS terhadap POR dan EQR tetapi karena tidak ada yang signifikan maka untuk panel pertama, H2d ditolak.

Pengujian pada panel kedua menampakkan hasil lebih kuatnya koefisien determinasi sebesar 0.16 dan 0.314 pada persamaan pertama dan kedua dibandingkan dengan panel pertama (0.088 dan 0.211 pada persamaan pertama dan kedua). Kondisi ini menunjukkan bahwa untuk panel kedua dengan terdiri dari berbagai perusahaan yang memiliki tingkat pertumbuhan rendah dan tidak ada *blockholder*, akan lebih memungkinkan terjadinya efek simultanitas antara dividen dan struktur modal dari kelima variabel tersebut dibandingkan dengan kelompok perusahaan pada panel pertama. Hasil F-hitung yang signifikan pada taraf 1 % juga menunjukkan bahwa keempat variabel tersebut memiliki efek signifikan secara simultan terhadap POR dan EQR. Kondisi tersebut membuat H2 untuk panel kedua didukung.

Variabel *insider holding* (INSH) memiliki arah hubungan positif signifikan dan negatif signifikan terhadap POR dan EQR. Arah hubungan positif INSH dengan POR tidak sesuai dengan studi Noronha, et al. (1996) dan arah hubungan negatif INSH dengan EQR juga tidak sesuai dengan studi Friend and Lang (1988). Karena arah hubungan yang terbalik dari hipotesis yang dibangun maka untuk panel kedua, H2a juga ditolak.

Pada pengujian variabel *natural log of number of shareholders* (LNSH) ternyata memberikan hasil negatif signifikan terhadap POR dan EQR. Arah hubungan negatif dari variabel LNSH terhadap POR tidak sesuai dengan studi Noronha, et al. (1996) namun tidak demikian dengan studi Dermawan (1997), sementara arah hubungan

negatif LNSH dengan EQR konsisten dengan pendapat Brigham and Gapensky (19993). Dengan demikian efek berkebalikan yang diharapkan dari *natural log of number of shareholders* tidak terjadi. Oleh karena itu **H2b** ditolak.

Untuk variabel volatilitas pendapatan, arah hubungannya adalah positif non signifikan dan positif signifikan terhadap POR dan EQR. Arah hubungan positif dari SIGMA terhadap POR tidak sesuai dengan studi Crutchley and Hansen (1989), sementara arah hubungan positif signifikan dari SIGMA terhadap EQR justru sesuai dengan studi Noronha, et al. (1996). Karena hanya ada satu hubungan yang konsisten dengan hipotesis yakni dari variabel SIGMA terhadap EQR, maka untuk variabel inipun juga tidak ada efek berkebalikannya terhadap POR dan EQR. Dengan demikian **H2c** tidak diterima.

Pada pengujian variabel NDTs ternyata memberikan hasil positif signifikan dan negatif signifikan terhadap POR dan EQR. Hasil keduanya sesuai dengan studi Chang and Rhee (1990) dan Noronha, et al. (1996). Hasil tersebut menunjukkan adanya efek berkebalikan dari NDTs terhadap POR dan EQR. Karenanya untuk panel kedua **H2d** didukung.

#### **IV. 4. Diskusi Hasil Pengujian Hipotesis Kedua**

Dari hasil analisis terhadap hipotesis kedua maka dapat dikatakan bahwa semua variabel yang merupakan cerminan biaya keagenan modal dan hutang dapat dipakai sebagai instrumen penentu kebijakan dividen dan struktur modal untuk meminimumkan

total biaya keagenan. Hal tersebut didasari dari hasil F-hitung pada panel satu (signifikan pada taraf 1 % dan 10 %) dan panel kedua (signifikan pada taraf 1 %).

Namun secara individu, baik untuk panel pertama dan kedua tidak semua variabel benar-benar dominan perannya sebagai instrumen pendukung kebijakan dividen dan struktur modal untuk meminimumkan biaya keagenan. Untuk panel pertama, variabel yang paling dominan adalah volatilitas pendapatan (SIGMA). Sementara untuk panel kedua, variabel yang paling dominan adalah depresiasi (NDTS).

Pada panel pertama, dengan kelompok perusahaan yang sebagian besar memiliki tingkat pertumbuhan tinggi dan ada *blockholder* maka instrumen volatilitas pendapatan sebagai penentu simultanitas kebijakan dividen dan struktur modal adalah tepat. Argumentasinya adalah volatilitas pendapatan memiliki nilai yang tinggi (di atas rata-rata sampel) pada karakter kelompok panel pertama. Tingginya nilai tersebut diakibatkan karena pada karakter kelompok panel pertama, perusahaan cenderung lebih banyak melakukan emisi ekuitas baru sehingga akan mendorong makin membesarnya deviasi standar *return* saham sebagai efek penambahan beban emisi pada *return* saham tersebut. Kalau deviasi standar *return* saham ini meningkat maka berarti volatilitas pendapatan juga akan meningkat.

Pada panel kedua, dengan kelompok perusahaan yang sebagian besar memiliki tingkat pertumbuhan rendah (di bawah rata-rata sampel) dan tidak ada *blockholder*, maka instrumen penentu simultanitas kebijakan dividen dan struktur modal yang paling dominan adalah depresiasi (NDTS). Secara teori, hal ini tepat, karena pada kelompok panel kedua, nilai depresiasi adalah tinggi. Tingginya nilai depresiasi ini

diakibatkan oleh ketergantungan yang lebih besar dari pihak manajemen perusahaan terhadap pasokan dana internal. Seperti diketahui bahwa depresiasi merupakan *non cash expenses* dan karenanya dapat dipakai sebagai sumber dana.



## V. KESIMPULAN, KETERBATASAN DAN KEMUNGKINAN PENGEMBANGAN

### V.1. Kesimpulan

Hasil pengujian hipotesis pertama menunjukkan bahwa simultanitas dividen dan struktur modal untuk meminimumkan biaya keagenan tidak terjadi pada semua karakter kelompok perusahaan. Hanya pada perusahaan dengan tingkat pertumbuhan rendah dan tidak ada pemegang saham maka simultanitas akan terjadi. Sebab pada karakter tersebut nilai *dividend payout ratio* adalah tinggi dan nilai *equity ratio* adalah rendah. Kedua kebijakan yang memiliki hubungan berkebalikan inilah yang akan membentuk nilai *dividend payout ratio* dan *equity ratio* yang optimal pada sub sampel tersebut.

Walaupun ada simultanitas dividen dan struktur modal, namun variabel biaya keagenan modal tidak relevan sementara variabel biaya keagenan hutang relevan. Penyebab tidak relevannya variabel biaya keagenan modal adalah struktur kepemilikan perusahaan yang masih didominasi oleh manajemen yang keluarga yang tidak menyukai pembayaran dividen tinggi. Untuk mengatasi masalah keagenan, maka perusahaan di Indonesia lebih menitikberatkan pada penambahan hutang dan baru setelah upaya ini dilakukan perusahaan akan mengambil alternatif pembayaran dividen.

Hasil pengujian hipotesis kedua menunjukkan bahwa untuk dua kelompok perusahaan yang berbeda pun, semua instrumen penentu simultanitas kebijakan dividen dan struktur modal dapat dipakai secara serentak. Namun yang membedakan adalah untuk kelompok perusahaan yang berbeda maka instrumen yang paling dominan untuk menentukan simultanitas kebijakan dividen dan struktur modal juga berbeda. Kelompok

*non low growth* dan *no blockholder* lebih mengutamakan pada variabel kebangkrutan perusahaan. Sementara kelompok *low growth* dan *no blockholder* lebih mengutamakan pada variabel *non debt tax shield* yakni beban depresiasi. Hasil ini mengisyaratkan bahwa untuk kelompok pertama alternatif mengurangi masalah keagenan dapat diatasi dengan mengurangi pendanaan hutang sementara untuk kelompok kedua alternatif untuk mengurangi masalah keagenan dapat diatasi dengan menambah hutang melalui pembebanan lebih besar pada depresiasi.

## V.2. Keterbatasan

Ada beberapa keterbatasan dari penelitian ini yakni sebagai berikut.

1. Penelitian ini tidak membahas keseluruhan sektor industri di Indonesia. Masalahnya adalah keberagaman sektor industri yang nanti akan sangat berpengaruh terhadap hasil analisis terutama berkaitan dengan rerangka sampel yang disusun.
2. Penelitian ini tidak memasukkan unsur kompensasi sebagai elemen yang penting juga dalam kebijakan pengawasan dalam konteks keagenan. Problem yang dihadapi adalah kesulitan pencarian data kompensasi yang cenderung tidak transparan di Indonesia. Dan lagi data mengenai kompensasi ini tidak tersedia dalam publikasi berkala Bursa Efek Jakarta.
3. Jumlah sampel yang didapat dari penelitian ini tidak sebanyak dari penelitian terdahulu. Hal ini disebabkan karena dengan kriteria pemilihan sampel pembayaran dividen yang rutin selama 5 tahun berturut-turut, jumlah sampel yang diperoleh memang sedikit. Untuk mendapatkan hasil yang paling tidak setara dengan

penelitian terdahulu maka jumlah sampel perusahaan yang ada kemudian di-*pooling* dengan cara mengalikan jumlah sampel perusahaan yang diperoleh dengan jumlah periode pengamatan. Dengan demikian diperoleh jumlah sampel perusahaan-tahun yang dipandang cukup memadai.

4. Periode pengukuran untuk variabel SIGMA ini tidak sesuai dengan periode kelima variabel yang lain seperti INSH, LNSH, NDTs dan ADRD oleh karena ketersediaan sumber data *Jakarta Stock Exchange Monthly* baru ada mulai periode Juli 1992. Untuk variabel NDTs tidak memasukkan unsur kredit pajak investasi oleh karena tidak ada data yang tersedia dalam berbagai publikasi BEJ.

### V.3. Kemungkinan Pengembangan

Yang menjadi kemungkinan dari pengembangan dari penelitian ini selanjutnya adalah sebagai berikut.

1. Peningkatan jumlah sampel penelitian dengan cara memperluas area penelitian yang tidak hanya sektor manufaktur saja tetapi juga pada sektor yang lain misalnya jasa. Jadi nantinya akan ditemukan hasil yang kiranya akan menyamakan atau membedakan antara simultanitas kebijakan dividen dan struktur modal untuk perusahaan manufaktur dan jasa. Pengujian ini diharapkan akan dapat melihat konsistensi studi Noronha, et al. (1996) yang memakai lebih dari satu sektor industri.
2. Perluasan periode penelitian dengan mengamati efek simultanitas kebijakan dividen dan struktur modal sebelum dan sesudah krisis moneter. Harapan yang ingin dicapai

adalah adanya hasil studi yang unik dari studi tentang simultanitas kebijakan dividen dan struktur modal dalam konteks masalah keagenan di Indonesia yang membedakannya dengan negara lain.

## DAFTAR PUSTAKA

- Barclay, M. and C. Holderness, "Negotiated Block Trades and Corporate Control," *Journal of Finance* (July 1991), pp. 861 - 878.
- Bradley, M., G. Jarrell and E. H. Kim, "On the Existence of an Optimal Capital Structure: Theory and Evidence," *Journal of Finance* (July 1984), pp. 857 - 880.
- Brigham, E. and W. L. Gapensky, *Intermediate Financial Management*, Forth Worth, Dryden Press (1996).
- Cooper, R. D. and C. W. Emory, *Business Research Methods*, Burr Ridge, Richard D. Irwin, (1995), pp. 228-229.
- Chang, R. P. and S. G. Rhee, "The Impact of Personal Taxes on Corporate Dividends Policy and Capital Structure Decisions," *Financial Management* (Summer 1990), 21 - 31.
- Crutchley, C. and R. Hansen, "A Test of the Agency Theory of Managerial Ownership, Corporate Leverage and Corporate Dividends," *Financial Management* (Winter 1989), pp. 36 - 46.
- Dempsey, S. J. and G. Laber, "Effect of Agency and Transaction Cost on Dividend Payout Ratios, Further Evidence of the Agency Transaction Cost Hypothesis," *The Journal of Financial Research* (Winter 1992), pp. 317 - 321.
- Dermawan, E. S., "Faktor-Faktor Penentu Kebijakan Pembayaran Dividen pada Perusahaan yang *Go Public* di BEJ." Unpublished M.Si Thesis. Gadjah Mada University.
- Easterbrook, F., "Two Agency Cost Explanations of Dividends," *American Economic Review* (September 1984), pp. 650 - 659.
- Friend, I. and L. H. P. Lang, "An Empirical Test on the Impact of Management Self-Interest on Corporate Capital Structure," *Journal Of Finance* (June 1988), pp. 271 - 281.
- Hansen, R., R. Kumar and D. K. Shome, "Dividend Policy and Corporate Monitoring: Evidence From the Regulated Electric Utility Industry," *Financial Management* (Spring 1994), pp. 16 - 22.



- Hartono, J., "The Agency Cost Explanations for Dividend Payments: Empirical Evidence," Gadjah Mada University Working Paper (1998), pp. 1- 34.
- , "An Agency Cost Explanation for Dividend Payment," Gadjah Mada University Working Paper (1998), pp. 1- 40.
- Jensen, M. C. and W. H. Meckling, "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure," *Journal of Financial Economics* (October 1976), pp. 305 – 360.
- Koutsoyiannis, A., *Theory of Econometrics*, New York, Mac Millan Publishing Co (1985).
- Nayar, N. and T. Roberston, "Agency Cost, Systematic Risk and Organizational Form," 16 th. Annual PACAP Conference Working Paper (July 1994), pp. 1 – 14.
- Noronha, G. M., D. K. Shome and G. E. Morgan, "The Monitoring Rationale for Dividends and the Interactions of Capital Structure and Dividends Decision," *Journal of Banking and Finance* (April 1996), pp. 439 – 454.
- Ramli, I., "Analisis Beberapa Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Dividen Perusahaan Manufaktur di BEJ," Unpublished M.Si Thesis, Gadjah Mada University (1994).
- Rozeff, M., "Growth, Beta and Agency Cost as Determinant of Dividends Payout Ratio," *Journal of Financial Research* (Fall 1982), pp. 249 – 259.
- Slovin, B. M., and E. M. Suskha, "Ownership Concentration, Corporate Control Activity and Firm Value: Evidence from the Identify of Inside Blockholder." *Journal of Finance* (September 1993), pp. 1293 – 1321.

# LAMPIRAN

Statistik Deskriptif

Variabel	Kelompok1				Kelompok2				T-hitung#
	Rata2	Std.Dev	Minimum	Maximum	Rata2	Std.Dev	Minimum	Maximum	
POR	0.4381	0.1861	0.0057	0.9609	0.3967	0.1847	0.0091	0.9594	-1.6761 **
EQR	0.5244	0.1655	0.1695	0.9198	0.5578	0.1913	0.1676	0.9758	1.3765 *
LNSH	1.5525	0.4993	0.6931	2.7726	1.3938	0.5232	0.6931	2.9957	-2.3130 **
INSH	0.5086	0.2598	0.0526	0.9326	0.6305	0.1698	0.1120	0.9326	4.3667 ***
JSH	5.3913	3.1166	2.0000	16.0000	4.7143	3.2855	2.0000	20.0000	-1.5742 *
OSH1	0.2210	0.2078	0.0000	0.6117	0.0403	0.0798	0.0000	0.3140	-9.4450 ***
OSH2	0.4914	0.2597	0.0674	0.9474	0.3696	0.1698	0.0674	0.8880	-4.3647 ***
SIGMA	0.0351	0.0233	0.0058	0.1030	0.0459	0.0457	0.0048	0.3547	2.0934 **
NDTS	0.3562	0.3337	0.0435	2.3300	0.5812	0.4657	0.0568	2.1205	4.0155 ***

Catatan:

# *Two-tail test*

\*: signifikan pada taraf 10%

\*\* :signifikan pada taraf 5%

\*\*\*:signifikan pada taraf 1%

Kelompok 1: 92 perusahaan dengan karakter *non low growth and no blockholder (high growth & blockholder, low growth & blockholder, high growth & noblockholder)*

Kelompok 2: 147 perusahaan dengan karakter *low growth and no blockholder*

Definisi Variabel:

POR: rasio pembayaran dividen

EQR: rasio modal sendiri dibagi total aktiva

LNSH: logaritma natural dari jumlah pemegang saham

JSH: jumlah pemegang saham

INSH: prosentase kepemilikan pihak internal (direktur, komisaris dan induk perusahaan)

OSH1: prosentase kepemilikan eksternal (individu luar dan perusahaan luar)

OSH2: prosentase kepemilikan eksternal (individu luar, perusahaan luar, lain-lain dan publik)

SIGMA: deviasi standar dari hasil bagi EBIT bulanan dengan total aktiva bulanan

NDTS: hasil bagi depresiasi tahunan dengan EBIT tahunan.



## **SURAT IJIN PENELITIAN**

**No: 81/Ak-Sp/MSi/UGM/VII/99**

Surat Ijin Penelitian ini diberikan kepada:

**Nama:** Ignatius Roni Setyawan  
**NIM:** 10335/IV-3/743/98  
**Program Studi:** Manajemen

untuk melakukan penelitian tesis yang berjudul:

*"Simultanitas Keputusan Deviden dan Struktur Modal"*

sebagai kelengkapan wajib memperoleh gelar sarjana Magister Sains UGM.

Surat Ijin Penelitian ini digunakan untuk keperluan mengumpulkan data penelitian.

Dosen Pembimbing

Dr. Jogiyanto H.M., MBA  
NIP.131598149

Yogyakarta, 7 Juli 1999  
Koordinator Program  
  
Dr. Harsono, MSc  
NIP. 130154793