

THE ANALYSIS OF THE EFFECT OF DEBT POLICY, DIVIDEND POLICY, INSTITUTIONAL INVESTOR, BUSINESS RISK, FIRM SIZE AND EARNING VOLATILITY TO MANAGERIAL OWNERSHIP BASED ON AGENCY THEORY PERSPECTIVE

DEASY NATHALIA VIDYANTIE

RATIH HANDAYANI

STIE Trisakti

The purpose of this study is to investigate whether debt policy, dividend policy, institutional ownership, business risk, firm size, and earning volatility have significant influence to managerial ownership. This study uses an agency theory perspective as a based to do the research.

Data were taken from all companies listed on Jakarta Stock Exchange over the three years period 2000-2002 using purposive sampling method. Only 23 companies meet the criteria and taken as samples for this study. SPSS 11.5 program is used in order to find out the significant influence from all independent variables above to managerial ownership as a dependent variable.

Result of this research shows that only firm size has significant influence to managerial ownership, while other variables do not have significant influence to managerial ownership. But all independent variables together have significant influence to managerial ownership simultaneously.

Keywords : Managerial Ownership, Debt Policy, Dividend Policy, Institutional Ownership, Business Risk, Firm Size, Earning Volatility, Agency Theory

PENDAHULUAN

Pihak manajemen atau manajer perusahaan sering mempunyai tujuan lain yang bertentangan dengan pemegang saham sehingga timbul konflik kepentingan. Konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham dapat diminimalkan dengan suatu mekanisme yang dapat mensejajarkan kepentingan-kepentingan yang terkait tersebut, yang kemudian akan menimbulkan *agency cost*. Penyebab konflik antara manajer dengan pemegang saham diantaranya

adalah pembuatan keputusan yang berkaitan dengan aktivitas pencarian dana (*financing decision*) dan pembuatan keputusan yang berkaitan dengan bagaimana dana yang diperoleh tersebut diinvestasikan.

Struktur kepemilikan digunakan untuk menunjukkan bahwa variabel-variabel yang penting di dalam struktur modal tidak hanya ditentukan oleh jumlah hutang dan ekuitas tetapi juga oleh persentase kepemilikan oleh *manager* dan *institusional* (Jensen dan Meckling, 1976). Teori keagenan menjelaskan beberapa mekanisme untuk mengontrol *equity agency conflict*, antara lain dengan meningkatkan *insider ownership*, *debt policy*, dan *dividend policy*, serta dengan meningkatkan *institutional ownership*, *managerial labor market* dan *the market for corporate control*.

Permasalahan dalam penelitian ini yaitu apakah kebijakan hutang, kebijakan dividen, kepemilikan institusional, risiko bisnis, ukuran perusahaan, dan volatilitas pendapatan berpengaruh signifikan terhadap kepemilikan manajerial.

Tujuan yang ingin dicapai peneliti yaitu untuk menguji dan menganalisis apakah kebijakan hutang, kebijakan dividen, kepemilikan institusional, risiko bisnis, ukuran perusahaan, dan volatilitas pendapatan berpengaruh signifikan terhadap kepemilikan manajerial ditinjau dari perspektif *agency theory*.

Motivasi dari penelitian ini adalah pertama, berangkat dari isu yang muncul dari adanya konflik yang muncul diantara principal dan agen, kedua, yaitu ingin mengetahui apakah hasil penelitian ini juga memberikan hasil yang konsisten jika diterapkan di pasar modal berkembang (*emerging market*).

LANDASAN TEORITIS DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Agency Theory

Agency theory memiliki asumsi bahwa masing-masing individu semata-mata termotivasi oleh kepentingan dirinya sendiri sehingga menimbulkan konflik antara prinsipal dan agen. Dalam teori keagenan, prinsipal adalah pemegang saham dan agen adalah manajemen yang mengelola perusahaan. Salah satu hipotesis teori agensi menyatakan bahwa manajemen berupaya untuk memaksimalkan kesejahteraannya sendiri dengan meminimumkan kos-kos keagenan yang timbul dari pemantauan dan penyelenggaraan kontrak. Ketika manajemen berupaya untuk meningkatkan kompensasinya, manajemen harus melakukannya dalam rangka meningkatkan *income* bersih,

Manajer yang diangkat oleh pemegang saham harus bertindak untuk kepentingan pemegang saham, tetapi ternyata sering ada konflik antara manajemen dan pemegang saham. Hal ini disebabkan karena manajemen perusahaan cenderung ingin memperoleh keuntungan yang sebesar-besarnya dari biaya pihak lain atau disebut juga dengan *bounded rationality*, selain itu manajer juga cenderung tidak menyukai risiko (*risk averse*).

Penyebab lain timbulnya konflik keagenan adalah keputusan pendanaan, bahwa para pemegang saham hanya peduli terhadap risiko sistematis dari saham

perusahaan, karena mereka melakukan investasi pada portofolio yang terdiversifikasi dengan baik. Namun manajer sebaliknya lebih peduli pada risiko perusahaan secara keseluruhan (Wahidahwati, 2002).

Kebijakan Hutang dan Kepemilikan Manajerial

Menurut Ismiyanti dan Hanafi (2003), penggunaan modal hutang mengurangi kebutuhan ekuitas eksternal dan meningkatkan proporsi kepemilikan manajerial, sehingga pengaruh hutang terhadap kepemilikan manajerial adalah positif. Hasil penelitian ini konsisten dengan hasil penelitian Wahidahwati (2002)

Kontroversi dengan penemuan tersebut adalah menurut Friend dan Lang (1988) dalam penelitian Ismiyanti dan Hanafi (2003), penggunaan hutang yang berlebihan akan meningkatkan *bankruptcy cost* dan *nondiversifiable risk* sehingga mengurangi minat manajer untuk menambah kepemilikan, dengan demikian kebijakan hutang berhubungan negatif dengan kepemilikan manajerial. Hasil penelitian ini konsisten dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Chen dan Steiner (1999) dan hasil penelitian yang dilakukan oleh Tandelilin dan Turyasingura (2002). Berdasarkan uraian di atas, hipotesa alternative yang akan diuji adalah sebagai berikut :

H₁: Kebijakan hutang berpengaruh signifikan terhadap kepemilikan manajerial.

Kebijakan Dividen dan Kepemilikan Manajerial

Kebijakan dividen dapat diartikan secara umum sebagai pembayaran laba perusahaan untuk pemegang sahamnya. Hubungan antara dividen dengan kepemilikan manajerial juga dapat dijelaskan melalui hipotesis aliran kas bebas (Jensen, 1986 pada penelitian Ismiyanti dan Hanafi, 2003). Melalui hipotesis ini kebijakan dividen digunakan untuk mempengaruhi kepemilikan manajerial sehingga mengurangi biaya keagenan yang berkaitan dengan *free cash flow*. Perusahaan yang membagikan dividen dalam jumlah besar maka untuk membiayai investasinya diperlukan tambahan dana melalui hutang. Apabila sebagian pemegang saham menyukai dividen tinggi maka menimbulkan perbedaan kepentingan sehingga diperlukan peningkatan dividen.

Mahadwartha (2003) menyimpulkan bahwa kebijakan dividen berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kepemilikan manajerial. Hasil penelitian ini konsisten dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Chen dan Steiner (1999) yang menyimpulkan bahwa kebijakan dividen berhubungan negatif dan signifikan dengan kepemilikan manajerial. Sementara Ismiyanti dan Hanafi (2003) menyimpulkan bahwa *Dividend Payout Ratio* menunjukkan hubungan negatif, tetapi tidak signifikan terhadap kepemilikan manajerial. Berlawanan dengan hasil penelitian mereka adalah hasil penelitian yang dilakukan oleh Tandelilin dan Turyasingura (2002), dimana mereka menyimpulkan bahwa variabel kebijakan dividen mempunyai koefisien positif dan signifikan terhadap variabel *insider ownership* sedangkan Wahidahwati (2002) menyimpulkan bahwa

variabel kebijakan dividen mempunyai koefisien positif dan signifikan terhadap variabel *insider ownership*. Berdasarkan uraian di atas, hipotesa alternative yang akan diuji adalah sebagai berikut :

H₂: Kebijakan dividen berpengaruh signifikan terhadap kepemilikan manajerial.

Kepemilikan Institusional dan Kepemilikan Manajerial

Kebijakan hutang menyebabkan perusahaan dimonitor oleh pihak *debt holder*, karena monitoring dalam perusahaan yang ketat menyebabkan manajer akan bertindak sesuai dengan kepentingan dari *debt holder* maupun *share holder*. Hal ini mendorong masuknya kepemilikan institusional yang lebih mementingkan adanya stabilitas pendapatan yang disebabkan karena berkurangnya konflik keagenan dalam perusahaan (Crutchley, Jensen, Jahera, dan Raymond, 1999 pada penelitian Ismiyanti dan Hanafi, 2003). Dari sudut pandang perusahaan, kepemilikan institusional mampu mengurangi konflik keagenan. Namun dari sudut pandang investor institusional mungkin akan lebih tertarik untuk memiliki saham pada perusahaan dengan mekanisme kontrol yang ketat dan menghasilkan dividen yang tinggi.

Ismiyanti dan Hanafi (2003) menyimpulkan bahwa variabel kepemilikan institusional memiliki hubungan negatif dan signifikan terhadap variabel kepemilikan manajerial. Hasil penelitian ini konsisten dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Bathala *et.al.* (1994), yang menyimpulkan bahwa variabel kepemilikan institusional berhubungan negatif dan tidak signifikan dengan variabel kepemilikan manajerial. Sementara hasil penelitian dari Tandelilin dan Turyasingura (2002) menyimpulkan bahwa variabel *institutional ownership* mempunyai hubungan negative. Hasil penelitian ini sama dengan hasil penelitian Wahidahwati (2002). Selain itu Chen dan Steiner (1999), menyatakan bahwa salah satu mekanisme pemantauan yang digunakan untuk mengurangi konflik keagenan adalah dengan cara meningkatkan kepemilikan institusional. Berdasarkan uraian di atas, hipotesa alternative yang akan diuji adalah sebagai berikut :

H₃: Kepemilikan institusional berpengaruh signifikan terhadap kepemilikan manajerial.

Risiko Bisnis dan Kepemilikan Manajerial

Tandelilin dan Turyasingura (2002) mengemukakan bahwa variabel *business risk* mempunyai hubungan negatif dan signifikan dengan variabel *insider ownership*. Hasil ini berarti bahwa pada saat *business risk* mengalami peningkatan, maka pihak *insider* akan menjadi enggan untuk memiliki *controlling shares* dari perusahaan tersebut. Sementara Ismiyanti dan Hanafi (2003) menyimpulkan bahwa tingkat risiko menunjukkan hubungan negatif tetapi tidak signifikan terhadap kepemilikan manajerial. Bagi manajer yang *risk averse*, manajer mengurangi keterlibatan dalam kepemilikan saham dan mengurangi *supply* kepemilikan manajerial pada tingkat risiko tinggi. Hasil penelitian tersebut konsisten dengan

hasil penelitian Chen, Steiner, dan Whyte (1998) dalam penelitian Wahidahwati (2002).

Penelitian ini menyimpulkan bahwa pada tingkat risiko tinggi, manajer berperilaku *risk averse* sehingga mengurangi keterlibatan dalam kepemilikan saham. Wahidahwati (2002) menyimpulkan bahwa risiko mempunyai estimasi parameter yang negatif dan signifikan pada level 0,01.

Sementara hasil penelitian Chen dan Steiner (1999) bertentangan dengan hasil penelitian di atas. Mereka menyimpulkan bahwa risiko mempunyai hubungan positif dan signifikan dengan kepemilikan manajerial, hal ini karena peningkatan risiko akan menyebabkan meningkatnya kepemilikan manajerial untuk mengurangi konflik yang terjadi antara pemegang saham dengan manajer. Berdasarkan uraian di atas, hipotesa alternative yang akan diuji adalah sebagai berikut :

H₄: Risiko bisnis berpengaruh signifikan terhadap kepemilikan manajerial.

Ukuran Perusahaan dan Kepemilikan Manajerial

Bathala *et.al.*(1994) menyatakan dalam penelitian terdahulu kepemilikan manajerial lebih banyak ditemukan pada perusahaan-perusahaan kecil dibandingkan perusahaan-perusahaan besar. Mahadwartha (2003) menyimpulkan bahwa *size* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *managerial ownership*. Level ukuran perusahaan yang rendah akan meningkatkan kemungkinan perusahaan mengikutsertakan kepemilikan manajerial, karena pihak manajemen hanya membutuhkan satu bagian kecil dari kemakmuran mereka untuk mendapatkan bagian yang signifikan dari saham perusahaan.

Tandelilin dan Turyasingura (2002) menyimpulkan bahwa *size* mempunyai hubungan yang negatif tetapi tidak signifikan dengan *insider ownership*. Hasil penelitian tersebut konsisten dengan hasil penelitian Chen dan Steiner (1999) yang berpendapat bahwa batasan-batasan finansial akan mencegah manajer untuk meningkatkan persentase kepemilikan ekuitas pada saat terjadi peningkatan total ekuitas perusahaan, perusahaan lebih memilih untuk menjual sahamnya kepada pihak eksternal seperti pihak institusional atau publik. Berdasarkan uraian di atas, hipotesa alternative yang akan diuji adalah sebagai berikut :

H₅: Ukuran perusahaan berpengaruh signifikan terhadap kepemilikan manajerial

Volatilitas Pendapatan dan Kepemilikan Manajerial

Menurut penelitian Jensen *et.al.* (1992) pada penelitian Mahadwartha (2002), diungkapkan bahwa keputusan manajer untuk memiliki kepemilikan manajerial dilakukan melalui beberapa pertimbangan seperti tingkat *diverse* dan *earning volatility*. Perusahaan yang memiliki volatilitas pendapatan yang rendah akan menyebabkan manajer memiliki insentif untuk mengikuti *managerial ownership program*. Sementara Crutchley dan Hansen (1989) pada penelitian Wahidahwati (2002) menyimpulkan bahwa *earning volatility* memiliki hubungan

negatif dan signifikan dengan *managerial ownership*. Berdasarkan uraian di atas, hipotesa alternative yang akan diuji adalah sebagai berikut :

H₆: Volatilitas pendapatan berpengaruh signifikan terhadap kepemilikan manajerial.

METODOLOGI PENELITIAN

Populasi dan Sampel Penelitian

Populasi dalam penelitian adalah seluruh perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta. Sampel penelitian adalah seluruh perusahaan manufaktur dan non manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta. Metode pengambilan sampel mempergunakan *purposive sampling method* dengan kriteria-kriteria yang sebagai berikut :

1. Perusahaan yang terdaftar di BEJ sebelum tahun 2000.
2. Perusahaan yang mempublikasikan laporan keuangannya dengan lengkap.
3. Perusahaan tersebut memiliki akhir tahun fiscal 31 Desember.
4. Perusahaan yang memiliki kepemilikan manajerial secara konsisten dari tahun 2000 sampai dengan tahun 2002.
5. Perusahaan yang mengumumkan kebijakan dividen minimal satu kali dalam tiga tahun (2000 sampai dengan 2002).
6. Perusahaan yang memiliki hutang jangka panjang dan kepemilikan institusional secara konsisten dari tahun 2000 sampai dengan tahun 2002.

Prosedur pemilihan sampel dapat dilihat pada Tabel 1 berikut ini :

TABEL 1
Prosedur Pemilihan Sampel

Klasifikasi	Jumlah Perusahaan
Perusahaan yang terdaftar di BEJ sebelum tahun 2000	239
Perusahaan yang mempublikasikan laporan keuangannya dengan lengkap	239
Perusahaan yang mempunyai akhir tahun fiscal 31 Desember	239
Perusahaan yang memiliki kepemilikan manajerial secara konsisten dari tahun 2000 sampai dengan tahun 2002	46
Perusahaan yang mengumumkan kebijakan dividen minimal satu kali dalam tiga tahun (2000 sampai dengan 2002)	29
Perusahaan yang dijadikan sampel	23

Operasional Variabel dan Pengukurannya

1. **Variabel dependen** dalam penelitian ini adalah Kepemilikan Manajerial (MOWN). Kepemilikan manajerial adalah besarnya kepemilikan saham yang dimiliki oleh pemegang saham dari pihak manajemen yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan perusahaan (direktur dan komisaris).

2. Variabel Independen

a. Kebijakan Hutang (DEBT)

Kebijakan hutang menggambarkan total hutang jangka panjang yang dimiliki oleh perusahaan untuk membiayai kegiatan operasionalnya. Kebijakan hutang merupakan variabel independen yang dihitung dengan membagi jumlah hutang jangka panjang dengan total aktiva. Kebijakan hutang dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$\text{Debt}_{it} = \frac{\text{TD}_{it}}{\text{Total Asset}_{it}}$$

Keterangan :

TD_{it} = jumlah total hutang jangka panjang perusahaan i pada periode t

Total Asset_{it} = total aset yang dimiliki perusahaan i pada periode t

b. Kebijakan Dividen (DPR)

Kebijakan dividen menggambarkan jumlah dividen yang dibagikan kepada para pemegang saham. DPR dihitung sebagai rasio pembayaran dividen terhadap laba sesudah pajak. DPR dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$\text{DPR} = \frac{\text{Dividen Kas}}{\text{Net Income}}$$

c. Kepemilikan Institusional (INST)

Kepemilikan institusional merupakan proporsi saham yang dimiliki pihak institusional pada akhir tahun yang diukur dalam persentase. Kepemilikan Institusional dapat dihitung dengan membagi total dari jumlah saham institusi dan *blockholder* dengan total keseluruhan saham. Variabel ini diukur dengan mempergunakan skala rasio.

$$\text{INST} = \frac{\text{SI} + \text{SB}}{\text{TKS}}$$

Keterangan :

INST = *institutional ownership*

SI = jumlah saham institusi

SB = jumlah saham *blockholder*

TKS = total keseluruhan saham

d. Risiko Bisnis (*Business Risk*)

Risiko bisnis merupakan indikator ketidakstabilan harga saham dan *return* yang diterima oleh pemegang saham. Risiko bisnis dihitung sebagai standar deviasi *return* saham secara bulanan selama satu tahun. Variabel ini diukur dengan menggunakan skala rasio. Risiko bisnis dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$Risk_{it} = STD Return_{it}$$

$$Return = \frac{P_{i,t} - P_{i,t-1}}{P_{i,t-1}}$$

Keterangan :

$P_{i,t}$ = *Closing price* bulanan perusahaan i pada periode t

$P_{i,t-1}$ = *Closing price* bulanan sebelumnya perusahaan i pada periode t-1

STD = Standar deviasi *return* saham bulanan

e. Ukuran Perusahaan (*Firm Size*)

Ukuran perusahaan menggambarkan kekayaan perusahaan. Ukuran perusahaan dapat dihitung dengan menggunakan log natural dari *total asset* perusahaan.

f. Volatilitas Pendapatan (*ERNVOLT*)

Volatilitas pendapatan menggambarkan tingkat risiko bisnis dan tingkat kebangkrutan perusahaan. Volatilitas pendapatan dihitung dengan menggunakan rasio *operating income* terhadap *total asset*. Volatilitas pendapatan dapat dihitung dengan menggunakan rumus di bawah ini yaitu:

$$ERNVOLT = \frac{Operating\ Income}{Total\ Asset}$$

Keterangan :

ERNVOLT = *Earning Volatility*

Penelitian ini menggunakan model empiris untuk menguji hipotesis yang diilustrasikan sebagai berikut :

$$Y = \alpha_0 + \alpha_1x_1 + \alpha_2x_2 + \alpha_3x_3 + \alpha_4x_4 + \alpha_5x_5 + \alpha_6x_6 + \varepsilon$$

Keterangan :

Y = kepemilikan manajerial

x_3 = kepemilikan institusional

α_0 = *intercept*

x_4 = risiko bisnis

$\alpha_1-\alpha_6$ = konstanta

x_5 = ukuran perusahaan

x_1 = kebijakan hutang

x_6 = *earning volatility*

x_2 = kebijakan dividen

ε = *error term*

ANALISIS DATA DAN PEMBAHASAN

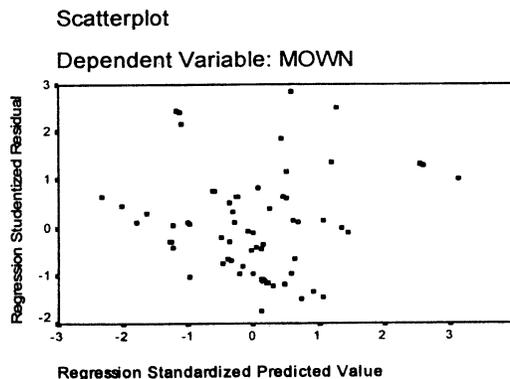
Sebelum dilakukan pengujian hipotesis, dilakukan uji asumsi klasik. Pengujian ini terdiri dari uji asumsi klasik multikolinearitas, heteroskedastisitas, autokorelasi dan normalitas. Analisa data dilakukan dengan menggunakan regresi berganda. Normalitas data diuji dengan menggunakan statistik nonparametrik yaitu uji One Sample Kolmogorov Smirnov dan melihat nilai residulnya. Peneliti berusaha menormalkan data tetapi hasil pengujian tetap menunjukkan sebaran data yang tidak mengikuti pola distribusi normal. Hal ini kemungkinan disebabkan oleh pengambilan sampel yang tidak random atau data pasar modal yang tidak normal. Pengujian terhadap model dilakukan dengan menggunakan asumsi *central limit theorem* yang mengatakan selama ukuran sampel yang diambil relative besar maka distribusi penyampelan dari rata-rata sampel akan mendekati normal (Neter and Wasserman, 1993; Dielman, 1991).

Hasil uji multikolinearitas dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi multikolinearitas diantara variabel-variabel independen pada persamaan regresi. Hasil uji autokorelasi menunjukkan tidak terjadi autokorelasi pada model regresi yang diuji dan hasil uji heteroskedastisitas menunjukkan tidak adanya masalah tersebut. Hasil pengujian tersebut dapat dilihat pada Tabel 2 dan Gambar 1 berikut ini :

TABEL 2
Hasil Uji Multikolinearitas

Variabel	Tolerance	VIF	Kesimpulan
Kebijakan hutang	0,654	1,529	Tidak terjadi multikolinearitas
Kebijakan dividen	0,951	1,052	Tidak terjadi multikolinearitas
Kepemilikan institusional	0,729	1,372	Tidak terjadi multikolinearitas
Risiko bisnis	0,828	1,207	Tidak terjadi multikolinearitas
Ukuran perusahaan	0,667	1,498	Tidak terjadi multikolinearitas
Volatilitas pendapatan	0,606	1,651	Tidak terjadi multikolinearitas

GAMBAR 1
Hasil Uji Heteroskedastisitas



Pengujian Hipotesis

Uji *Adjusted R-Square* dan *F Test*

TABEL 3
Tabel Hasil Uji Hipotesis

Adjusted R Square	F	Sig
0,206	3,948	0,002

Tabel 3 menunjukkan nilai *Adjusted R Square* sebesar 0,206 dapat disimpulkan bahwa variabel kebijakan hutang, variabel kebijakan dividen, variabel kepemilikan institusional, variabel risiko bisnis, variabel ukuran perusahaan, dan variabel volatilitas pendapatan dapat menjelaskan variabilitas dalam variabel kepemilikan manajerial sebesar 20,6%, sisanya sebesar 79,4% dipengaruhi oleh faktor-faktor lain yang sifatnya tetap. Nilai F menunjukkan angka 3,948 dan signifikan pada 0,002 pada tingkat signifikansi (α) = 5%. Karena tingkat signifikansinya lebih rendah dari 0,05, maka secara bersama-sama semua variabel independen di atas mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap variabel kepemilikan manajerial dan model regresi yang digunakan peneliti dalam penelitian ini adalah model yang layak dan sudah fit dengan data.

Hasil Uji T

TABEL 4
Hasil Regresi

Variabel	Koefisien	t	Sig	Hasil	Kesimpulan
Kebijakan hutang	-0,012	-0,885	0,380	Tidak berpengaruh signifikan	Ha ₁ ditolak
Kebijakan dividen	0,005	0,285	0,777	Tidak berpengaruh signifikan	Ha ₂ ditolak
Kepemilikan institusional	-0,106	-1,565	0,123	Tidak berpengaruh signifikan	Ha ₃ ditolak
Risiko bisnis	0,001	1,353	0,181	Tidak berpengaruh signifikan	Ha ₄ ditolak
Ukuran perusahaan	-0,024	-2,942	0,005	Berpengaruh signifikan	Ha ₅ diterima
Volatilitas pendapatan	-0,007	-0,071	0,944	Tidak berpengaruh signifikan	Ha ₆ ditolak

Variabel kebijakan hutang mempunyai koefisien sebesar -0,012. Hal ini berarti semakin tinggi kebijakan hutang suatu perusahaan, maka semakin kecil persentase kepemilikan manajerialnya. Hutang yang tinggi dapat menyebabkan risiko kebangkrutan karena keharusan untuk membayar bunga dan *principal* tepat pada waktunya, sehingga manajer mengurangi tingkat kepemilikannya. Fenomena ini dapat juga dijelaskan melalui *free cash flow hypothesis*, yaitu bahwa peningkatan hutang akan mengurangi *cash flow* karena sebagian besar *cash flow* tersebut digunakan untuk membayar hutang, dengan demikian tidak terdapat *cash flow* dalam perusahaan yang dapat dimanfaatkan oleh manajemen untuk melakukan tindakan-tindakan *perquisites* yang dapat merugikan *share holders* dengan sendirinya konflik keagenan tidak akan terjadi. Tetapi pengaruh kebijakan hutang terhadap kepemilikan manajerial dalam penelitian ini tidak signifikan, karena nilai signifikansinya sebesar 0,380 yang lebih besar daripada 0,05, berarti hipotesis alternatif (H_{a1}) yang menyatakan bahwa kebijakan hutang berpengaruh signifikan terhadap kepemilikan manajerial ditolak. Hasil penelitian ini tidak konsisten dengan hasil penelitian Wahidahwati (2002), Ismiyanti dan Hanafi (2003), Chen dan Steiner (1999) yang menyimpulkan bahwa kebijakan hutang berhubungan positif dan signifikan dengan kepemilikan manajerial dan Bathala *et.al.* (1994) yang menyimpulkan bahwa *debt ratio* mempunyai hubungan terbalik dan signifikan dengan *managerial equity ownership*.

Variabel kebijakan dividen mempunyai koefisien sebesar 0,005. Hal ini berarti semakin tinggi kebijakan dividen suatu perusahaan, maka semakin besar persentase kepemilikan manajerialnya. Dividen yang tinggi menyebabkan tingkat kepercayaan manajer atas tingkat pendapatan perusahaan di masa depan akan mengalami peningkatan, sehingga manajer yang menginginkan keuntungan dari pembagian dividen di masa depan akan segera meningkatkan kepemilikan sahamnya. Selain itu manajer juga dapat menggunakan dividen tersebut untuk investasi kembali di dalam perusahaan, sehingga dapat meningkatkan kepemilikan saham mereka. Tetapi pengaruh kebijakan dividen terhadap kepemilikan manajerial dalam penelitian ini tidak signifikan, karena nilai signifikansinya sebesar 0,777 yang lebih besar daripada 0,05, berarti hipotesis alternatif (H_{a2}) yang menyatakan bahwa kebijakan dividen berpengaruh signifikan terhadap kepemilikan manajerial ditolak. Hasil penelitian ini konsisten dengan hasil penelitian Wahidahwati (2002), dan Tandelilin dan Turyasingura (2002), dan tidak konsisten dengan hasil penelitian Mahadwartha (2003), dan Chen dan Steiner (1999).

Variabel kepemilikan institusional mempunyai koefisien sebesar -0,106. Hal ini berarti semakin tinggi kepemilikan institusional suatu perusahaan, maka semakin kecil persentase kepemilikan manajerialnya. Semakin tinggi tingkat kepemilikan institusional akan menyebabkan peningkatan pengawasan dari pihak eksternal terhadap perusahaan, yang menyebabkan manajer menghindari perilaku yang dapat merugikan para pemegang saham. Hal ini akan mengurangi minat manajer untuk memperbesar kepemilikannya. Tetapi pengaruh kepemilikan institusional terhadap kepemilikan manajerial dalam penelitian ini tidak signifikan, karena nilai signifikansinya sebesar 0,123 yang lebih besar daripada 0,05,

berarti hipotesis alternatif (H_{a3}) yang menyatakan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh signifikan terhadap kepemilikan manajerial ditolak. Hasil penelitian ini tidak konsisten dengan hasil penelitian Bathala *et.al.* (1994), Wahidahwati (2002), Tandelilin dan Turyasingura (2002), dan Chen dan Steiner (1999).

Variabel risiko bisnis mempunyai koefisien sebesar 0,001. Hal ini berarti semakin tinggi risiko bisnis suatu perusahaan, maka semakin besar persentase kepemilikan manajerialnya. Peningkatan risiko menyebabkan perusahaan mengurangi pembayaran dividen, tetapi meningkatkan kepemilikan manajerial dan hutangnya. Hal ini berlaku bagi manajer yang *risk seeker*, sehingga semakin tinggi risiko maka manajer akan meningkatkan kepemilikan sahamnya. Tetapi pengaruh risiko bisnis terhadap kepemilikan manajerial dalam penelitian ini tidak signifikan, karena nilai signifikansinya sebesar 0,181 yang lebih besar daripada 0,05, berarti hipotesis alternatif (H_{a4}) yang menyatakan bahwa risiko bisnis berpengaruh signifikan terhadap kepemilikan manajerial ditolak. Hasil penelitian ini konsisten dengan hasil penelitian Ismiyanti dan Hanafi (2003) dan tidak konsisten dengan hasil penelitian Chen dan Steiner (1999), Tandelilin dan Turyasingura (2002), dan hasil penelitian Wahidahwati (2002).

Variabel ukuran perusahaan mempunyai koefisien sebesar -0,024. Hal ini berarti semakin tinggi ukuran perusahaan suatu perusahaan, maka semakin kecil persentase kepemilikan manajerialnya. Ukuran perusahaan yang besar akan menyebabkan perusahaan memberikan batasan-batasan bagi manajer untuk meningkatkan kepemilikan sahamnya, perusahaan lebih memilih untuk menjual sahamnya kepada pihak eksternal seperti pihak institusional atau publik. Hal ini dengan sendirinya akan mengurangi tingkat kepemilikan saham di perusahaan tersebut. Pengaruh ukuran perusahaan terhadap kepemilikan manajerial dalam penelitian ini signifikan, karena nilai signifikansinya sebesar 0,005 yang lebih kecil daripada 0,05, berarti hipotesis alternatif (H_{a5}) yang menyatakan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh signifikan terhadap kepemilikan manajerial diterima. Hasil penelitian ini sesuai dengan hasil penelitian Tandelilin dan Turyasingura (2002) dan Bathala *et.al.* (1994).

Variabel volatilitas pendapatan mempunyai koefisien sebesar -0,007. Hal ini berarti semakin tinggi volatilitas pendapatan suatu perusahaan, maka semakin kecil persentase kepemilikan manajerialnya. Perusahaan yang memiliki volatilitas pendapatan yang rendah akan menyebabkan manajer memiliki insentif untuk mengikuti *managerial ownership program*. Tetapi pengaruh volatilitas pendapatan terhadap kepemilikan manajerial dalam penelitian ini tidak signifikan, karena nilai signifikansinya sebesar 0,944 yang lebih besar daripada 0,05, berarti hipotesis alternatif (H_{a6}) yang menyatakan bahwa volatilitas pendapatan berpengaruh signifikan terhadap kepemilikan manajerial ditolak. Hasil penelitian ini tidak konsisten dengan hasil penelitian Crutchley dan Hansen (1989) pada penelitian Wahidahwati (2001) dan Jensen *et.al.* (1992) pada penelitian Mahadwartha (2002).

KESIMPULAN, KETERBATASAN DAN REKOMENDASI

Kesimpulan

Variabel kebijakan hutang tidak berpengaruh signifikan terhadap variabel kepemilikan manajerial. Dengan demikian hipotesis alternatif (H_{a1}) yang menyatakan bahwa kebijakan hutang berpengaruh signifikan terhadap kepemilikan manajerial ditolak. Hasil penelitian ini tidak konsisten dengan hasil penelitian Wahidahwati (2002), Ismiyanti dan Hanafi (2003), Chen dan Steiner (1999) yang menyimpulkan bahwa kebijakan hutang berhubungan negatif dan signifikan dengan kepemilikan manajerial dan Bathala *et.al.*(1994) yang menyimpulkan bahwa *debt ratio* mempunyai hubungan terbalik dengan *managerial equity ownership*

Variabel kebijakan dividen tidak berpengaruh signifikan terhadap variabel kepemilikan manajerial. Dengan demikian hipotesis alternatif (H_{a2}) yang menyatakan bahwa kebijakan dividen berpengaruh signifikan terhadap kepemilikan manajerial ditolak. Hasil penelitian ini konsisten dengan hasil penelitian Ismiyanti dan Hanafi (2003) dan tidak konsisten dengan hasil penelitian Mahadwartha (2003), Chen dan Steiner (1999), dan Tandelilin dan Turyasingura (2002).

Variabel kepemilikan institusional tidak berpengaruh signifikan terhadap variabel kepemilikan manajerial. Dengan demikian hipotesis alternatif (H_{a3}) yang menyatakan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh signifikan terhadap kepemilikan manajerial ditolak. Hasil penelitian ini tidak konsisten dengan hasil penelitian Bathala *et.al.*(1994), Wahidahwati (2002), Tandelilin dan Turyasingura (2002), dan Chen dan Steiner (1999).

Variabel risiko bisnis tidak berpengaruh signifikan terhadap variabel kepemilikan manajerial. Dengan demikian hipotesis alternatif (H_{a4}) yang menyatakan bahwa risiko bisnis berpengaruh signifikan terhadap kepemilikan manajerial ditolak. Hasil penelitian ini konsisten dengan hasil penelitian Ismiyanti dan Hanafi (2003) dan tidak konsisten dengan hasil penelitian Chen dan Steiner (1999), Tandelilin dan Turyasingura (2002), dan hasil penelitian Wahidahwati (2002).

Variabel ukuran perusahaan berpengaruh signifikan terhadap variabel kepemilikan manajerial. Dengan demikian hipotesis alternatif (H_{a5}) yang menyatakan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh signifikan terhadap kepemilikan manajerial diterima. Hasil penelitian ini konsisten dengan hasil penelitian Tandelilin dan Turyasingura (2002) dan Bathala *et.al.* (1994).

Dan variabel volatilitas pendapatan tidak berpengaruh signifikan terhadap variabel kepemilikan manajerial. Dengan demikian hipotesis alternatif (H_{a6}) yang menyatakan bahwa volatilitas pendapatan berpengaruh signifikan terhadap kepemilikan manajerial ditolak. Hasil penelitian ini tidak konsisten dengan hasil penelitian Crutchley dan Hansen (1989) pada penelitian Wahidahwati (2001) dan Jensen *et.al.* (1992) pada penelitian Mahadwartha (2002).

Keterbatasan

Beberapa keterbatasan dalam penelitian ini adalah pertama, sampel yang terhimpun hanya berjumlah 23 perusahaan saja dalam kurun waktu tiga tahun dari tahun 2001 sampai dengan tahun 2002, karena tidak semua perusahaan memiliki kepemilikan manajerial secara konsisten dalam kurun waktu tiga tahun tersebut. Sehingga ada beberapa data yang tidak terdistribusi normal. Kedua, dalam penelitian ini hanya digunakan enam variabel independen, yaitu variabel kebijakan hutang, variabel kebijakan dividen, variabel kepemilikan institusional, variabel risiko bisnis, variabel ukuran perusahaan, dan variabel volatilitas pendapatan sebagai variabel-variabel yang mempengaruhi variabel kepemilikan manajerial.

Rekomendasi

Penelitian selanjutnya dapat memperluas kurun waktu penelitian menjadi lima tahun atau lebih untuk memperbanyak jumlah sampel penelitian dan mencari variabel lain yang juga mempunyai pengaruh terhadap variabel kepemilikan manajerial seperti variabel pertumbuhan (*Growth*).

REFERENSI

- Bathala, C.T., K.P. Moon, and R.P. Rao, "Managerial Ownership, Debt Policy and the Impact of Institutional Holdings: an Agency Perspective," *Financial Management*, (23), 1994, pp. 38-50.
- Brigham, E.F. and I.C. Gapenski, *Financial Management Theory and Practise*, Ninth Edition, Dryden Press, Orlando, 1999.
- Chen, C.R. and T.L. Steiner, "Managerial Ownership and Agency Conflict: A Nonlinear Simultaneous Equation Analysis of Managerial Ownership, Risk Taking, Debt Policy, and Dividend Policy," *Financial Review*, 1999, (34), pp.119-137.
- Jensen, M.C. and W.H. Meckling, "Theory of The Firm, Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure," *Journal of Financial Economics*, 1976, (3), pp. 305-366.
- Ismiyanti, F. dan M.M. Hanafi, "Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Risiko, Kebijakan Hutang, dan Kebijakan Dividen: Analisis Persamaan Simultan," *Simpodium Nasional Akuntansi VI*, 2003, pp. 260-277.
- Kamaruddin, A., *Dasar-Dasar Manajemen Investasi*, Rineka Cipta, Jakarta, 1996.
- Mahadwartha, P.A., "Interdependensi antara Kebijakan Pembiayaan dengan Kebijakan Dividen: Perspektif Teori Keagenan," *Jurnal Riset Akuntansi, Manajemen, Ekonomi STIE-Yogyakarta*, 2002, pp.1-34.
- _____, "Predictability Power of Dividend Policy and Leverage Policy to Managerial Ownership: An Agency Theory Perspective," *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*, (18:3), 2003, pp.288-297.
- Meggison, W.L., *Capital Structure Theory, Corporate Finance Theory*, Addison- Wesley Co.Inc., New York, 1997.

- Ratnaningsih, D. dan J. Hartono, "Total and Individual Effects of an Agency Cost Explanation for Dividend Payments," *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*, (18:1), 2003, pp. 47-60.
- Santoso, S., *Statistik Non-Parametrik*, Elex Media Komputindo, Jakarta, 2000.
- _____, *Statistik Parametrik*, Elex Media Komputindo, Jakarta, 2002.
- Setyawan, I.R. and J. Hartono, "The Simultaneity of Dividend and Capital Structure Decisions: The Case of Indonesian Capital Market," *Gajah Mada International Journal of Business*, (3:1), 2001, 23-33.
- Smith, C.W. Jr., *The Modern Theory of Corporate Finance*, Mc Graw-Hill Publishing Company, Wahington, 1990.
- Suranta, E. dan M. Machfoedz, "Analisis Struktur Kepemilikan, Nilai Perusahaan, Investasi dan Ukuran Dewan Direksi," *Simposium Nasional Akuntansi VI*, 2003, pp. 214-277.
- Tandelilin, E dan T. Wilberforce, "Can Debt and Dividend Policies Substitute Insider Ownership in Controlling Equity Agency Cost?," *Gajah Mada International Journal of Business*, (4:1), 2000, pp. 31-43.
- Tjiptono, D. dan H.M. Fakhruddin, *Pasar Modal di Indonesia Pendekatan Tanya Jawab*, PT. Salemba Emban Patria, Jakarta, 2001.
- Wahidahwati, "Kepemilikan Manajerial dan Agency Conflicts: Analisis Persamaan Simultan Non Linier dari Kepemilikan Manajerial, Penerimaan Risiko (Risk Taking), Kebijakan Hutang dan Kebijakan Dividen," *Simposium Nasional Akuntansi V*, 2002, pp. 601-625.
- _____, "Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Institusional pada Kebijakan Hutang Perusahaan: Sebuah Perspektif Theory Agency," *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, (5:1), 2001, pp. 1-16.
- Yuniningsih, "Interdependensi Antara Kebijakan Dividend Payout Ratio, Financial Leverage, dan Investasi Pada Perusahaan Manufaktur yang Listed di Bursa Efek Jakarta," *Jurnal Bisnis dan Ekonomi*, (9:2), 2002, pp. 164-182.
- http://warsidi-akuntan.tripod.com/teori_akuntansi/perspektif_riset_akuntansi.htm