

PENGARUH PROFITABILITAS, KEBIJAKAN HUTANG DAN KEPEMILIKAN INSTITUSIONAL TERHADAP KEPEMILIKAN MANAJERIAL DAN PENGARUHNYA TERHADAP RISIKO

KARTIKA NURINGSIH

Universitas Tarumanagara
kartikanuringsih@yahoo.com

Abstrak: *This research model analyses managerial ownership from three determinants: profitability, debt policy and institutional ownership. Then, the research model also analyses the effect of managerial ownership on risk. Based on agency theory, the developing of the model is used to reduce the potential conflict in company. Samples were taken from 319 companies which listed at Indonesia Capital Market Directory period 2001 until 2004. The results of research show that debt policy and institutional ownership have negative effect to managerial ownership. While, profitability has not effect to managerial ownership. Managerial ownership has negative effect to risk. From the results can be concluded that the effect of profitability on managerial ownership can not be used to control agency conflict, meanwhile another hypothesis can be received to reduce agency conflicts.*

Keywords: Profitability, debt policy, institutional ownership, managerial ownership, risk and agency theory

PENDAHULUAN

Dalam praktik manajemen keuangan modern, manajer dituntut oleh prinsipal mencapai tujuan perusahaan yaitu: meningkatkan nilai perusahaan dan kesejahteraan pemegang saham. (Brigham dan Ehrhardt 2005) Untuk

mewujudkan tujuan tersebut manajer berorientasi pada target profit, serta mempertimbangkan risiko pribadi dengan risiko perusahaan. Dalam situasi tersebut, keputusan manajer berpeluang mengabaikan kepentingan perusahaan, sehingga diperlukan strategi motivasi manajer agar berperilaku sesuai tujuan perusahaan. Salah satu cara dilakukan dengan melibatkan pada kepemilikan saham. Gudono (2002) membuktikan pengaruh positif keterlibatan manajer dalam kepemilikan manajerial terhadap prestasi perusahaan. Sementara itu Carpenter dan Sanders (2002) membuktikan kompensasi direksi secara signifikan berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan.

Hasil observasi perusahaan terdaftar di Bursa Efek Indonesia, telah banyak perusahaan yang menerapkan kepemilikan manajerial. Jika dibandingkan dengan kondisi krisis moneter 1997 sampai sekarang menunjukkan peningkatan sangat besar. Keterlibatan ini dinilai efektif meningkatkan kinerja manajer, karena posisi manajer rentan dari perbuatan opportunistik atau mengutamakan kepentingan pribadi yang cenderung merugikan kepentingan pemegang saham. Kesenjangan yang terjadi antara kepentingan pribadi dengan kepentingan perusahaan ini memicu konflik yang disebut dengan konflik keagenan. Melalui keterlibatan sebagai pemegang saham ini manajer diharapkan akan bertindak sesuai tujuan perusahaan.

Dalam kondisi riil banyak faktor mempengaruhi kepemilikan manajerial, seperti kebijakan dividen, potensi pertumbuhan laba, hutang, kepemilikan institusional atau ukuran perusahaan. Sebagai ilustrasi: dividen digunakan sebagai pertimbangan manajer. Walaupun tidak selalu, tetapi logika ini dapat diterima karena kebanyakan pemegang saham mengharapkan dividen. Jika perusahaan membayar dividen rendah, berarti perusahaan memiliki laba ditahan relatif tinggi. Di balik pembayaran dividen rendah, manajer selaku pihak internal sangat memahami kinerja perusahaan sehingga cenderung meningkatkan kepemilikan saham. Keterlibatan ini menyebabkan manajer berhati-hati mengambil keputusan sehingga menekan konflik dengan pemegang saham. Dalam realisasinya banyak perusahaan di Indonesia tidak membagikan dividen, walaupun menghasilkan laba. Dengan demikian penelitian ini menfokuskan pada profitabilitas daripada dividen untuk memprediksi kepemilikan manajerial. Dasar logika ini adalah profitabilitas tinggi menunjukkan kinerja yang baik sehingga berpeluang meningkatkan keterlibatan sebagai *insider ownership*. (Almalia dan Silvy 2006).

Selanjutnya hutang tinggi menyebabkan perusahaan memiliki beban bunga besar, sehingga berdampak pada risiko kebangkrutan dan *financial distress*. Pada kondisi ini untuk menekan risiko dilakukan diversifikasikan pada saham perusahaan lain. Sebaliknya hutang rendah menyebabkan perusahaan relatif terhindar dari *financial distress* dan risiko kebangkrutan

sehingga manajer cenderung meningkatkan kepemilikan manajerial. (Chen dan Steiner 1999)

Kepemilikan institusional biasanya bersifat mayoritas sehingga kelompok ini dapat memantau kinerja manajer secara optimal. Sebagai dampaknya manajer relatif membatasi kepemilikan sahamnya. Sebaliknya pada kepemilikan institusional rendah menyebabkan mekanisme pengendalian pihak eksternal menjadi lemah sehingga manajer lebih leluasa mengambil keputusan atau banyak terlibat dalam kepemilikan saham. (Gitman 2003).

Berdasarkan pengembangan penelitian Almalia dan Silvy (2006), penelitian ini mengembangkan model untuk memprediksi kepemilikan manajerial melalui profitabilitas perusahaan, kebijakan hutang dan kepemilikan institusional. Selanjutnya melalui variabel kepemilikan manajerial dapat diidentifikasi pengaruhnya terhadap risiko sebagai mekanisme untuk menekan konflik keagenan. Berdasarkan latar belakang masalah maka rumusan masalah penelitian adalah (1) apakah profitabilitas berpengaruh positif terhadap kepemilikan manajerial? (2) Apakah kebijakan hutang berpengaruh negatif terhadap kepemilikan manajerial? (3) Apakah kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap kepemilikan manajerial? (4) Apakah kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap penerimaan risiko?

Penelitian ini disusun dengan urutan penulisan sebagai berikut pertama, pendahuluan menjelaskan mengenai latar belakang masalah, perumusan masalah dan organisasi penulisan. Kedua, menguraikan teori dan hasil penelitian sebelumnya sebagai dasar pengembangan hipotesis. Ketiga, metoda penelitian. Keempat, hasil penelitian yang berisi hasil dan interpretasi pengujian hipotesis. Terakhir, penutup yang berisi simpulan dan saran untuk penelitian selanjutnya.

RERANGKA TEORITIS DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Struktur Kepemilikan Saham

Struktur kepemilikan saham merupakan konfigurasi saham yang dimiliki oleh internal, individu maupun institusional. Pada dasarnya karakteristik kepemilikan saham bersifat menyebar atau terkonsentrasi (Husnan 2000). Pada struktur kepemilikan menyebar, konflik terjadi pihak manajemen dengan pemegang saham. Hal ini dikarenakan kepemilikan investor relatif kecil sehingga tidak efektif untuk memantau kinerja manajemen. Sebagai konsekuensinya tanggung jawab manajer relatif besar sehingga menuntut gaji besar. Untuk menekan konflik tersebut diperlukan *agency cost* berupa gaji, berbagai fasilitas atau dilibatkan dalam kepemilikan manajerial.

Struktur kepemilikan di Indonesia didominasi oleh keluarga atau bersifat terkonsentrasi. Pada kepemilikan ini terjadi dua kelompok pemegang saham yaitu: *controlling* dan *minority stockholder*. Masalah keagenan terjadi antara *controlling stockholder* dengan *minority stockholder*, dikarenakan *controlling stockholder* yang bertindak mengangkat dan memberhentikan manajer sehingga manajer lebih tunduk dengan keinginan kelompok ini. Dalam prakteknya masalah keagenan berpotensi terjadi pada *debt agency conflict*.

Profitabilitas Perusahaan dan Kepemilikan Manajerial

Profitabilitas dalam bentuk laba bersih dialokasikan untuk mensejahterakan pemegang saham dalam bentuk membayar dividen dan laba ditahan. Semakin besar profit berpeluang meningkatkan dividen. Salah satu tujuan perusahaan membagikan dividen tinggi untuk memenuhi keinginan pemegang saham penganut *bird in the hand theory*. Semakin besar profitabilitas perusahaan, manajer berpotensi meningkatkan kepemilikan manajerial, karena termotivasi oleh keuntungan sebagai pemegang saham. (Almalia dan Silvy 2006, Taswan 2003). Hipotesis yang diajukan adalah:
 H_1 Profitabilitas berpengaruh positif terhadap kepemilikan manajerial.

Kebijakan Hutang dan Kepemilikan Manajerial

Brigham dan Ehrhardt (2005), mengidentifikasi biaya berkaitan dengan *financial distress* seperti: biaya mengurus masa likuidasi, biaya membayar jasa lawyer, proses pengadilan dan administrasi maupun kerugian lain yang ditanggung manajer, karyawan yang di putus hubungan kerja, konsumen, supplier *stockholder* atau kreditor. Dengan panjangnya dampak kebangkrutan suatu perusahaan, maka perusahaan harus menjaga hutang agar tidak berdampak pada *financial distress*.

Pada hutang tinggi perusahaan menghadapi risiko keuangan tinggi, sehingga manajer mengurangi kepemilikan saham atau didiversifikasikan pada kesempatan investasi lain. Sebaliknya apabila perusahaan memiliki hutang rendah berarti perusahaan memiliki risiko keuangan rendah sehingga manajer meningkatkan kepemilikan saham. Pada situasi ini investasi manajer menjadi kurang terdiversifikasi atau berisiko tinggi. Pada tingkat risiko tinggi manajer menjalin bekerja sama dengan kreditor untuk membiayai proyek sehingga terjadi tranfer kekayaan dari pihak kreditor kepada pemegang saham. Hipotesis yang diajukan adalah:

H_2 Kebijakan hutang berpengaruh negatif terhadap kepemilikan manajerial.

Kepemilikan Institusional dan Kepemilikan Manajerial

Kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap kepemilikan manajerial sebagai bentuk intervensi pemegang saham terhadap kinerja manajer. Peningkatan kepemilikan institusional berarti meningkatkan pengawasan dan pengendalian perilaku opportunistik manajer agar berhati-hati mengambil keputusan. (Bathala *et al.* 1994) Kepemilikan institusional tinggi menyebabkan kepemilikan manajerial menurun sehingga kekayaan manajer terdiversifikasi optimal atau berisiko rendah. Pada kondisi ini manajer mencari proyek berisiko rendah sehingga kebijakan yang diambil tidak menyulut konflik dengan pemegang saham. Sebaliknya, tingkat kepemilikan institusional rendah menyebabkan pengawasan dan monitoring kepada manajer makin rendah sehingga manajer meningkatkan kepemilikan manajerial. Kekayaan manajer menjadi tidak terdiversifikasi sehingga manajer bekerja sama dengan kreditur dalam mendanai proyeknya. Keputusan ini menekan konflik manajer dengan pemegang saham, tetapi memicu konflik dengan kreditur. Hipotesis yang diajukan adalah:

H₃ Kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap kepemilikan manajerial.

Kepemilikan Manajerial dan Risiko

Kepemilikan manajerial merupakan prosentase kepemilikan saham dimiliki oleh manajer, direksi atau komisaris. Menurut Chen *et al.* (1999), terdapat hubungan negatif signifikan kepemilikan manajerial dengan risiko. Penelitian ini menyimpulkan bahwa pada tingkat risiko tinggi manajer berperilaku *risk aversion* sehingga mengurangi keterlibatan dalam kepemilikan saham. Manajer mengalihkan risiko pribadi dengan strategi diversifikasi pada alternatif lain atau menyimpan pada lembaga keuangan.

Penelitian Chen dan Steiner (1999), menemukan bahwa kepemilikan manajerial memiliki hubungan positif dengan risiko sehingga hubungan tersebut mengarah pada *wealth transfer effect hypothesis*. Ketika manajer menghadapi risiko tinggi, manajer menyiasati dengan menjalin kerja sama dengan kreditur sehingga dapat menekan konflik keagenan dengan pihak pemegang saham, tetapi sebagai konsekuensinya kerjasama tersebut dapat memicu konflik keagenan hutang. Hipotesis yang diajukan adalah:

H₄ Kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap penerimaan risiko.

METODA PENELITIAN

Populasi diambil dari seluruh perusahaan diluar sektor perbankan & asuransi di Bursa Efek Indonesia. Data penelitian menggunakan data sekunder laporan keuangan perusahaan *Indonesia Capital Market Directory* tahun 2001 sampai 2004. Dalam mendapatkan sampel menerapkan teknik *purposive sampling* dengan kriteria memiliki kepemilikan manajerial, kebijakan hutang, profitabilitas, kepemilikan institusional serta memiliki data informasi harga pasar saham selama 12 bulan. Teknik analisis menggunakan regresi berganda yang sebelumnya sudah memenuhi uji normalitas maupun asumsi klasik. Persamaan regresi berganda pada penelitian ini adalah:

$$\text{Own} = a_1 \text{ ROE} + a_2 \text{ Debt} + a_3 \text{ Inst} + e_1 \quad (1)$$

$$\text{Risk} = b_1 \text{ Own} + b_2 \text{ ROE} + b_3 \text{ Debt} + b_4 \text{ Inst} + e_2 \quad (2)$$

Keterangan:

Own: Prosentase kepemilikan saham pihak internal

Risk: Deviasi standar *closing price* saham bulanan selama 1 tahun

ROE: Perbandingan laba bersih terhadap total ekuitas

Debt: Perbandingan jumlah dari total hutang terhadap total aset

Inst: Prosentase kepemilikan saham oleh pihak investor eksternal (mayoritas)

HASIL PENELITIAN

Pada Tabel 1 menguji pengaruh langsung profitabilitas, kebijakan hutang dan kepemilikan institusional terhadap kepemilikan manajerial. Persamaan pertama menghasilkan nilai adj R^2 sebesar 0,232 berarti variabel independen profitabilitas, hutang dan kepemilikan institusional berpengaruh 23,20%, sedangkan sisanya 76,80% dipengaruhi oleh faktor lain yang tidak dilibatkan dalam model.

Hasil pengujian hipotesis pertama diperoleh koefisien -0,073 dengan nilai t hitung -1,456 dan signifikan 0,146 di atas 0,10. Hal ini menunjukkan bahwa profitabilitas tidak berpengaruh terhadap kepemilikan manajerial, hipotesis pertama tidak dapat diterima.

Hasil pengujian hipotesis kedua diperoleh koefisien -0,132 dengan nilai t hitung -2,633 dan signifikan 0,009 di bawah 0,10. Hal ini menunjukkan bahwa kebijakan hutang berpengaruh secara negatif terhadap kepemilikan manajerial, hipotesis kedua dapat diterima.

Hasil pengujian hipotesis tiga diperoleh koefisien -0,475 dengan nilai t hitung -9,651 dan signifikan 0,000 di bawah 0,10. Hal ini menunjukkan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh secara negatif terhadap kepemilikan manajerial, hipotesis tiga dapat diterima.

Tabel 1 Hasil Regresi Berganda Model 1

Variabel	B	t	Sig.
Profitabilitas	-0,073	1,456	0,146
Kebijakan Hutang	-0,132	-2,633	0,009
Kepemilikan Institusional	-0,475	-9,651	0,000

Pada Tabel 2 menguji pengaruh kepemilikan manajerial terhadap risiko. Persamaan kedua menghasilkan nilai adj R^2 sebesar 0,051 yang berarti variabel independen profitabilitas, hutang, kepemilikan institusional dan kepemilikan manajerial berpengaruh sebesar 5,10%, sedangkan sisanya 94,90% dipengaruhi oleh banyak faktor lain yang tidak dilibatkan dalam model. Hasil pengujian hipotesis empat diperoleh koefisien -0,111 dengan t hitung -1,779 dan signifikan 0,076 di bawah 0,10. Hal ini menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh secara negatif terhadap risiko, hipotesis empat dapat diterima.

Tabel 2 Hasil Regresi Berganda Model 2

Variabel	B	T	Sig.
Profitabilitas	0,125	2,238	0,026
Kebijakan Hutang	0,080	1,422	0,156
Kepemilikan Institusional	-0,225	-3,617	0,000
Kepemilikan Manajerial	-0,111	-1,779	0,076

Pembahasan

Profitabilitas dan Kepemilikan Manajerial

Pada kasus perusahaan mengalami penurunan profitabilitas menunjukkan bahwa laba yang dihasilkan mengalami penurunan bahkan merugi. Kondisi ini menunjukkan kinerja keuangan buruk sehingga manajer diberi kesempatan oleh perusahaan untuk meningkatkan kepemilikan sahamnya. Dengan cara ini bertujuan agar manajer memiliki kekuatan dalam mengambil keputusan penting dalam rangka perbaikan kinerja keuangan. Dengan strategi ini manajer lebih termotivasi untuk memperbaiki kinerja perusahaan di masa mendatang. Keterlibatan manajer sebagai pemegang saham internal tidak bertujuan untuk mengejar *return* dividen pada masa sekarang tetapi lebih berorientasi pada penundaan dividen pada masa sekarang untuk menghasilkan dividen atau *capital gain* lebih besar pada masa mendatang. Penga-

ruh profitabilitas terhadap kepemilikan manajerial dalam model penelitian ini tidak dapat digunakan sebagai mekanisme untuk menekan konflik keagenan, karena risiko yang ditanggung oleh manajer terlalu besar.

Hasil penelitian ini tidak sesuai dengan Taswan (2003), Almalia dan Silvy (2006), membuktikan pengaruh positif profitabilitas terhadap kepemilikan manajerial. Kedua penelitian tersebut pada situasi waktu dan kelompok observasi yang berbeda sehingga kebijakan dividen dapat berperan penting dalam meningkatkan kesejahteraan pemegang saham. Seluruh sampel yang diobservasi mampu membayar dividen sehingga semakin besar profitabilitas perusahaan menyebabkan perusahaan mampu membayar dividen, sehingga manajer termotivasi meningkatkan kepemilikan manajerial. Sebaliknya pada kasus perusahaan yang memiliki profitabilitas rendah cenderung membagikan dividen dalam jumlah yang kecil, sehingga *return* yang diterima oleh pemegang saham mengalami penurunan yang pada akhirnya berdampak pada kepemilikan saham dalam jumlah yang rendah.

Kebijakan Hutang dan Kepemilikan Manajerial

Pada satu sisi hutang (*trade off model*) bermanfaat pada penghematan pajak tetapi sebagai konsekuensi dari hutang yang besar perusahaan menghadapi risiko finansial yang tinggi dan berpotensi terjadi *debt agency conflicts*. Dampak negatif terjadi karena pembayaran bunga sebagai beban tetap yang harus dibayarkan oleh perusahaan. Pemotongan bunga sebagai beban tetap dilakukan berdasarkan pada perolehan laba operasional relatif fluktuatif. Kondisi ini dalam jangka panjang berpotensi pada risiko finansial sehingga dengan hutang yang relatif besar manajer cenderung mengurangi keterlibatan sebagai pemegang saham. Tujuan dari tindakan tersebut untuk menekan kemungkinan risiko yang dihadapi oleh manajer. Mekanisme ini dapat menekan konflik keagenan antara manajer, pemegang saham dan kreditor. Sebaliknya pada saat perusahaan menggunakan hutang rendah, mensignalkan bahwa risiko finansial rendah sehingga manajer cenderung meningkatkan kepemilikan saham. Dengan kepemilikan tinggi berarti berpotensi mendapat *return* tinggi sehingga manajer lebih termotivasi dalam meningkatkan kinerja perusahaan. Kebijakan hutang dalam model ini dapat digunakan sebagai kebijakan untuk menekan konflik keagenan.

Hasil penelitian ini sesuai penelitian Wilberforce (2000), Kartika (2002), Putri dan Nasir (2006), membuktikan pengaruh negatif hutang terhadap kepemilikan manajerial. Hasil penelitian tidak sesuai dengan penelitian Taswan (2003) dan Almalia dan Silvy (2006), yang menemukan kebijakan hutang berpengaruh positif signifikan terhadap kepemilikan manajerial. Hasil pada penelitian tersebut menyimpulkan bahwa semakin besar hutang

menyebabkan manajer meningkatkan kepemilikan sahamnya. Alasan di atas dilatarbelakangi oleh adanya kebijakan hutang berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Dengan menggunakan hutang berdampak pada pertimbangan pajak sehingga meningkatkan nilai perusahaan. Alasan lain dengan adanya beban hutang berarti perusahaan mampu mengendalikan *cash flow* yang dihasilkan. *Free cash flow hypothesis* yang menyatakan bahwa peningkatan hutang akan mengurangi *cash flow*, karena sebagian besar *cash flow* digunakan membayar hutang. Hal ini menyebabkan *cash flow* tidak dapat dimanfaatkan manajemen untuk melakukan tindakan *perquisites* yang merugikan *shareholders* (Vidyantie dan Handayani 2006).

Kepemilikan Institusional dan Kepemilikan Manajerial

Keterlibatan kelompok pemegang saham mayoritas menyebabkan kekuatan investor menjadi besar, sehingga dapat mengawasi kinerja manajer agar sesuai dengan tujuan perusahaan. Pada saat kepemilikan institusional mengalami peningkatan berarti pengawasan terhadap kinerja manajer menjadi lebih kuat sehingga menurunkan kepemilikan manajerial. Sebaliknya pada kepemilikan institusional mengalami penurunan menyebabkan penurunan pengawasan sehingga manajer cenderung meningkatkan keterlibatan dalam kepemilikan saham perusahaan. Mekanisme ini dapat menekan konflik keagenan dalam perusahaan.

Hubungan negatif antara kepemilikan saham oleh kelompok institusi dengan kelompok manajerial berkaitan dengan jumlah saham beredar. Pada saat saham beredar banyak dikuasai oleh kelompok insider berarti yang tersisa untuk kelompok insitusi relatif rendah. Sebaliknya pada saat saham beredar lebih banyak dikuasai oleh institusi berarti saham yang dimiliki oleh kelompok *insider* relatif rendah. Pada beberapa kasus terjadi peningkatan kepemilikan oleh pihak internal bukan karena pertimbangan harga saham yang sedang meningkat atau dividen, tetapi lebih difokuskan untuk menekan kepemilikan saham oleh pihak eksternal yaitu: pemegang saham institusional.

Hasil penelitian sesuai dengan penelitian Kartika (2002) tetapi tidak sesuai dengan Putri dan Nasir (2006), yang menemukan anomali bahwa kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap kepemilikan manajerial. Mekanisme ini terjadi karena perusahaan di Indonesia biasanya perusahaan yang dikuasai oleh keluarga sehingga cenderung mempertahankan *insider ownership* tinggi. Apabila tidak diimbangi dengan kepemilikan institusional (*controlling stock holder*) tinggi maka dikuatirkan kepemilikan saham oleh manajer akan mengalami peningkatan atau menjadi perusahaan keluarga. Jika kondisi tersebut terjadi manajer menjadi lebih oportunistik mengabaikan kepentingan pemegang saham minoritas.

Kepemilikan Manajerial dan Risiko

Kepemilikan saham oleh manajer pada dasarnya bertujuan untuk memberi motivasi kepada manajer agar menghasilkan kinerja yang lebih baik. Dengan peran ganda sebagai eksekutif maupun sebagai pemegang saham para manajer dapat mengkorelasikan antara kinerja yang dihasilkan dengan kompensasi yang diterima. Pada saat kepemilikan manajerial meningkat berarti manajer semakin termotivasi karena berpotensi mendapat return dividen tinggi dan memiliki power tinggi dalam pengambilan keputusan. Strategi ini mendukung menghasilkan kinerja perusahaan meningkat. Dengan kinerja yang baik berpengaruh terhadap stabilitas atau peningkatan harga saham bulanan sehingga deviasi standart harga saham relatif rendah atau menunjukkan risiko rendah.

Sebaliknya, pada kepemilikan manajerial rendah berarti motivasi manajer relatif rendah karena hanya menerima dividen dan power yang relatif rendah dalam pengambilan keputusan. Kondisi ini berpengaruh pada kinerja perusahaan sehingga harga pasar saham menjadi tidak stabil atau mengalami penurunan. Dengan demikian menyebabkan deviasi standart harga pasar saham bulanan relatif tinggi yang mengindikasikan tingkat risiko tinggi.

Hasil ini tidak sesuai dengan penelitian Kartika (2006), yang menemukan kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap risiko. Latar belakang hasil tersebut lebih berkaitan dengan diversifikasi. Pada kepemilikan manajerial tinggi investasi menjadi tidak terdiversifikasi sehingga manajer menghadapi risiko tinggi, sedangkan kepemilikan manajerial yang rendah menyebabkan kepemilikan pihak *insider* lebih terdiversifikasi sehingga menghadapi risiko lebih rendah. Hasil ini sesuai Fitri dan Mamduh (2003), membuktikan kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap risiko.

PENUTUP

Kesimpulan penelitian adalah (1) profitabilitas tidak berpengaruh terhadap kepemilikan manajerial, (2) kebijakan hutang berpengaruh negatif terhadap kepemilikan manajerial, (3) kepemilikan insitusal berpengaruh negatif terhadap kepemilikan manajerial. (4) kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap risiko. Berdasarkan hasil penelitian diidentifikasi beberapa variabel yang signifikan dalam konteks teori keagenan. Penelitian selanjutnya dapat mengembangkan model yang lebih kompleks dalam memprediksi kedua variabel dependen tersebut. Variabel risiko diproksi dengan

deviasi standar harga saham bulanan, sehingga penelitian selanjutnya dapat mengembangkan dengan deviasi standar laba operasional (EBIT) yang dihasilkan oleh perusahaan.

REFERENSI:

- Bathala C. T., K.P. Moon dan R. P. Rao. 1994. Managerial ownership, debt policy, and the impact of institutional holdings: An agency perspective, *Financial Management*, Vol. 23, Hlm. 38-50.
- Brigham, E. F., dan M.C. Ehrhardt. 2005. *Financial Management: Theory and Practice*, 11 edition, Thomson, Ohio.
- Carpenter, M.A, dan Sanders. 2002. Top management team compensation: The missing link between CEO pay and firm performance? *Strategic Journal*, No. 23, Hlm. 367-375.
- Chen, R. Carl, Steiner T. dan Whyte. 1998. Risk taking behavior and management ownership in depository institutions. *The Journal of Financial Research*, Vol XXI, No.1, Spring, Hlm 1-16.
- Chen, R. Carl dan Steiner T. 1999. Managerial ownership and agency conflicts: A nonlinear simultaneous equation analysis of managerial ownership, risk taking, debt policy, and dividend policy, *Financial Review*, Vol. 34, Hlm. 119-137.
- Gitman, L.J. 2003. *Principles of Managerial Finance*, 10 edition, Addison Wesley, Boston.
- Gudono. 2000. The role of executive compensation schemes and stock ownership in corporate strategy: How they effect performance, *Bunga rampai kajian teori keuangan*, Yogyakarta: BPFE.
- Himmelberg, C.P, R.G. Hubbard dan D. Palia. 1999. Understanding the determinant of managerial ownership and the link between ownership and performance, *Journal of finance economic*, No. 53, Hlm. 353-384.
- Imanda F.P. dan Mohammad Nasir. 2006. Analisis persamaan simultan kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, risiko, kebijakan hutang dan kebijakan dividen dalam perspektif teori keagenan, *Simposium Nasional Akuntansi*, Padang.
- Kartika, N. 2002. Kepemilikan manajerial dan konflik keagenan: Analisis simultan antara kepemilikan manajerial, risiko, kebijakan hutang dan kebijakan dividen, *Tesis (tidak dipublikasikan)*, Universitas Gadjah Mada.
- _____. 2006. Penggunaan path analysis untuk memediasi pengaruh kepemilikan manajerial terhadap risiko untuk menekan konflik keagenan, *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, Vol. 8, No. 2, Hlm. 135-150.
- Luciana S.A, dan Meliza S. 2006. Analisis kebijakan dividen dan kebijakan leverage terhadap prediksi kepemilikan manajerial dengan teknik multinomial logit, *Jurnal Akuntansi dan Bisnis*, Vol. 6, No. 1.
- Suad Husnan. 2000. Corporate governance di Indonesia: Pengamatan terhadap sector korporat dan keuangan, *Makalah seminar, Program pasca sarjana UGM*, Hlm 1-10.
- Taswan. 2003. Analisis pengaruh insider ownership, kebijakan hutang, dan dividen terhadap nilai perusahaan serta faktor-faktor yang mempengaruhi, *Jurnal Bisnis dan Ekonomi*, September.

-
- Wilberforce, T. 2000. Substitutability of agency conflict control mechanism: A simultaneous equation analysis of insider ownership, debt, and dividend policy. *Thesis (tidak dipublikasikan)*, Universitas Gadjah Mada.
- Vidyantie, Deasy Nathalia dan Ratih Handayani. 2006. The Analysis of The Effect of Debt Policy, Dividend Policy, Institutional Investor, Business Risk, Firm Size and Earnings Volatility to Managerial Ownership Based on Agency Theory Perspective. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, Vol. 8, No. 1, Hlm. 19-333.