

PENGGUNAAN PATH ANALYSIS UNTUK MEMEDIASI PENGARUH KEPEMILIKAN MANAJERIAL TERHADAP RISIKO DALAM MENEKAN KONFLIK KEAGENAN

KARTIKA N

Universitas Tarumanegara

This research develop the models of agency conflict with positioning of managerial ownership as intervening variable among dividend policy, debt policy and institutional ownership toward risk taking. Path analysis is used for running of 60 sample for manufacture companies that listed at Jakarta Stock Exchange in 1995-1996. Results indicate that managerial ownership has significant positive influence to risk taking, debt policy and institutional have significant negative influence to managerial ownership. So this mechanism can use as control device to mitigate the agency conflict. Inverse, result find that dividend policy is positive and significant to managerial ownership consequently, this mechanism can not mitigate the agency conflict. Finally results show that managerial ownership intervence the influence among debt policy and institutional ownership to risk taking. Manager's decision must be focused to control the agency conflict for increasing value of the firm and stockholder's wealth fare.

Keywords : Dividend policy, debt policy, institutional ownership, managerial ownership, agency conflict, path analysis.

PENDAHULUAN

Risiko merupakan variabel penting dalam investasi karena dengan risiko investor akan mempertimbangkan *return* yang diterima atau dikenal sebagai *trade off risk & return*. Investor yang memilih kesempatan investasi berisiko rendah akan menerima *return* yang rendah atau dikenal sebagai *risk aversion*. Sebaliknya investor yang memilih kesempatan investasi berisiko tinggi akan menerima *return* tinggi atau dikenal sebagai *risk seeker*. Dalam manajemen keuangan modern, pengelolaan perusahaan diserahkan kepada pihak manajer sehingga manajer dituntut dapat mencapai tujuan perusahaan secara umum yaitu meningkatkan nilai perusahaan dan kesejahteraan pemegang saham. Berkaitan dengan tanggung jawab tersebut manajer dihadapkan pada dua pertimbangan antara mempertimbangkan risiko pribadi dengan risiko perusahaan secara keseluruhan.

Pada perusahaan tertentu untuk memotivasi kinerja manajer, mulai menerapkan strategi atau kebijakan kepemilikan manajerial. Kebijakan ini dimaksudkan untuk memberi kesempatan manajer terlibat dalam kepemilikan saham sehingga dengan keterlibatan ini kedudukan manajer sejajar dengan pemegang saham. (Cruithley & Hansen;1989) Manajer diperlakukan bukan semata sebagai pihak eksternal yang digaji untuk kepentingan perusahaan tetapi diperlakukan sebagai pemegang saham. Dengan strategi ini manajer diharapkan lebih termotivasi meningkatkan kinerja daripada dimotivasi dengan ancaman *hostile take-over*. Di bawah mekanisme ini *return* yang diterima manajer bukan hanya sebatas kompensasi gaji atau insentif tetapi juga menerima dividen dan peluang mendapat *capital gain*. Apabila perusahaan melakukan emisi saham baru, manajer selaku pemegang saham mendapat hak *pre-emptive right* sehingga berkesempatan meningkatkan kepemilikan sahamnya. Di Indonesia kebijakan ini belum banyak diterapkan oleh perusahaan. Hal ini disebabkan karena pihak *owner* tidak bersedia berbagi kepemilikan dengan manajer atau mungkin manajer tidak tertarik dalam kepemilikan saham karena alasan portfolio yang sudah optimal.

Porter (1990) dalam Ramaswamy *et al* (2002) berargumen bahwa salah satu faktor yang berpengaruh terhadap keberhasilan tujuan perusahaan adalah struktur kepemilikan. Struktur kepemilikan terdiri dari kepemilikan saham oleh manajer & direksi, kepemilikan saham oleh pihak institusi dan kepemilikan saham oleh kelompok investor individual. Di Indonesia kepemilikan individual disebut sebagai kepemilikan publik yang dibatasi maksimal 5%. Penelitian Moh'd, Pery & Rimbey (1995;1998) menemukan bahwa variabel struktur kepemilikan sangat efektif dalam mengendalikan penggunaan hutang dan dividen. Berdasarkan hasil tersebut maka struktur kepemilikan secara signifikan berpengaruh terhadap keberhasilan perusahaan.

Berdasarkan berbagai penelitian keterlibatan manajer pada kepemilikan saham efektif untuk meningkatkan kinerja manajer. Dengan strategi ini manajer berhati-hati mengambil keputusan. Posisi manajer sangat rentan karena modal yang dimiliki berupa *human capital*, (Fama;1980) sehingga apabila terjadi kemerosotan kinerja berisiko dicopot dari perusahaan. Di samping itu manajer juga berorientasi pada minimalisasi risiko sehingga dalam prakteknya apabila mendapat kesempatan cenderung melakukan tindakan yang menguntungkan kepentingan pribadi. Dengan adanya peluang yang merugikan perusahaan perlu dilibatkan dalam kepemilikan saham yang dikenal sebagai *managerial ownership*. Menurut Jensen & Meckling (1976), konflik yang terjadi antara pihak manajer, pemegang saham, *owner* dan kreditor disebut konflik keagenan. Dengan adanya konflik tersebut maka perusahaan harus dapat menyeimbangkan antara konflik keagenan pada pemegang saham dengan konflik keagenan pada kreditor agar dapat mengoptimalkan nilai-nilai perusahaan.

Perilaku manajer terhadap risiko pada dasarnya terbagi menjadi dua kelompok yaitu manajer *risk seeker* dan *risk aversion*. Preferensi terhadap risiko berpengaruh terhadap prosentase keterlibatan manajer dalam kepemilikan saham. Manajer *risk aversion* memiliki prosentase rendah dalam kepemilikan manajerial karena melakukan diversifikasi aset pada kesempatan investasi lain. Sebaliknya manajer *risk seeker* terlibat besar dalam

kepemilikan saham tetapi sebagai konsekuensinya kekayaan manajer tidak terdiversifikasi. Kondisi ini akan meningkatkan risiko pribadi sehingga dapat berpengaruh terhadap penerimaan risiko perusahaan secara keseluruhan.

Manajer *risk aversion* cenderung memilih proyek berisiko kecil sedangkan manajer *risk seeker* cenderung memilih proyek berisiko besar. Bagi kelompok kedua ini tingkat risiko akan diimbangi dengan cara bekerja sama dengan kreditor. Keputusan ini berdampak peningkatan rasio hutang sehingga berpotensi terjadi *debt agency conflict* atau terjadi transfer kekayaan dari pihak kreditor kepada pemegang saham. Hal ini disebabkan karena investasi didanai dari hutang bukan dari ekuitas, seharusnya kreditor mendapat *return* tinggi tetapi dalam realisasi *return* yang diterima kreditor sebatas pembayaran bunga. Pemegang saham yang tidak terlibat dalam pendanaan investasi sebagai pihak yang diuntungkan karena mendapat bagian dividen. Dalam situasi ini menunjukkan terjadi peralihan kekayaan dari pihak kreditor kepada pemegang saham atau dikenal sebagai *wealth transfer effects hypothesis*. (Sounder, Strock & Travlos;1990).

Banyak faktor mempengaruhi kepemilikan manajerial seperti: kebijakan dividen, hutang dan kepemilikan institusional. Penelitian ini memposisikan kepemilikan manajerial sebagai variabel perantara dari berbagai ragam variabel independen terhadap risiko. Penelitian ini mengidentifikasi pengaruh tidak langsung antara kebijakan dividen, hutang dan kepemilikan institusional terhadap risiko walaupun realisasinya tidak menutup kemungkinan terjadi pengaruh langsung variabel independen terhadap risiko. Penelitian Galai & Masulis (1976), Sounder, Strock & Travlos (1990), menemukan hubungan kausal positif antara kepemilikan manajerial dengan risiko sesuai hipotesis transfer kekayaan. Pada tingkat risiko tinggi manajer cenderung menjadi *risk seeker* sehingga memilih proyek berisiko tinggi agar mendapat *return* tinggi. Dalam menghadapi risiko ini manajer bekerja sama dengan pihak kreditor sehingga terjadi peralihan kekayaan dari kreditor kepada pemegang saham. Pada tingkat risiko rendah manajer cenderung menjadi *risk aversion* sehingga tidak mencari proyek berisiko tinggi. Pada kondisi ini risiko perusahaan relatif rendah sehingga cenderung tidak terjadi konflik dengan pemegang saham. Berdasarkan mekanisme ini kepemilikan manajerial digunakan sebagai mekanisme untuk mengontrol konflik keagenan.

Salah satu faktor mempengaruhi keputusan manajer dalam kepemilikan saham adalah kebijakan dividen. Jika menetapkan dividen rendah perusahaan memiliki *retain earning* tinggi atau memiliki laba internal relatif besar. Pada situasi ini terjadi asimetri informasi sehingga manajer sebagai pihak internal menindaklanjuti dengan meningkatkan kepemilikan saham. Jika menetapkan dividen tinggi perusahaan memiliki laba ditahan relatif rendah sehingga berdampak pada keterbatasan sumber dana internal. Rencana ekspansi harus dibiayai dari sumber dana eksternal yang cenderung berisiko. Pada kondisi ini manajer mengurangi kepemilikan untuk diversifikasi pada kesempatan investasi yang lebih menguntungkan. Pola hubungan negatif antara kebijakan dividen dengan kepemilikan manajerial digunakan untuk menekan konflik keagenan.

Kebijakan hutang berpengaruh terhadap kepemilikan manajerial. Pada tingkat hutang tinggi menyebabkan perusahaan memiliki beban bunga dan

hutang tinggi sehingga berdampak pada kebangkrutan dan financial distress. Pada tingkat hutang tinggi manajer memilih mengurangi kepemilikan saham untuk didiversifikasikan pada saham perusahaan lain. Sebaliknya pada tingkat hutang rendah menyebabkan perusahaan relatif terhindar dari *financial distress* dan kebangkrutan sehingga manajer meningkatkan kepemilikan manajerial. Sebagai konsekuensinya kekayaan manajer menjadi kurang terdiversifikasi secara optimal. Pada kondisi ini pengaruh negatif antara kebijakan hutang dengan kepemilikan manajerial digunakan sebagai mekanisme untuk menekan konflik keagenan. (Chen & Steiner;1999 dan Jensen, Solberg & Zorn; 1992).

Kepemilikan institusional berpengaruh terhadap kepemilikan manajerial. Kepemilikan institusional merupakan kepemilikan saham oleh pihak eksternal sehingga kinerja manajer dapat dipantau secara optimal. Dengan cara ini manajer akan bertindak sesuai kepentingan pemegang saham. Pada kepemilikan institusional rendah menyebabkan mekanisme pengendalian pihak eksternal menjadi lemah sehingga manajer lebih leluasa mengambil keputusan. Manajer cenderung meningkatkan kepemilikan saham sehingga kekayaan manajer tidak terdiversifikasi secara optimal. Mekanisme dengan melibatkan pihak mayoritas digunakan untuk mengendalikan konflik keagenan. (Bathala, Moon & Rao;1994).

Berdasarkan pengembangan beberapa artikel maka penelitian ini mengembangkan model kepemilikan manajerial sebagai variabel intervening dari kebijakan dividen, hutang dan kepemilikan institusional terhadap risiko.

Rumusan masalah:

1. Apakah terdapat pengaruh negatif antara kebijakan dividen terhadap kepemilikan manajerial?
2. Apakah terdapat pengaruh negatif antara kebijakan hutang terhadap kepemilikan manajerial?
3. Apakah terdapat pengaruh negatif antara kepemilikan institusional terhadap kepemilikan manajerial?.
4. Apakah terdapat pengaruh positif antara kepemilikan manajerial terhadap penerimaan risiko?

LANDASAN TEORI, MODEL PENELITIAN DAN PERUMUSAN HIPOTESIS

Pemahaman Tingkat Risiko

Tingkat risiko merupakan variabel penting untuk dipertimbangkan oleh perusahaan. Keberanian mengambil risiko tinggi tidak lepas dari keberanian pihak pengambil keputusan yang biasanya diwakili oleh pihak manajer. Pada kepemilikan menyebar kekuasaan setiap pemegang saham sangat terbatas sehingga meningkatkan tanggung jawab manajer terhadap pengendalian perusahaan. Keputusan berada ditangan manajer sehingga bila tidak dikendalikan dengan mekanisme yang tepat akan memicu konflik dengan

pemegang saham, pemilik maupun kreditor. Konflik ini dilatarbelakangi oleh perbedaan kepentingan antara manajer dengan prinsipal. Pada situasi tertentu manajer dapat melakukan tindakan yang oportunistik sehingga dapat mengambil keputusan yang tidak mencerminkan pada peningkatan *value of the firm* dan kesejahteraan pemegang saham. Dampak selanjutnya akan meningkatkan risiko perusahaan secara keseluruhan.

Keberanian manajer menghadapi risiko berkaitan dengan keputusan diversifikasi aset. Bila dilihat secara pribadi, modal yang dimiliki oleh manajer berupa *human capital* (Fama;1980) yang relatif tidak dapat terdiversifikasi pada perusahaan lain. Bila dilihat secara profesional, manajer memiliki sejumlah kekayaan yang diinvestasikan untuk meningkatkan *return*. Berkaitan dengan tujuan ini manajer melakukan portfolio pada berbagai kesempatan investasi termasuk terlibat dalam kepemilikan saham dari perusahaan yang dia kelola. Menurut Denis *et al* (1997) dalam Ramaswamy *et al* (2002), manajer selaku agen akan melindungi kepemilikannya dengan melakukan diversifikasi organisasi untuk mengurangi *variability earning*. Tindakan agen dapat mengganggu kepentingan pemilik sehingga diperlukan strategi atau mekanisme untuk mengurangi konflik keagenan.

Penelitian Demsetz & Lehn (1985), menunjukkan bahwa risiko membentuk dua pengaruh terhadap kepemilikan manajerial. Perusahaan yang beroperasi pada pasar yang berisiko tinggi, menyebabkan manajer kesulitan dalam memonitor kondisi eksternal. Sebagai kompensasinya manajer akan meningkatkan kepemilikan manajerial agar dapat mengontrol kondisi internal. Pada tingkat risiko yang makin tinggi manajer mulai mempertimbangkan risiko sehingga berubah menjadi risk aversion. Pada situasi ini manajer mengurangi kepemilikan saham seiring dengan peningkatan risiko. Perilaku manajer lebih rasional dalam mengambil keputusan dengan cara menerapkan strategi diversifikasi aset pribadinya pada kesempatan investasi lain yang lebih menguntungkan. Dengan melakukan strategi ini risiko dapat ditekan tetapi sebagai konsekuensinya kekuasaan mengambil keputusan menjadi berkurang. Dalam penelitian Demsetz & Lehn (1985), risiko ditempatkan sebagai variabel independen tetapi penelitian ini risiko ditempatkan sebagai variabel dependen.

Risiko diperhitungkan dari deviasi standar harga penutupan bulanan (*monthly closing price*) atau harga penutupan harian (*daily closing price*). Penelitian ini menggunakan deviasi standart harga saham bulanan (*monthly closing price*). (Chen & Steiner;1999). Pada tingkat deviasi standar yang tinggi menunjukkan tingkat risiko tinggi sedangkan deviasi standart yang rendah menunjukkan tingkat risiko rendah.

Pemahaman Kepemilikan Manajerial

Kepemilikan manajerial ditempatkan sebagai variabel *intervening* yang memediasi pengaruh kebijakan dividen, hutang dan kepemilikan institusional terhadap risiko. Logika ini dipahami bahwa kebijakan hutang, dividen dan kepemilikan institusional mempengaruhi keterlibatan manajer dalam kepemilikan saham sehingga berpengaruh terhadap penerimaan risiko. Tujuan kebijakan ini untuk mensejajarkan posisi manajer dengan pemegang

saham sehingga termotivasi meningkatkan kinerja termasuk mempertimbangkan tingkat risiko.

Penelitian Souder, Strock & Travlos (1990), melakukan studi pada sektor perbankan yang menemukan bahwa pada tingkat kepemilikan manajerial tinggi menyebabkan konflik keagenan hutang. Saham yang dimiliki oleh manajer dianalogikan dengan kepemilikan *call option* sehingga sebagai investor yang rasional menginginkan nilai *call option* meningkat. Salah satu faktor yang mempengaruhi nilai *call option* adalah tingkat risiko saham atau varian *return* saham. (Black & Scholes:1973) Pada tingkat risiko tinggi meningkatkan nilai *call option* sehingga manajer juga menghadapi risiko tinggi. Pada tingkat risiko tinggi manajer membagi risiko dengan pihak kreditor sehingga keputusan ini menimbulkan transfer kekayaan dari pihak kreditor ke pihak pemegang saham.

Penelitian May (1995), menyatakan bahwa manajer *risk aversion* melakukan diversifikasi secara optimal untuk mengurangi risiko pribadi. Apabila kekayaan pribadi tidak terdiversifikasi manajer menuntut insentif tinggi untuk mengimbangi risiko yang diterima. Kondisi ini menyebabkan CEO termotivasi memperkecil risiko. Menurut Chen, Steiner & Whyte (1999), terdapat hubungan negatif signifikan antara 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 & Steiner (1999), menemukan bahwa kepemilikan manajerial memiliki hubungan positif dengan risiko sehingga mengarah pada *wealth transfer effect hypothesis*. Hasil ini sesuai dengan Souder, Strock & Travlos (1990). Mekanisme ini dapat menekan konflik keagenan ekuitas tapi memicu konflik keagenan hutang.

Pemahaman Kebijakan Dividen

Variabel kebijakan dividen digunakan sebagai variabel independen pertama. Logika hubungan ini adalah bahwa besar kecilnya kebijakan dividen berpengaruh terhadap kebijakan kepemilikan manajerial sehingga berpengaruh terhadap tingkat risiko. Pada tingkat dividen tinggi manajer melibatkan dalam kepemilikan manajerial pada tingkat rendah. Pada tingkat kepemilikan manajerial yang rendah berarti kekayaan pribadi manajer relatif terdiversifikasi optimal sehingga berorientasi pada risiko rendah. Pada tingkat risiko rendah manajer memilih kesempatan investasi yang berisiko rendah sehingga dapat mengurangi konflik keagenan antara manajer dengan pemegang saham.

Sebaliknya pada dividen rendah, manajer menetapkan kepemilikan saham tinggi. Selalu pihak internal manajer dapat mengakses informasi akurat tentang kebijakan perusahaan sehingga dengan pembayaran dividen rendah berarti perusahaan memiliki *retained earning* tinggi. Informasi ini oleh manajer ditindaklanjuti dengan meningkatkan kepemilikan saham. Pada kepemilikan manajerial yang tinggi berarti kekayaan manager relatif tidak terdiversifikasi sehingga menghadapi risiko tinggi. Pada tingkat risiko tinggi manajer menginginkan *return* yang tinggi sehingga cenderung memilih

proyek yang berisiko tinggi. Untuk menghadapi risiko manajer bekerja sama dengan pihak kreditor bukan dengan pemegang saham. Dengan menggandeng kreditor berarti mengalihkan konflik dari pemegang saham kepada kreditor.

Hubungan kebijakan dividen dengan kepemilikan manajerial dijelaskan melalui *free cash flow hypothesis* oleh Jensen (1986). Penelitian ini membuktikan efek substitusi kebijakan dividen dengan kepemilikan manajerial untuk menekan konflik keagenan. Efek substitusi kebijakan dividen disebabkan karena 1) *Free cashflow* lebih baik dialokasikan untuk membayar dividen daripada digunakan secara tidak menguntungkan oleh manajer. 2) Dividen tinggi meningkatkan reputasi perusahaan sehingga memperkuat *bargaining power* di pasar modal. 3) Dividen tinggi memuaskan pemegang saham penganut *bird in the hand theory*. Sebagai dampak dari dividen tinggi berarti perusahaan memiliki *retained earning* rendah atau memiliki sumber dana internal rendah sehingga manajer memilih diversifikasi pada kesempatan investasi lain yang lebih menguntungkan. Berdasarkan kasus di atas diperlukan mekanisme dalam memotivasi manajer agar mengalokasikan *cash flow* pada aktivitas yang menguntungkan pemegang saham.

Pemahaman Kebijakan Hutang

Variabel kebijakan hutang digunakan sebagai variabel independen kedua. Kebijakan hutang diperkirakan memiliki pengaruh negatif terhadap kepemilikan manajerial dalam perspektif hubungan keagenan. Pada tingkat penggunaan hutang tinggi berarti perusahaan wajib membayar bunga dan mengembalikan pinjaman pada saat jatuh tempo. Pada hutang yang tinggi perusahaan menghadapi risiko kebangkrutan dan *financial distress* sehingga sebagai dampaknya manajer mengurangi keterlibatannya dalam kepemilikan saham. Manajer melakukan diversifikasi pada kesempatan investasi lain untuk mengurangi risiko pribadi. Pada tingkat risiko pribadi yang relatif rendah berarti manajer cenderung memilih proyek yang berisiko rendah sehingga tidak terjadi konflik yang signifikan dengan pemegang saham.

Sebaliknya apabila perusahaan memiliki hutang rendah berarti perusahaan memiliki sumber dana eksternal yang relatif sedikit sehingga relatif terhindar dari *financial distress* dan risiko kebangkrutan. Kondisi finansial ini sebagai pertanda positif bagi manajer sehingga melibatkan asetnya pada kepemilikan saham yang relatif besar. Pada situasi ini menggambarkan bahwa kekayaan manajer menjadi relatif kurang terdiversifikasi sehingga berisiko tinggi. Pada tingkat risiko tinggi bekerja sama dengan kreditor untuk membiayai proyek sehingga terjadi tranfer kekayaan dari pihak kreditor kepada pemegang saham.

Menurut Chen & Stainer (1999), penggunaan hutang memiliki hubungan terbalik dengan kepemilikan manajerial. Hubungan ini menggambarkan hubungan substitusi antara kebijakan hutang dengan kepemilikan manajerial. Penggunaan hutang tinggi menyebabkan perusahaan menghadapi *financial distress* dan kebangkrutan sehingga manajer mengurangi keterlibatan dalam kepemilikan manajerial. Pada kondisi ini diperlukan kebijakan

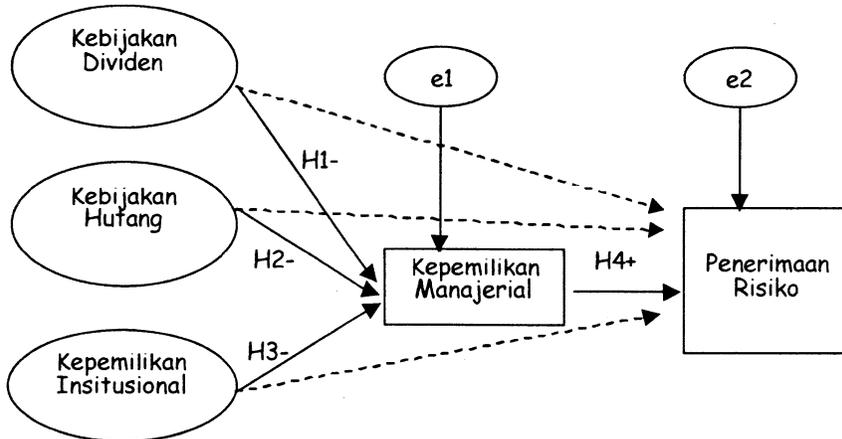
pembatasan hutang untuk menekan konflik keagenan antara pemegang saham dengan kreditor. Hasil ini juga sesuai penelitian Jensen, Solberg, Zorn (1992).

Pemahaman Kepemilikan Institusional

Variabel kepemilikan institusional sebagai variabel independen ketiga. Variabel ini diperkirakan memiliki pengaruh negatif terhadap kepemilikan manajerial dalam perspektif hubungan keagenan. Peningkatan kepemilikan institusional berarti meningkatkan pengawasan dan pengendalian terhadap perilaku opportunistik manajer sehingga manajer berhati-hari dalam mengambil keputusan. (Bathala, Moon & Rao; 1994) Pada tingkat kepemilikan institusional tinggi berpengaruh pada penurunan kepemilikan manajerial sehingga kekayaan manajer terdiversifikasi secara optimal. Dengan strategi ini cenderung menekan risiko pribadi. Pada risiko rendah manajer mencari proyek yang berisiko rendah sehingga kebijakan yang diambil oleh manajer cenderung tidak menyulut konflik dengan pemegang saham.

Sebaliknya pada tingkat kepemilikan institusional rendah menyebabkan pengawasan dan monitoring kepada manajer semakin rendah. Pada kondisi ini memberi peluang kepada manajer untuk meningkatkan kepemilikan manajerial sehingga kekayaan manajer menjadi tidak terdiversifikasi. Pada tingkat risiko tinggi manajer bekerja sama dengan pihak kreditor dalam mendanai proyeknya. Keputusan ini menekan konflik antara manajer dengan pemegang saham tetapi memicu konflik dengan kreditor atau *debt agency conflicts*. Jika pendanaan ditanggung oleh pihak kreditor berarti terjadi transfer kekayaan dari pihak kreditor kepada pemegang saham. Untuk lebih jelas memahami hubungan antar variabel dalam model penelitian digambarkan dalam Gambar 1.

Gambar 1.
Model Hubungan Antar Variabel Penelitian



Gambar 1 menjelaskan model hubungan antar variabel penelitian. Kepemilikan manajerial diposisikan sebagai variabel intervening yang memediasi kebijakan dividen, hutang dan kepemilikan institusional terhadap risiko. Penelitian ini menghipotesiskan pengaruh tidak langsung antara kebijakan dividen, hutang dan kepemilikan institusional terhadap risiko, walaupun dalam realisasinya tidak menutup kemungkinan terjadi pengaruh langsung dari ketiga variabel tersebut terhadap risiko. Penelitian ini mengembangkan empat hipotesis untuk menguji signifikansi pengaruh variabel dalam model penelitian, yaitu:

- a. **H1:** Terdapat pengaruh negatif antara kebijakan dividen dengan kepemilikan manajerial untuk menekan konflik keagenan
- b. **H2:** Terdapat pengaruh negatif antara kebijakan hutang dengan kepemilikan manajerial untuk menekan konflik keagenan
- c. **H3:** Terdapat pengaruh negatif antara kepemilikan institusional terhadap kepemilikan manajerial untuk menekan konflik keagenan
- d. **H4:** Terdapat pengaruh positif antara kepemilikan manajerial dengan penerimaan risiko untuk menekan konflik keagenan.

METODOLOGI PENELITIAN

Data Penelitian

Penelitian menggunakan data sekunder berupa laporan keuangan perusahaan manufaktur yang terdaftar di *Indonesia Capital Market Directory* tahun 1995-1996. Teknik pengumpulan data menggunakan *purposive sampling method* dengan cara memilih sampel dengan kriteria: memiliki kepemilikan manajerial, kebijakan hutang, dividen, kepemilikan institusional, dan informasi harga pasar saham. Untuk mengatasi keterbatasan data menggunakan *pooled data*. Keterbatasan data disebabkan karena tidak banyak perusahaan di Indonesia menerapkan kepemilikan manajerial dan tidak banyak perusahaan membayar dividen. Dari hasil *pooled data* didapatkan 60 sampel.

Metoda Pengolahan Dan Analisis Data

Pengolahan data menggunakan analisis jalur (*path analysis*) untuk menganalisis variabel mediasi kepemilikan manajerial. Kepemilikan manajerial diposisikan sebagai variabel mediasi (*intervening variable*) yang memediasi variabel independen seperti: kebijakan dividen, hutang dan kepemilikan institusional terhadap penerimaan risiko. Metode *path analysis* merupakan perluasan regresi linier berganda yang digunakan untuk menaksir hubungan kausalitas antara variabel dalam model penelitian yang dibangun berdasarkan landasan teori yang kuat. (Ghozali;2001) Dalam melakukan interpretasi *output* menggunakan *standardized coefficients* bukan *unstandardized coefficients* sehingga mengabaikan nilai konstanta (*intercept*). Pengembangan model penelitian terfokus pada pengaruh tidak langsung antara kebijakan dividen, hutang dan kepemilikan institusional terhadap penerimaan risiko yang dimediasi oleh kepemilikan manajerial. Dalam realisasinya tidak menutup

kemungkinan terjadi pengaruh langsung dari ketiga variabel terhadap penerimaan risiko.

Pengolahan data menggunakan *software SPSS 11*. Karena pengumpulan data menggunakan *pool data* selama 2 tahun maka pengujian asumsi klasik hanya menfokuskan pada uji multikolinearitas. Uji multikolinearitas bertujuan untuk menguji adanya korelasi yang tinggi antar variabel independen. Model regresi yang baik apabila tidak ditemukan korelasi yang tinggi antara variabel independen. Untuk mendeteksi multikolinearitas menggunakan output matrik *pearson correlation*. Apabila matrik *pearson correlation* di atas 0.90 diperkirakan terjadi multikolinearitas. (Gujarati;1995 dan Ghozali;2001).

Perumusan Persamaan Penelitian

Penelitian ini mengembangkan 2 persamaan yaitu: **Persamaan pertama** berupa regresi berganda dengan kepemilikan manajerial sebagai variabel dependen kesatu. **Persamaan kedua** berupa regresi berganda dengan dengan risiko sebagai variabel dependen kedua. Pengolahan data dilakukan dengan meregres persamaan pertama kemudian meregres persamaan kedua.

Formula sebagai berikut:

$$Y1 \text{ Own} = a1 \text{ Div} + a2 \text{ Debt} + a3 \text{ Inst} + e1$$

$$Y2 \text{ Risk} = b1 \text{ Own} + b2 \text{ Div} + b3 \text{ Debt} + b4 \text{ Inst} + e2$$

Keterangan:

Risk = Penerimaan risiko

Formula : deviasi standart dari selisih harga saham secara bulanan selama 1 tahun atau $\{ (P1 - P0) : P0 \}$.

Own = Kepemilikan manajerial

Formula : jumlah saham dimiliki oleh manajer & direktur dibagi dengan jumlah saham beredar.

Div = Kebijakan dividen

Formula : *dividen per share* dibagi dengan *earning per share*.

Debt = Kebijakan hutang

Formula : jumlah hutang jangka pendek dan jangka panjang dibagi dengan jumlah asset.

Inst = Kepemilikan pihak institusional

Formula : jumlah saham dimiliki pihak perusahaan lain dibagi dengan jumlah saham beredar.

Pada kedua persamaan tersebut terdapat *unexplained variance* yang diwakili oleh $e1$ dan $e2$. Simbol $e1$ digunakan untuk mewakili variabel lain yang berpengaruh terhadap OWN tetapi variabel tersebut tidak dilibatkan dalam model penelitian. Simbol $e2$ digunakan untuk mewakili variabel lain yang berpengaruh terhadap RISK tetapi variabel tersebut tidak dilibatkan dalam model penelitian. Dalam mengidentifikasi nilai e didapatkan dari $(1 - \text{adjusted } R^2)$.

HASIL PENELITIAN

Statistik Deskriptif

Berdasarkan Tabel 1 disajikan data mengenai statistik deskriptif dari 60 sampel perusahaan manufaktur. Variabel Risk rata-rata 0,1587 dengan deviasi standar 0,07959. Own rata-rata 12,1333 dengan deviasi standar 11,48746. Div rata-rata 35,9328 dengan deviasi standar 11,50382, Debt rata-rata 0,5232 dengan deviasi standar 0,12932. Inst rata-rata 58,1198 dengan deviasi standar 16,01613.

TABEL 1.
Statistik Deskriptif

Variabel	Jml. Sampel	Deviasi Standar	Rata-Rata
Risk	60	0,07959	0,1587
Own	60	11,48746	12,1333
Div	60	11,50382	35,9328
Debt	60	0,12932	0,5232
Inst	60	16,01613	58,1198

Sumber : hasil olahan SPSS

Uji Multikolinearitas

Sebelum dilakukan pengolahan data dilakukan pengujian asumsi klasik multikolinearitas untuk mengidentifikasi korelasi yang tinggi antar variabel independen dalam penelitian. Pada Tabel 2 disajikan nilai *pearson corelation* antara variabel independen dimana hasil menunjukkan bahwa tidak terdapat nilai korelasi antar variabel independen melebihi 0,90 sehingga semua variabel dinyatakan bebas dari multikolinearitas.

TABEL 2.
Korelasi Antar Variabel Independen

Variabel	Div.	Debt.	Inst.
Div	1,000		
Debt	- 0,406	1,000	
Inst	- 0,204	- 0,001	1,000

Sumber: hasil olah an SPSS

Analisis Hasil Regresi

Tabel 3 menyajikan hasil regresi dengan menggunakan *path analysis* untuk menguji H1 sampai H4. Hasil menunjukkan sebagai berikut:

- a. Pengaruh dividen terhadap kepemilikan manajerial menghasilkan nilai koefisien jalur **+0,191** dengan nilai uji t sebesar **+2,187**. Hal ini menunjukkan signifikan pada tingkat **5%** tetapi karena memiliki tanda yang berbeda arah dengan hipotesis pertama maka **H1 ditolak**.
- b. Pengaruh kebijakan hutang terhadap kepemilikan manajerial menghasilkan nilai koefisien jalur **-0,269** dengan nilai uji t sebesar **-3,158**. Hal ini menunjukkan signifikan pada tingkat **1%** sehingga **H2 diterima**.
- c. Pengaruh kepemilikan institusional terhadap kepemilikan manajerial menghasilkan koefisien jalur **-0,678** dengan nilai uji t sebesar **-8,518**. Hal ini menunjukkan signifikan pada tingkat **1%** sehingga **H3 diterima**.
- d. Pengaruh kepemilikan manajerial terhadap penerimaan risiko menghasilkan koefisien jalur **+0,505** dengan nilai uji t sebesar **+2,412**. Hal ini menunjukkan signifikan pada tingkat **5%** sehingga **H4 diterima**.

TABEL 3.
Hasil Pengujian Hipotesis

Pengaruh Variabel	Hipotesis	Koefisien Jalur	Nilai Uji t	Pengujian Hipotesis
Div → Own	H1 -	+ 0,191	+ 2,187**	Ditolak
Debt → Own	H2 -	- 0,269	- 3,158***	Diterima
Inst → Own	H3 -	- 0,678	- 8,518***	Diterima
Own → Risk	H4 +	+ 0,505	+ 2,412**	Diterima
Adj R ² pers 1 = 0,65				
Adj R ² pers 2 = 0,13				
Uji F pers 1 = 36,69				
Uji F pers 2 = 3,18				

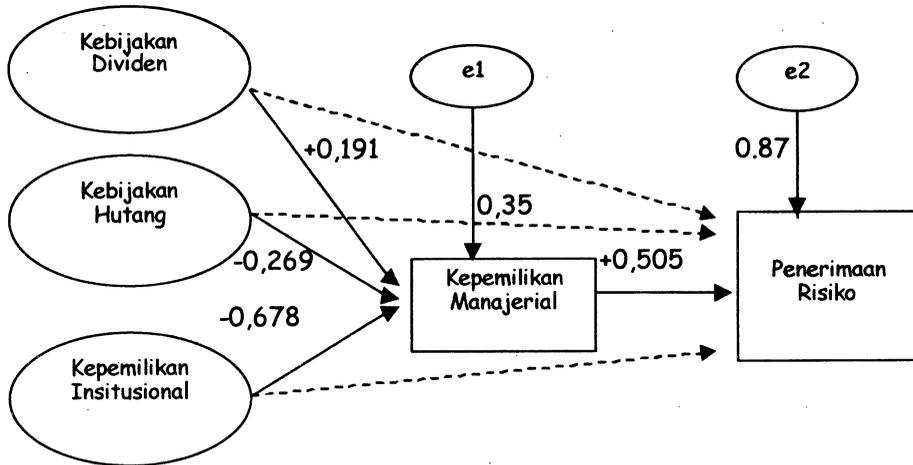
Keterangan:

- *** signifikan 1%
- ** signifikan 5%
- * signifikan 10%

Sumber : hasil olahan SPSS

Dari hasil analisis jalur dapat diidentifikasi pengaruh yang dibangun dalam model penelitian. Gambar 2 menyajikan pengaruh antar variabel dalam model penelitian. Nilai e1 sebesar (1- adjusted R²) atau **1- 0,65 = 0,35**. Nilai e2 sebesar (1- adjusted R²) atau **1- 0,13 = 0,87**.

GAMBAR 2.
Hasil Pengolahan Hubungan Antar Variable



Pada Tabel 4, diidentifikasi pengaruh langsung dan tidak langsung dari kebijakan dividen, hutang dan kepemilikan manajerial terhadap penerimaan risiko. Penelitian ini menghipotesiskan bahwa kebijakan dividen, hutang dan kepemilikan insitusal pengaruh terhadap kepemilikan manajerial sehingga berdampak pada risiko perusahaan.

TABEL 4.
Hasil Pengujian Pengaruh Antar Variabel Penelitian

Pengaruh	Koefisien Jalur	Pengaruh
Div → Risk	- 0,118	Langsung
Debt → Risk	+ 0,443	Langsung
Inst → Risk	+ 0,302	Langsung
Own → Risk	+ 0,505	Langsung
Div → Own → Risk	+ 0,191 x (+ 0,505) = +0,096	Tidak langsung
Debt → Own → Risk	- 0,269 x (+ 0,505) = - 0,136	Tidak langsung
Inst → Own → Risk	- 0,678 x (+ 0,505) = - 0,343	Tidak langsung

Sumber : hasil olahan

Pembahasan Hasil Penelitian

Berdasarkan hasil pengujian hipotesis ditemukan **H2**, **H3** dan **H4** diterima sedangkan **H1** ditolak karena terjadi anomali dengan teori. Pembahasan masing-masing variabel dalam hipotesis sebagai berikut:

Kebijakan dividen berpengaruh positif signifikan terhadap kepemilikan manajerial. Hasil ini berbeda dengan hasil penelitian sebelumnya yang menyatakan terdapat pengaruh negatif antara kebijakan dividen terhadap kepemilikan manajerial. Koefisien positif disebabkan struktur kepemilikan saham perusahaan Indonesia di kuasai oleh keluarga sehingga untuk mempertahankan kekuasaan dalam mengambil keputusan maka pemilik mempertahankan kepemilikan saham dalam jumlah besar. Dengan kepemilikan saham yang besar menyebabkan kekayaan pemilik kurang terdiversifikasi sehingga menginginkan dividen besar. Dividen besar sebagai kompensasi atas risiko yang diterima oleh manajer. Selain itu dengan membayar dividen besar dapat mengangkat reputasi perusahaan dimata pemegang saham atau pihak eksternal lainnya sehingga mencerminkan kinerja perusahaan. Sebagai dampak kebijakan dividen, perusahaan memiliki laba ditahan rendah sehingga harus mencari sumber dana internal untuk keperluan ekspansi. Berdasarkan hasil ini kebijakan dividen tidak dapat digunakan sebagai mekanisme untuk menekan konflik keagenan.

Kebijakan hutang berpengaruh negatif signifikan terhadap kepemilikan manajerial. Hasil ini sesuai dengan penelitian sebelumnya karena peningkatan hutang meningkatkan financial distress dan kebangkrutan maka manajer cenderung konservatif dalam menggunakan hutang. Jika perusahaan menggunakan hutang dalam jumlah besar maka manajer cenderung mengurangi keterlibatan dalam kepemilikan saham. Manajer memilih mengalokasikan pada kesempatan investasi lain yang lebih menguntungkan. Selain itu dengan menggunakan hutang manajer lebih waspada agar perusahaan dapat membayar bunga dan mengembalikan pinjaman sehingga reputasi perusahaan tetap baik dimata investor dan pemegang saham. Berdasarkan hasil ini kebijakan hutang dapat digunakan sebagai mekanisme menekan konflik keagenan.

Kepemilikan institusional berpengaruh negatif signifikan terhadap kepemilikan manajerial. Hasil ini sesuai dengan penelitian sebelumnya karena peningkatan kepemilikan saham oleh mayoritas menciptakan mekanisme pengendalian terhadap kinerja manajer. Dengan pengawasan ini manajer lebih berhati-hati mengambil keputusan agar tidak merugikan kepentingan pemilik, pemegang saham maupun kreditor. Jika dalam suatu perusahaan memiliki kepemilikan institusional yang besar maka manajer cenderung mengurangi kepemilikan saham. Dengan strategi ini diharapkan kekayaan manajer didiversifikasikan pada beberapa kesempatan investasi yang menguntungkan. Berdasarkan hasil ini kepemilikan institusional dapat digunakan sebagai mekanisme untuk menekan konflik keagenan.

Kepemilikan manajerial berpengaruh positif signifikan terhadap penerimaan risiko. Hasil ini sesuai dengan penelitian sebelumnya karena pada tingkat kepemilikan oleh jajaran manajer yang terlalu besar cenderung meningkatkan risiko perusahaan. Hal ini dikarenakan kekayaan manajer menjadi tidak terdiversifikasi secara optimal sehingga cenderung berisiko tinggi. Dengan risiko tinggi otomatis manajer menjadi risk seekers sehingga menuntut return tinggi. Untuk mengimbangi risiko tersebut, manajer memilih proyek yang berisiko tinggi supaya mendapat return yang tinggi. Manajer akan menjalin kerja sama dengan pihak kreditor dalam membiayai proyek. Dengan

kerja sama ini terjadi peralihan kekayaan dari pihak kreditor kepada pemegang saham atau sesuai dengan *wealth transfer effect hypothesis* dari *Sounder, Strock & Travlos (1990)*. Berdasarkan hasil ini kepemilikan manajerial digunakan untuk menekan konflik keagenan dengan pemegang saham tetapi memicu terjadi konflik dengan pihak kreditor. Dengan peluang terjadi konflik ini maka perusahaan harus menyeimbangkan antara konflik keagenan dengan pemegang saham dan konflik keagenan dengan kreditor sehingga dapat meningkatkan nilai perusahaan dan kesejahteraan pemegang saham.

KESIMPULAN DAN SARAN

Berdasarkan hasil penelitian di atas disimpulkan sebagai berikut:

1. Kebijakan dividen tidak dapat digunakan untuk menekan konflik keagenan karena justru perilaku manajer menginginkan dividen yang besar sehingga akan meningkatkan risiko perusahaan.
2. Kebijakan hutang dapat digunakan untuk menekan konflik keagenan karena dengan menggunakan hutang manajer akan membatasi kepemilikan saham. Sebagai dampaknya akan mengurangi risiko perusahaan.
3. Kepemilikan institusional digunakan untuk menekan konflik keagenan karena dengan melibatkan pemegang saham mayoritas dapat mengendalikan perilaku manajer yang oportunistik. Di bawah mekanisme ini manajer akan membatasi kepemilikan saham sehingga diharapkan dapat menurunkan risiko perusahaan.
4. Kepemilikan manajerial dapat digunakan untuk menekan konflik keagenan karena dengan mempertimbangkan kepemilikan saham akan berpengaruh terhadap risiko yang diterima perusahaan. Jika kepemilikan rendah maka perusahaan menghadapi risiko rendah sehingga tidak terjadi konflik dengan pemegang saham. Jika kepemilikan manajer tinggi maka manajer akan berbagi risiko dengan kreditor sehingga menimbulkan konflik keagenan dengan kreditor. Mekanisme ini relatif menekan konflik dengan pemegang saham tetapi memicu terjadi konflik keagenan dengan kreditor.

Sebagai perkembangan selanjutnya penelitian diarahkan pada pengembangan model penelitian, dimana masih banyak determinan yang mempengaruhi kepemilikan manajerial dan risiko yang tidak dimasukkan dalam model penelitian ini. Selain itu peneliti dapat menggunakan proksi lain yang mungkin lebih mewakili variabel-variabel penelitian.

REFERENSI

- Bathala C. T., K.P. Moon, and R. P. Rao. (1994). *Managerial Ownership, Debt Policy, and The Impact of Institutional Holdings: An Agency Perspective*, **Financial Management**, 23, hlm. 38-50.
- Black, F. and Scholes. (1973). *The Pricing of Option and Corporate Liabilities*, **Journal of Political Economy**, 18, hlm 637-654.
- Chen, R. Carl, Steiner T, and Whyte. (1998). *Risk Taking Behavior and Management Ownership in Dipository Institutional*. **The Journal of Financial Research**, Vol XXI, No.1, Spring, hlm 1-16.
- Chen, R. Carl and 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.
- Crutchley, C. and Hansen. (1989). *A Test of The Agency Theory of Managerial Ownership, Corporate Leverage, and Corporate Dividends*, **Financial Management**, 18, hlm. 36-46.
- Demset, H. and Keneth Lehn. (1985). *The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences*, **Journal of Political Economy**, 93, hlm 1155-1177.
- Fama, E. (1980). *Agency Problem and The Theory of The Firm*, **Journal of Political Economy**, Vol 88, No. 21, hlm 288-307.
- Galai, D. and Masulis, R. W. (1976). *The Option Pricing Model and Risk Factor of Stock*, **The Journal of Financial Research**, 3, hlm 53-81.
- Ghozali, I. (2001). *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Metode SPSS*, Badan Penerbit Universitas Diponegoro, Semarang.
- Gujarati, D. (1995). *Basic Econometrics*, 3 ed. Mc. Growhill, New York.
- Jensen, M. and W.H. Meckling. (1976). *Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure*, **Journal of Financial Economics**, 3, hlm. 305-360.
- Jensen, M. (1986). *Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers*, **American Economics Review**, Vol. 76, hlm. 323-326.
- Jensen, Gerald R, D.P. Solberg, and T.S.Zorn. (1992). *Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt, and Dividends*, **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, No. 27, hlm. 247-263.
- May, D. O. (1995). *Do Managerial Motives Influence Firm Risk Reduction Strategies?*, **Journal of Finance**, 50, hlm 1291-1308.
- Moh'd, A. M. Pery G.L. and Rimbey N.J. (1995). *An Investigation of Dinamic Relationship Between Agency Theory and Dividend Policy*, **The Financial Review**, Vol XXX, No 2, hlm. 367-384.
- Moh'd, A. Pery G.L. and Rimbey N.J. (1998). *The Impact of Ownership Structure On Corporate Debt Policy: A time-Series Cross-Sectional Analysis*, **The Financial Review**, 33 hlm. 85-98.
- Ramaswamy, K. Mingfang Li, and Veliyath, R. (2002). *Variations in Ownership Behavior and Propensity to Diversify: A Study of the Indian Corporate Context*, **Strategic Management Journal**, No. 23, hlm 345-358.
- Saunders, A. Strock. Elizabeth, and Travlos, Nickolaos. G. (1990). *Ownership Structure Deregulation, and Bank Risk Taking*, **The Journal of Finance**, Vol XVI, No. 2, June, hlm 643-654.