

PENGARUH KEPEMILIKAN SAHAM MANAJERIAL DAN INSTITUSIONAL PADA STRUKTUR MODAL PERUSAHAAN

DYAH SIH RAHAYU

FAISAL

Universitas Diponegoro

The agency relationship between managers and shareholders has the potential to influence decision-making in the firm which in turn potentially impacts on firm characteristic such as value and capital structure (debt ratio). This paper examines the relationship between ownership structure among managerial and institutional may have a significance relation with capital structure (debt ratio). Data collection is done by using pooling method. 39 firms listed in Jakarta Stock Exchange for period 1999-2001 used as samples. The empiracal results provide support previous research that a positive relation between ownership structure with capital structure (debt ratio). The results also suggest that the relation between institutional ownership and capital structure varies across the level oh managerial ownership.

Keyword : Managerial ownership, Institutional ownership, Capital structure

PENDAHULUAN

Teori agensi merupakan penjelasan yang sering digunakan dalam melihat variasi struktur modal pada berbagai perusahaan. Teori agensi (Jensen dan Meckling 1976) menyatakan bahwa ada konflik kepentingan yang muncul antara pemegang saham (prinsipal) dengan manajer perusahaan (agen), yang menjadikan manajer kemungkinan melakukan tindakan/keputusan yang meningkatkan kesejahteraannya dengan mengorbankan kepentingan pemegang saham.

Ada beberapa metode yang bisa digunakan untuk menghilangkan permasalahan agensi dan menurunkan biaya yang berkenaan dengan agensi. Metode-metode tersebut bisa dikelompokkan dalam dua katagori. Pertama, melalui pengendalian eksternal (*external control*) atau mekanisme motivasional. Hal ini dilakukan untuk menyelaraskan kepentingan manajemen dengan pemegang saham dengan meningkatkan kepemilikan manajer pada perusahaan

(Jensen dan Meckling 1976). Kedua, dengan meningkatkan penggunaan pendanaan melalui hutang (*internal control*). Penggunaan hutang ini tidak hanya menyelaraskan kepentingan kedua pihak, namun juga meningkatkan kemungkinan terjadinya kebangkrutan dan kehilangan pekerjaan bagi manajer. Adanya resiko ini menjadikan manajer termotivasi untuk menurunkan konsumsi mereka atas *perks* serta meningkatkan efisiensi.

Meski hasil masing-masing prediksi ini tampak jelas, namun bukti empirik tidaklah demikian. Beberapa penelitian yang menguji hubungan antara struktur kepemilikan dengan struktur modal diantaranya; Kim dan Sorensen (1986), Agrawal dan Mendelker (1987), serta Mehran (1992). Mereka menguji pengaruh kepemilikan manajerial terhadap rasio hutang perusahaan, hasilnya terdapat hubungan yang positif antara kepemilikan manajer dengan rasio hutang. Friend dan Hasbrouk (1988), Jensen dkk (1992) menguji hal yang sama namun hasilnya berlawanan dengan penelitian Kim dan Sorensen (1986), Agrawal dan Mendelker (1987) serta Mehran (1992), hasil penelitian mereka menunjukkan bahwa terdapat hubungan negatif antara prosentase kepemilikan manajer dengan rasio hutang. Bathala dkk (1994) menyimpulkan bahwa investor institusional mempunyai hubungan negatif terhadap rasio hutang. Moh'd et al (1980) menyatakan bahwa struktur kepemilikan saham oleh pihak eksternal (institusional) dan kepemilikan internal (manajer) berpengaruh negatif dan signifikan terhadap rasio hutang.

Hasil penelitian yang masih *mixed* ini memotivasi penulis untuk melakukan penelitian tentang pengaruh struktur kepemilikan terhadap struktur modal (rasio hutang) perusahaan. Selain itu hasil yang masih tidak konsisten tersebut mengharuskan kita untuk mempertimbangkan aspek lain dalam hubungan antara struktur modal dengan struktur kepemilikan ini. Sifat distribusi saham (level kepemilikan) telah dipandang sebagai sarana untuk menghilangkan kos agensi yang mempengaruhi struktur modal perusahaan. Karena kepemilikan merepresentasikan sumber kekuatan (*power*) yang dapat digunakan untuk mendukung atau mungkin melawan manajemen yang ada, konsentrasi ataupun dispersi kekuatan ini menjadi hal yang relevan.

Beberapa penelitian sebelumnya melihat dari sudut pandang manajerial untuk menjelaskan variasi-variasi dalam struktur modal, misalnya Barton dan Gordon (1988) dan Berger et al (1997) menyatakan bahwa keputusan tentang struktur modal tidak hanya ditentukan oleh faktor internal dan eksternal yang menyangkut risiko dan kontrol saja tetapi faktor nilai, preferensi dan keinginan manajer juga merupakan masukan penting dalam pembuatan keputusan finansial. Khususnya menyangkut keputusan *corporate financing* yang dipengaruhi oleh insentif manajer untuk berlaku *opportunistic* yang dipengaruhi oleh struktur kepemilikan.

Dengan menggunakan rasionalisasi teori agensi, secara teoritis dan berdasar penelitian empirik telah menunjukkan bahwa manajer merupakan sumber daya manusia yang diinvestasikan pada perusahaan, dan memiliki dorongan untuk menurunkan resiko yang tidak dapat didiversifikasi dengan cara memastikan kelangsungan hidupnya pada perusahaan tersebut (Amihud dan Lev, 1981).

Salah satu metode untuk menurunkan resiko yang tidak dapat didiversifikasi adalah dengan menurunkan hutang perusahaan (Friend dan Lang, 1988)

Penelitian ini bertujuan untuk menginvestigasi apakah struktur kepemilikan dapat menjelaskan variasi *cross sectional* dalam struktur modal dan apakah kepemilikan manajerial dan pihak eksternal (institusional) mempengaruhi struktur modal perusahaan. Hal ini didasarkan pada alasan bahwa manajer dan pihak eksternal merupakan dua kelompok pemegang saham yang menentukan keputusan tentang alokasi sumberdaya perusahaan. Penelitian ini menguji pengaruh kepemilikan saham manajerial dan kepemilikan saham institusional pada struktur modal. Pertama, menguji hubungan antara kepemilikan saham institusional dan rasio hutang perusahaan (struktur modal) perusahaan. Kedua, menginvestigasi hubungan antara kepemilikan saham manajerial dan rasio hutang perusahaan. Ketiga, menguji pengaruh kepemilikan saham institusional maupun kepemilikan saham manajerial pada struktur modal perusahaan.

TELAAH LITERATUR DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Teori portofolio menyatakan bahwa investor lebih menyukai investasi pada portofolio yang terdiversifikasi dengan baik untuk meminimumkan resiko. Namun demikian, manajer perusahaan tidak dapat mencapai level resiko minimum yang sama pada saat sejumlah besar proporsi kesejahteraannya dihasilkan dari investasi yang signifikan pada modal manusia yang tidak dapat didiversifikasi di suatu perusahaan (Amihud dan Lev, 1981). Resiko yang tidak dapat didiversifikasi ini menghasilkan penurunan pada kesejahteraan manajer (Crutchley dan Hansen, 1989). Salah satu cara menurunkan resiko yang tidak dapat didiversifikasi adalah dengan menurunkan hutang perusahaan (Friend dan Lang, 1988). Hal ini dikarenakan hutang meningkatkan resiko kebangkrutan suatu perusahaan. Karena terjadinya kebangkrutan atau kesulitan keuangan akan menimbulkan kehilangan pekerjaan, kemungkinan pemecatan di masa mendatang serta kapasitas pendapatan yang rendah bagi manajer, maka kemungkinan manajer yang mementingkan dirinya sendiri akan terdorong untuk menurunkan hutang perusahaan pada level kurang dari optimal. Namun demikian, manajemen tidak mungkin menurunkan level hutang menjadi nol karena adanya mekanisme *corporate governance* untuk mengatur dan mengendalikan perilaku mereka.

Kepemilikan saham manajerial (*managerial share ownership*) selanjutnya disebut MSO telah dipandang sebagai mekanisme yang dapat menurunkan konflik agensi melalui penyelarasan kepentingan antara manajemen dan pemegang saham. Namun demikian, hubungan yang tepat antara MSO dan hutang perusahaan adalah kompleks. Selanjutnya literatur yang ada juga tidak konsisten dan tidak jelas. Jensen dan Meckling (1976) menyatakan bahwa kepemilikan saham manajerial dapat menurunkan dorongan manajerial untuk mengkonsumsi *perquisites*, pengambilalihan kesejahteraan pemegang saham dan untuk melakukan perilaku lain yang tidak memaksimumkan nilai perusahaan. Namun demikian,

pada saat level MSO meningkat, pengendalian atas perusahaan berpindah dari pemegang saham institusional ke manajer. Pada saat yang sama, pertahanan manajemen terjadi. Namun, pada kepemilikan manajer pada level tinggi, resiko substansial dari kepentingan pribadi muncul karena kontribusi manajer yang besar pada perusahaan. Karenanya, pada level tinggi MSO, ada dorongan untuk menurunkan level hutang dibanding kasus sebaliknya.

Komplikasi lain berhubungan dengan peran pemegang saham institusional. Literatur menunjukkan bahwa pemegang saham institusional memiliki dorongan untuk memonitor dan mempengaruhi manajemen untuk melindungi investasi mereka yang signifikan (Friend dan Lang., 1988; Mehran 1992). Karena peran ekonomi pemegang saham meningkat pada saat level kepemilikan saham mereka meningkat, dorongan pemegang saham untuk melindungi investasi mereka dan akibatnya memonitor manajemen menjadi meningkat seiring dengan peningkatan kepemilikan saham mereka. Lebih jauh, *voting power* dan pengaruh mereka juga meningkat, menjadikan pemegang saham memiliki kemampuan yang lebih besar dalam mengendalikan tindakan manajer. Oleh karena itu, rasio hutang perusahaan cenderung merupakan fungsi peningkatan dari level kepemilikan saham institusional, *ceteris paribus* (Brailsfort et al, 2002).

Namun demikian, ada kecenderungan muncul interaksi antara MSO dan kepemilikan saham institusional (*institutional share ownership*) selanjutnya disebut ISO. Pada level rendah MSO, ISO memainkan peran yang signifikan dalam memonitor perilaku manajer, akibatnya, *managerial opportunism* lebih rendah. Dengan level rendah MSO, manajer memiliki pengaruh dan kekuatan voting yang terbatas, sementara ISO memiliki kemampuan memonitor dan membatasi perilaku *opportunistic* manajerial, karenanya mengurangi /menghilangkan konflik agensi. Konsekuensinya, baik MSO maupun ISO berpengaruh positif pada permasalahan dorongan manajerial. Secara khusus, kedua faktor dihipotesiskan mampu menurunkan perilaku *opportunistic* manajerial.

Pada level tinggi MSO, pengaruh monitoring ISO diimbangi oleh *entrenchment effect* yang muncul dari MSO yang tinggi. Dengan demikian, efektifitas ISO pada *managerial opportunism* secara signifikan juga menurun. Jika *entrenchment effect* melebihi kemampuan monitor ISO, signifikansi yang berhubungan antara ISO dengan leverage akan turun pada saat level MSO meningkat. Secara ekstrim, jika *entrenchment effect* mendominasi maka monitoring apapun yang dilakukan oleh ISO cenderung tidak efektif. Dengan demikian, secara umum dapat dikatakan bahwa hubungan antara ISO dan leverage pada level tinggi MSO tidak akan signifikan sebagaimana jika dibandingkan dengan level rendah MSO. Pada level MSO yang berbeda, tanda yang berbeda diobservasi karena bentuk yang tidak linier dan interaksi antara MSO dan ISO.

Chen dan Steiner (1998) menguji secara simultan *non linier* antara kepemilikan manajerial, kebijakan hutang, kebijakan dividen dan *risk taking*. Hasil penelitian mereka menyatakan bahwa kepemilikan manajerial berhubungan dengan risiko secara *non linier*. Pada saat terjadinya peningkatan

risiko maka manajer akan meningkatkan kepemilikan sahamnya. Tetapi pada saat risiko berada pada tingkat tertentu maka manajer akan berperilaku *risk averse* dan cenderung akan mengurangi kepemilikan sahamnya. Hasil lainnya adalah bahwa kepemilikan manajerial berhubungan negatif dengan hutang dan dividen.

Beberapa penelitian yang menguji hubungan antara struktur kepemilikan dengan struktur modal diantaranya ; Kim dan Sorensen (1986), Agrawal dan Mendelker (1987), serta Mehran (1992). Mereka menguji pengaruh kepemilikan manajerial terhadap rasio hutang perusahaan, hasilnya terdapat hubungan positif antara kepemilikan manajer dengan rasio hutang. Friend dan Hasbrouk (1988), Jensen et al (1992) menguji hal yang sama namun hasilnya berlawanan dengan penelitian Kim dan Sorensen (1986), Agrawal dan Mendelker (1987) serta Mehran (1992) hasil penelitian mereka menunjukkan bahwa terdapat hubungan negatif antara prosentase kepemilikan manajer dengan rasio hutang. Bathala et al (1994) menyimpulkan bahwa investor institusional mempunyai hubungan negatif terhadap rasio hutang. Moh'd et al (1980) menyatakan bahwa struktur kepemilikan saham oleh pihak eksternal (institusional) dan kepemilikan internal (manajer) berpengaruh negatif dan signifikan terhadap rasio hutang. Di Indonesia penelitian ini dilakukan oleh Wahidahwati (2001) yang menguji kembali penelitian Moh'd et al (1980), hasil penelitiannya mendukung penelitian Moh'd et al (1980) bahwa kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional berhubungan negatif dengan rasio hutang perusahaan.

Jensen et al (1992) menguji pengaruh *insider ownership* dan kebijakan dividen terhadap kebijakan hutang (*debt ratio*). Menurut mereka rasio hutang merupakan fungsi dari *insider ownership*, dividen, risiko bisnis, profitabilitas, penelitian dan pengembangan (R&D) dan aktiva tetap. Hasil penelitian mereka menunjukkan bahwa terdapat hubungan negatif antara *insider ownership* dengan kebijakan hutang. Hasil ini mengindikasikan bahwa dengan peningkatan *insider ownership* akan mensejajarkan kepentingan pemegang saham dengan manajer sehingga kepemilikan manajerial dapat menggantikan peran dan mengurangi kos agensi. Hasil lainnya bahwa *insider ownership* akan menyebabkan penurunan rasio pembayaran dividen.

Friend dan Lang (1998) menguji pengaruh kepentingan manajemen terhadap struktur modal perusahaan. Struktur modal diproksikan sebagai rasio hutang dengan total aktiva (*debt/total asset*) sedangkan kepentingan manajemen diukur dari proporsi saham yang dimiliki oleh manajer. Variabel kontrol yang diduga mempengaruhi struktur modal adalah standard deviasi *earning*, ukuran perusahaan, nilai pasar ekuitas (*market value of equity*), proporsi saham yang dimiliki oleh non manajerial. Hasilnya menunjukkan bahwa terdapat hubungan terbalik antara kepemilikan manajerial dengan penggunaan hutang. Artinya, bahwa risiko yang diakibatkan oleh hutang yang tidak terdiversifikasi lebih besar dirasakan oleh manajemen dari pada investor luar, sehingga manajer akan menjaga agar tingkat hutang tetap rendah. Sedangkan ukuran perusahaan berhubungan positif dengan rasio hutang dan rasio hutang berhubungan negatif dengan profitabilitas.

Moh'd et al(1980) menguji struktur kepemilikan saham terhadap kebijakan hutang perusahaan baik secara *time series* maupun *cross sectional*. Hasilnya menyatakan bahwa struktur kepemilikan dan variabel kontrolnya (dividen, pertumbuhan, risiko aktiva, profitabilitas dan keunikan perusahaan (*uniqueness of the firm*)) berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang perusahaan. Variabel dividen, pertumbuhan, risiko aktiva, profitabilitas dan keunikan perusahaan berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang sedangkan variabel ukuran perusahaan, struktur aktiva, risiko *operating leverage*, *tax rate*, *non debt tax shield* berpengaruh positif dan signifikan terhadap rasio hutang.

Berdasarkan uraian sebelumnya, secara ringkas dapat disimpulkan. Pertama, pada saat level MSO rendah, MSO berhubungan positif dengan struktur modal (rasio hutang) perusahaan karena adanya konvergensi kepentingan. Pada saat level MSO tinggi, maka hutang akan menurun, *ceteris paribus*. Kedua, ISO memainkan peran aktif dalam memonitor dan keberadaannya membawa pada rasio hutang yang lebih tinggi, *ceteris paribus*. Ketiga, MSO dan ISO berinteraksi. Pada level MSO rendah, ISO akan lebih efektif dan berhubungan positif dengan rasio hutang, *ceteris paribus*. Namun demikian pada saat manajer menjadi bertahan pada level MSO tinggi, hubungan antara ISO dengan rasio hutang melemah, *ceteris paribus*.

METODA PENELITIAN

Sampel dan Data Penelitian

Sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta. Perusahaan yang dipilih mulai tahun 1999 sampai dengan 2001 dengan menggunakan metode *purposive random sampling* (Cooper dan Emory 1995). Pengambilan sampel dalam penelitian ini menggunakan metode penggabungan atau *pooling data*. Dalam penelitian ini diperoleh 39 perusahaan yang memenuhi kriteria sebagai sampel.

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder yang meliputi, kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, ukuran perusahaan, industri, hutang jangka panjang (*long term debt*), *dividend payout*, total aktiva (*total asset*), *operating income*. Data ini diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory*.

Definisi Operasional Variabel

1. Kepemilikan Saham Manajerial (*Managerial Share Ownership/MSO*) adalah prosentase saham yang dimiliki oleh eksekutif dan direktur.
2. Kepemilikan Saham Institusional (*Institutional Share Ownership/ISO*) adalah prosentase saham yang dimiliki oleh pemegang saham.
3. Struktur Modal (*Debt Ratio/D/E*) adalah jumlah hutang jangka panjang dibagi dengan (hutang jangka panjang + equity). Rasio ini untuk menggambarkan kebijakan hutang perusahaan.

4. Ukuran Perusahaan (*Size*) adalah *natural log of total asset*. Variabel ini diharapkan mempunyai koefisien yang positif, artinya semakin terdiversifikasi perusahaan maka semakin kecil kemungkinan untuk bangkrut dan mampu memenuhi kewajibannya (Agrawal dan Nagarajan, 1990).
5. Industri (*IND*) adalah *dummy variable*. Nilai 1 untuk perusahaan manufaktur dan 0 untuk perusahaan selain manufaktur. Hal ini karena kelompok industri menentukan struktur modal perusahaan, perusahaan yang sejenis tentunya akan mempunyai karakteristik risiko yang sama (Scott dan Martin, 1975; Ferri dan Jones, 1979).
6. Volatilitas Laba (*Earning Volatility/ VOLT*) adalah standar deviasi dari prosentase tahunan perubahan laba operasi sebelum bunga, pajak dan depresiasi (Bradley et al, 1984). Penelitian ini menggunakan volatilitas laba karena merupakan indikator dari risiko bisnis (Ferri dan Jones, 1979) Pemegang hutang akan melihat *future earning* sebagai proteksi, kenaikan volatilitas laba akan menurunkan penawaran hutang (Bradley et al 1984; Mehran 1992). Bradley et al (1984) menggunakan standar deviasi dari prosentase perubahan arus kas. Titman dan Wessels (1988) menggunakan laba operasi untuk mengukur volatilitas laba.
7. Pertumbuhan (*Growth*) adalah prosentase tahunan perubahan aktiva total. Kim dan Sorensen (1986), Titman dan Wessels (1988), Jensen et al (1992) dan Mehran (1992) menyatakan bahwa peluang pertumbuhan perusahaan merupakan proksi yang tepat untuk mengukur kos agensi hutang. Pertumbuhan juga merupakan indikator dari profitabilitas dan kesuksesan perusahaan jika pertumbuhan diproksikan sebagai ketersediaan dana internal. Bila perusahaan mempunyai dana internal yang cukup maka mereka cenderung akan melakukan investasi. Hal ini mengacu pada *Pecking Order Theory* (Myers dan Majluf 1984) yang menyatakan bahwa untuk variabel pertumbuhan akan terjadi koefisien negatif. McConnel dan Serves (1995) menyatakan bahwa hubungan agensi yang ditimbulkan oleh kepemilikan manajerial berbeda untuk perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi dengan yang yang rendah. Berdasarkan hal tersebut maka variabel pertumbuhan akan negatif.
8. Profitabilitas (*Profitability/PROF*), adalah laba operasi sebelum bunga dan pajak yang diskala dengan aktiva total. Indikator profitabilitas perusahaan meliputi rasio laba operasi dengan penjualan dan rasio laba dengan aktiva total (Titman dan Wessels 1988; Jensen et al 1992) serta rasio rata-rata laba operasi sebelum bunga dan pajak dengan aktiva total (Wald 1995). Myers dan Majluf (1984) menghubungkan profitabilitas dengan struktur modal, menurut mereka semakin *profitable* perusahaan maka semakin berkurang permintaan hutangnya.
9. Dividen (*Dividend/ DIV*) adalah rasio pembayaran dividen terhadap *earning after tax (dividend payout ratio)*.

Pengujian Hipotesis

Ada tiga pengujian yang akan dilakukan dalam penelitian ini. Pertama menguji tentang hubungan *non linier* antara variabel kepemilikan saham manajerial/ *managerial share ownership* (MSO) dengan struktur modal/rasio hutang (*Debt Ratio*). Variabel MSO dan kuadrat dari variabel kepemilikan saham manajerial (MSO)² diregres secara bersamaan dengan variabel kontrol (ukuran perusahaan, industri, volatilitas laba, pertumbuhan, profitabilitas dan dividen):

$$D/E_{it} = \alpha_0 + \beta_0 MSO_{it} + \beta_1 (MSO_{it})^2 + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 VOLTY_{it} + \beta_4 GROWTH_{it} + \beta_5 PROF_{it} + \beta_6 DIV_{it} + \beta_7 KLASIND_{it} + \epsilon_{it} \quad (1)$$

Kuadrat dari MSO digunakan untuk menguji bentuk kuadratik, tanda negatif pada MSO kuadrat akan menghasilkan titik maksimum dan D/E tidak boleh negatif, dengan demikian untuk MSO harus diperhatikan.

Pengujian kedua menguji hubungan antara kepemilikan saham institusional/*institutional share ownership* (ISO) dengan struktur modal. Variabel kepemilikan saham institusional dan variabel-variabel kontrol diregresi secara bersamaan dengan D/E:

$$D/E_{it} = \alpha_0 + \beta_0 ISO_{it} + \beta_1 SIZE_{it} + \beta_2 VOLTY_{it} + \beta_3 GROWTH_{it} + \beta_4 PROF_{it} + \beta_5 DIV_{it} + \beta_6 KLASIND_{it} + \epsilon_{it} \quad (2)$$

Ketiga menguji secara bersamaan pengaruh kepemilikan saham manajerial dan kepemilikan saham institusional terhadap struktur modal (rasio hutang). Tujuan pengujian ini adalah untuk melihat hubungan antara ISO dengan struktur modal pada level kepemilikan saham manajerial (MSO) yang berbeda. Diawal telah dinyatakan bahwa hubungan antara ISO dengan struktur modal bersifat *conditional*, artinya tergantung pada level MSO.

$$D/E_{it} = \alpha_0 + \beta_0 MSO_{it} + \beta_1 (MSO_{it})^2 + \beta_2 ISO_{it} + \beta_3 (\Phi ISO_{it}) + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 VOLTY_{it} + \beta_6 GROWTH_{it} + \beta_7 PROF_{it} + \beta_8 DIV_{it} + \beta_9 KLASIND_{it} + \epsilon_{it} \quad (3)$$

Φ ISO adalah *dummy variable* yang menunjukkan tingkatan kepemilikan saham yang dimiliki manajerial. Φ ISO = 0 jika saham yang dimiliki manajerial kurang dari 20 persen dan Φ ISO = 1 jika saham yang dimiliki manajerial 20 persen atau lebih. (Brailsford dkk.2002 ; Hermalin dan Weisbach 1991).

Koefisien variabel ISO menunjukkan hubungan antara ISO dengan struktur modal pada saat level MSO rendah. Koefisien Φ ISO menunjukkan hubungan antara ISO dengan struktur modal pada level MSO yang berbeda (level MSO tinggi dan rendah).

HASIL DAN PEMBAHASAN

Pengujian Asumsi

Hasil uji normalitas data dengan menggunakan *Kolmogorov-Smirnov Test* terhadap sembilan variabel yang digunakan menunjukkan untuk variabel Kepemilikan Saham Institusional (ISO), ukuran perusahaan (SIZE), profitabilitas (PROF), tidak ada yang signifikan pada *level 5 %*. Artinya data terdistribusi normal. Untuk variabel struktur modal (D/E), pertumbuhan (GROWTH) dan volatilitas laba (VOLTY) terdistribusi normal setelah dilakukan metode *winsorizing*. Untuk variabel kepemilikan saham manajerial (MSO), dividen (DIV) dan industri (IND) meskipun sudah dilakukan perbaikan tetapi data tetap tidak terdistribusi dengan normal. Dalam hal ini data dianggap terdistribusi normal dengan mengacu pada *central limit theorem*, bahwa apabila sampel yang digunakan cukup besar $n > 30$ maka distribusi sampling mendekati normal (Mendenhall dan Beaver 1992).

Hasil uji multikolinearitas diperoleh nilai *variance inflation factor (VIF)* variabel-variabel independennya berkisar antara 1,079 sampai 2,900 sedangkan *tolerance value* nya berkisar antara 0,426 sampai 0,927. Multikolineritas terjadi jika nilai VIF diatas 10 atau *tolerance value* nya dibawah 0,10 (Hair dkk 1992). Dengan demikian dapat disimpulkan tidak terjadi multikolinieritas. Uji gejala autokorelasi dilakukan dengan melihat hasil Durbin Watson. Hasil Durbin Watson menunjukkan angka 1,774 yang berada antara $-2 - 2$, artinya tidak terjadi autokorelasi antar variabel independennya. Hasil uji heteroskedasitas dengan menggunakan pengujian *Spearman's Rank Correlation* menunjukkan adanya gejala heteroskedasitas, yaitu terdapat korelasi yang signifikan secara statistik antara residual dengan variabel independen SIZE, GROWTH, PROF, VOLTY, DIVIDEND. Menurut Mankiw (1991) dalam Gujarati (2003) menyatakan bahwa heteroskedasitas tidak pernah menjadi alasan untuk membuang model yang baik. Selain itu heteroskedasitas sering ditemukan pada data jenis *cross sectional* (Brailsford dkk. 2002) seperti yang digunakan dalam penelitian ini.

Pengujian Hipotesis

Pengujian secara bersamaan menunjukkan bahwa ada pengaruh yang signifikan dari variabel independen terhadap variabel dependen, yaitu dengan melihat nilai $F = 4,918$ dan signifikansi pada 0,000 pada tingkat $\alpha = 0,05$, hal ini menunjukkan bahwa secara bersama-sama semua variabel independen diatas mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap struktur modal (rasio hutang). Koefisien korelasi berganda antara variabel independen dengan dependen sebesar 0,620 ($R = 62,0 \%$) yang berarti bahwa tingkat keeratan hubungan antara variabel dependen dan independen adalah 62,0 %. Nilai koefisien determinasi sebesar 0,384 mempunyai arti bahwa variabel dependen mampu dijelaskan oleh variabel independen sebesar 38,4 %. Artinya bahwa 38,4 % perubahan dalam struktur modal mampu dijelaskan oleh variabel kepemilikan

saham manajerial (MSO) dan variabel-variabel kontrol. Sisanya sebesar 61,6 % dijelaskan oleh faktor lainnya yang tidak termasuk dalam model. Tabel 1 menunjukkan hasil yang diperoleh dari regresi persamaan 1.

TABEL 1

Hasil Analisis Regresi untuk Persamaan 1

Variabel Independen	Koefisien Regresi	Standart Error	t. Statistik	Signifikansi
Constant	11,482	1,273	9,02	0
MSO	0,316	0,045	1,054	0,296
MSO ²	-0,025	0,002	-0,085	0,932
SIZE	0,434	0,126	2,598	0,012
PROF	-0,565	1,506	-5,024	0
GROWTH	0,151	0,086	1,056	0,295
VOLTY	-0,191	0,1	-1,248	0,217
DIVIDEND	-0,041	0,002	-0,395	0,694
KLASIND	0,094	0,242	0,901	0,371
R² = 0,384	R = 0,620	F = 4,918		0

Hasil pengujian pada Tabel 1 menunjukkan koefisien MSO adalah positif dan MSO² adalah negatif. Tanda ini sesuai dengan keselarasan antara pengaruh kepentingan dan *entrenchment effect* dari MSO sebagaimana dinyatakan Jensen dan Meckling (1976) serta Fama dan Jensen (1983). Secara khusus jika level MSO rendah, peningkatan dalam MSO berdampak pada keselarasan kepentingan antara manajemen dan pemegang saham. Konsekuensinya, pada saat MSO meningkat dari level rendah, manajer tidak memiliki dorongan untuk menurunkan tingkat hutang, mengakibatkan tingkat hutang menjadi lebih tinggi (hubungan positif). Namun demikian, pada saat manajer perusahaan memegang proporsi saham perusahaan yang signifikan (level MSO tinggi), *entrenchment effect* (efek untuk mempertahankan) terbentuk, akibatnya *opportunism manager* lebih tinggi dan karenanya rasio hutang lebih rendah (hubungan negatif). Secara khusus, dengan kekuatan *voting* dan pengaruh yang signifikan, menjadi sulit untuk mengendalikan perilaku manajer.

Beberapa variabel kontrol yaitu ukuran perusahaan dan profitabilitas (SIZE & PROF) memiliki koefisien yang signifikan secara statistik. Selain itu tanda dari koefisien juga sesuai dengan yang diprediksikan. Variabel SIZE bertanda positif dan signifikan, menunjukkan bahwa semakin terdiversifikasi perusahaan maka semakin kecil resiko bangkrut dan dapat menopang tingkat hutang yang lebih tinggi. Koefisien variabel PROF adalah negatif dan signifikan. Profitabilitas merupakan indikator bahwa perusahaan memiliki dana internal untuk pendanaan. Sehingga semakin besar profitabilitas, semakin kecil kebutuhan akan hutang.

TABEL 2

Hasil Analisis Regresi untuk Persamaan 2

Variabel Independen	Koefisien Regresi	Standart Error	t. Statistik	Signifikansi
Constant	1,2877	1,614	7,978	0,000
ISO	-0,105	0,009	-0,891	0,376
SIZE	0,427	0,132	2,433	0,018
PROF	-0,553	1,577	-4,693	0,000
GROWTH	0,083	0,088	0,571	0,57
VOLTY	-0,229	-0,229	-1,453	0,151
DIVIDEND	-0,088	0,002	-0,832	0,409
KLASIND	0,124	0,26	1,11	0,271
R² = 0,319	R = 0,565	F = 4,284		0,001

Hasil regresi persamaan dua menunjukkan bahwa ada pengaruh yang signifikan dari variabel independen terhadap variabel dependen, yaitu dengan melihat nilai $F = 4,284$ dan signifikansi pada $0,001$ pada tingkat $\pm = 0,05$, hal ini menunjukkan bahwa variabel kepemilikan saham institusional secara bersama-sama variabel kontrolnya mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap struktur modal (rasio hutang). Koefisien korelasi berganda antara variabel independen dengan dependen sebesar $0,565$ ($R = 56,5\%$) yang berarti bahwa tingkat keeratn hubungan antara variabel dependen dan independen adalah $56,5\%$. Nilai koefisien determinasi sebesar $0,319$ mempunyai arti bahwa variabel dependen mampu dijelaskan oleh variabel independen sebesar $31,9\%$. Artinya bahwa $31,9\%$ perubahan dalam struktur modal mampu dijelaskan oleh variabel kepemilikan saham institusional (ISO) dan variabel-variabel kontrol. Sisanya sebesar $68,1\%$ dijelaskan oleh faktor lainnya yang tidak termasuk dalam model.

Tabel 2 menyajikan hasil regresi untuk pengujian ISO. Koefisien ISO adalah negatif dan tidak signifikan. Hasil ini tidak sesuai dengan yang diprediksikan, dan tidak berhasil mendukung hipotesis yang menyatakan bahwa ISO berhubungan positif dengan struktur modal (rasio hutang). Hasil ini tidak konsisten dengan Friend dan Lang (1988), Mehran (1992) serta Brailsford dkk (2002). Namun hasil ini mendukung penelitian Pound (1988) yang menyatakan bahwa pemegang saham yang tinggi (level ISO tinggi) mungkin merupakan *passive voter* (pengambil keputusan yang pasif) yang bersekongkol dengan pemegang saham internal (*corporate insider*) untuk melawan kepentingan pemegang saham yang berpencar-pencar (*dispersed shareholder*). Jika hal ini terjadi, maka rasio hutang perusahaan akan berhubungan negatif dengan ISO. Hasil pengujian persamaan tiga disajikan dalam Tabel 3 berikut ini :

TABEL 3
Hasil Analisis Regresi untuk Persamaan 3

Variabel Independen	Koefisien Regresi	Standart Error	t. Statistik	Signifikansi
Constant	11,547	1,714	6,736	0
MSO	0,094	0,06	0,233	0,817
MSO ²	0,061	0,002	0,195	0,846
ISO	0,038	0,009	0,3	0,765
Φ ISO	-0,186	0,623	-0,871	0,387
SIZE	0,471	0,131	2,697	0,009
PROF	-0,584	1,558	-5,015	0
GROWTH	0,148	0,088	1,018	0,313
VOLTY	-0,188	0,102	-1,212	0,23
DIVIDEND	-0,037	0,002	-0,36	0,72
KLASIND	0,098	0,253	0,902	0,371
R² = 0,392	R = 0,626	F = 3,934		0

Hasil regresi persamaan tiga menunjukkan bahwa ada pengaruh yang signifikan dari variabel independen terhadap variabel dependen, yaitu dengan melihat nilai $F = 3,934$ dan signifikansi pada $0,000$ pada tingkat $\alpha = 0,05$, hal ini menunjukkan bahwa variabel kepemilikan saham institusional secara bersama-sama variabel kontrolnya mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap struktur modal (rasio hutang). Koefisien korelasi berganda antara variabel independen dengan dependen sebesar $0,626$ ($R = 62,6\%$) yang berarti bahwa tingkat keeratan hubungan antara variabel dependen dan independen adalah $62,6\%$. Nilai koefisien determinasi sebesar $0,392$ mempunyai arti bahwa variabel dependen mampu dijelaskan oleh variabel independen sebesar $39,2\%$. Artinya bahwa $39,2\%$ perubahan dalam struktur modal mampu dijelaskan oleh variabel kepemilikan saham institusional (ISO) dan variabel-variabel kontrol. Sisanya sebesar $60,8\%$ dijelaskan oleh faktor lainnya yang tidak termasuk dalam model.

Hasil regresi untuk persamaan 3 tampak pada Tabel 3. Hasil tersebut mendukung hipotesis yang menyatakan bahwa hubungan antara ISO dan struktur modal (rasio hutang) pada level MSO tinggi berbeda dari MSO pada level rendah. Hasil tersebut tetap mendukung hubungan kuadratik antara kepemilikan saham manajerial dengan rasio hutang. Koefisien pada MSO ($t\text{-stat} = 0,233$) dan MSO² ($t\text{-stat} = 0,195$) adalah positif namun tidak signifikan. Koefisien variabel ISO menguji hubungan antara ISO dengan rasio hutang pada saat level MSO rendah, dan koefisien positif ($t\text{-stat} = 0,300$), koefisien pada variabel dummy ISO (LEVISI) negatif, namun tidak signifikan ($t\text{-stat} = -0,871$). Tanda negatif pada variabel ini mengindikasikan bahwa hubungan antara ISO dengan rasio hutang melemah pada saat level MSO tinggi. Pengaruh monitoring positif dari ISO menjadi hilang dengan adanya MSO pada level tinggi.

Secara menyeluruh, hasil regresi mendukung hipotesis yang menyatakan bahwa hubungan antara ISO dan rasio hutang pada level MSO rendah berbeda dengan pada level MSO tinggi, karena adanya interaksi antara MSO dengan ISO. Tanda sebagian besar variabel kontrol profitabilitas, ukuran perusahaan, volatilitas laba, industri (PROF, SIZE, VOLTY, KLASIND) konsisten dengan prediksi sebelumnya dan signifikan. Sedangkan koefisien untuk variabel lain tidak signifikan.

SIMPULAN, IMPLIKASI DAN KETERBATASAN

Simpulan

Tulisan ini menguji hubungan antara struktur kepemilikan (manajerial dan institusional) dan struktur modal (rasio hutang). Hasil pengujian mengindikasikan adanya hubungan *non-linier* antara level MSO dan struktur modal (rasio hutang). Hasil ini konsisten dengan pengaruh konvergensi kepentingan antara *management entrenchement*. Hubungan antara ISO dengan struktur modal bervariasi berdasarkan level MSO. Secara khusus, pada level MSO rendah, pengaruh monitoring ISO menghasilkan hubungan positif antara ISO dengan struktur modal. Namun demikian, pada level MSO tinggi, *managerial entrenchement* berkompetisi dengan aktivitas monitoring.

Implikasi dan Keterbatasan

Hasil ini memiliki implikasi bagi perdebatan struktur modal. Dengan menyatakan bahwa ada kaitan antara struktur kepemilikan dengan struktur modal dan melalui dukungan empirik, penelitian ini menambah pemahaman mengenai variasi *cross-sectional* dan *time-series* pada struktur modal. Meskipun penelitian ini berhasil mendukung penelitian Brailsford et al, (2002), namun demikian penelitian ini masih mengandung keterbatasan. Jangka waktu penelitian hanya tiga tahun. Selain itu peneliti juga tidak dapat mengontrol kepemilikan saham institusional jika perusahaan dimiliki oleh perusahaan lain, yang kemungkinan dapat mempengaruhi nilai perusahaan. Peneliti berikutnya dapat mempertimbangkan faktor-faktor lain yang kemungkinan yang mempengaruhi hubungan antara struktur kepemilikan dengan struktur modal, misalnya nilai perusahaan, kompensasi manajerial.

REFERENSI

- Agrawal, A. dan G. Mandelker, 1987, Managerial Incentives and Corporate Investment and Financing Decisions, *Journal of Finance* 42 : 823-837.
- Amihud, Y. dan B. Lev, 1981, Risk Reduction as a Managerial Motive for Conglomerate Mergers, *Journal of Economics* 12 (2): 605-617.
- Barton, S. dan P.Gordon, 1988, Corporate Strategy and Capital Structure, *Strategic Management Journal* 9: 623-632

- Bathala, C.T., K.R.Moon, dan R.P. Rao, 1994, Managerial Ownership, Debt Policy, and the Impact of Institutional Holding: An Agency Perspective, *Financial Management* 23 : 38-50
- Berger, P.E. Ofek, dan D.Yermack, 1997, Managerial Entrenchment and Capital Structure Decision, *Journal of Finance* 52 : 1411-1437.
- Bradley, M., G. Jarrell, dan E.Kim, 1984, On the Existence of an Optimal Capital Structure: Theory and Evidence, *Journal of Finance* 39 (3): 857-880.
- Brailsford, J.T., Barry R Oliver, dan Sandra L.H.Pua, 2002, On the Relation between Ownership Structure and Capital Structure, *Accounting and Finance* 42: 1-26.
- Ferri, M. dan W. Jones, 1979, Determinants of Financial Structure: A New Methodological Approach, *Journal of Finance* 34(3) : 631-644.
- Friend, I. dan J. Hasbrouck, 1988, Determinant of Capital Structure, *Research in Finance* 7 : 1-19
- Friend, I. dan L. Lang, 1988, An Empirical Test of the Impact of Managerial Self-Interest on Corporate Capital Structure, *Journal of Finance* 43 : 631-644.
- Indonesian Capital Market Directory*, 2001.
- Jensen, G.,D. Solberg, dan T. Zorn, 1992, Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt, and Dividen Policies, *Journal of Financial Economics* 3 : 305-360.
- Jensen, M. dan W.Meckling, 1976, Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure, *Journal of Finance Economics* 3 : 305-360.
- Kim, W. dan E. Sorensen 1986, Evidence on the Impact of the Agency Cost of Debt Corporate Debt Policy, *Journal of Finance and Quantitative Analysis* 21 : 131-1144.
- McConnell, J. dan H.Servaes, 1990, An Additional Evidence on Equity Ownership and the Two Faces of Debt, *Journal of Financial Economics* 39 : 131-157.
- Mehran, H., 1992, Executive Incentive Plans, Corporate Control and Capital Structure, *Journal of Finance and Quantitative Analysis* 27 : 539-560.
- Moh'd, M.A., L.G. Perry., dan J.N. Rimbey, 1980, The Impact of Ownership Structure on Corporate Debt Policy: A Time-series Cross-Sectional Analysis, *Financial Review*, (August), Vol.33 : 85-99.
- Myers, S. dan N. Majluf, 1984, Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information that Investor Do Not Have, *Journal of Finance Economics* 13(2): 187-221.
- Found, J., 1988, Proxy Contest and the Efficiency of Shareholder Oversight", *Journal of Financial Economics* 20: 237-265.
- Scott, D. dan J. Martin, 1975, Industry Influence on Financial Structure, *Financial Management* 4 (1): 67-73.
- Titman, S. dan R. Wessels, 1988, The Determinants of Capital Structure Choice", *Journal of Finance* 43 (1) : 1-19.