

## PENGARUH KEPEMILIKAN SAHAM INSTITUSIONAL DAN KEBIJAKAN HUTANG TERHADAP KEPEMILIKAN MANAJERIAL

Novita Anggarini  
Ceacilia Srimindarti

Universitas Stikubank, Semarang

### ABSTRACT

*This study aims to determine the effect of institutional ownership and debt policy to managerial ownership in companies listed in Indonesia Stock Exchange from 2003 to 2006 period. The population in this study is that there is a manufacturing company in Indonesia Stock Exchange in 2003-2006. Jenis data used are secondary data is data obtained indirectly through the Indonesian Capital Market Directory. Sampling technique using purposive sampling that samples with the use of certain of these criteria. Of these criteria, then the sample was obtained as many as 37 companies. Data analysis technique used is multiple regression analysis testing. The results showed that there was no influence between debt policy (DR) with managerial ownership (MOWN) can be explained that the variable DR is a policy variable that is owned by the company's debt to finance their operations. In this research does not affect the debt policy and managerial ownership because the existing managerial ownership in this study has a very small percentage so that a manager is limited to perform the duties of corporate management.*

**Keywords:** *institutional ownership, debt policy, managerial ownership.*

### PENDAHULUAN

Teori keagenan (*agency theory*) telah menjadi basis penelitian yang kuat dalam disiplin ilmu akuntansi dan keuangan. Studi dalam ilmu akuntansi memandang teori keagenan dapat menjelaskan bagaimana perilaku manajemen dalam memilih metode-metode akuntansi dalam pelaporan keuangan dan konsekuensim pemilihan metode tersebut bagi kesejahteraan pemilik dan pihak lain (*stakeholders*) yang memiliki keterkaitan degan perusahaan. Dari sudut pandang manajemen keuangan, tujuan perusahaan adalah memaksimalkan kemakmuran pemegang saham atau *stakeholders* (Brigham, 1996). Untuk mencapai tujuan tersebut tidak sedikit pemilik modal menyerahkan pengelolaan perusahaan kepada para professional dan dikelompokkan sebagai manajerial atau insider. Manajer yang diangkat oleh pemegang saham diharapkan akan bertindak yang terbaik bagi pemegang saham dengan memaksimalkan nilai perusahaan sehingga kemakmuran pemegang saham dapat tercapai (Listyani, 2003).

Penunjukkan manajer oleh pemegang saham untuk mengelola perusahaan, oleh Jensen dan Meckling (1976) dalam bathala et al. (1994),

disebut sebagai pemisahan fungsi *decision making* dan risk beating. Jensen dan Meckling dalam Listyani (2003) menyatakan, dalam keadaan ini akan memunculkan perbedaan kepentingan antara manajer dengan pemegang saham. Pemegang saham sebagai penyedia dan fasilitas untuk operasi perusahaan. Dilain pihak, manajer sebagai pengelola perusahaan akan menerima gaji dan berbagai bentuk kompensasi lainnya sehingga keputusan-keputusan yang diambil oleh manajer diharapkan yang terbaik bagi pemegang saham yaitu meningkatkan kemakmuran *stakeholders* (para pemegang saham) peningkatan nilai perusahaan. Nilai perusahaan yang tinggi menjadi keinginan melalui para pemilik perusahaan, sebab dengan nilai yang tinggi menunjukkan kemakmuran pemegang saham juga tinggi.

Dalam kenyataanya tidak jarang tindakan manajer bukanya memaksimalkan kemakmuran pemegang saham malainkan meningkatkan kesejahteraan mereka sendiri. Keputusan-keputusan yang diambil cenderung untuk kepentingan manajer sendiri seperti melakukan ekspansi untuk meningkatkan status dan gaji. Kondisi ini akan mengakibatkan munculnya perbedaan kepentingan antara *stakeholders*

dengan pemegang saham yang disebut sebagai *agency conflict* (Listyani, 2003).

Pertentangan kepentingan antara manajer dan pemegang saham dapat meminimalkan dengan suatu mekanisme pengawas yang dapat menyelaraskan kepentingan-kepentingan tersebut. Namun dengan munculnya pengawasan akan menimbulkan biaya yang disebut sebagai *agency cost*.

Ada beberapa pendekatan dapat dilakukan untuk mengurangi pertentangan antara agen dalam hal ini manajer dengan principal dalam hal ini pemegang saham. Jensen dan Meckling (1976) dalam Listyani (2003), mengatakan perlu peningkatan kepemilikan manajerial dalam perusahaan sehingga manajer akan bertindak secara hati-hati karena mereka ikut menanggung konsekuensi atas tindakannya. Dengan adanya kepemilikan saham oleh manajer akan memotivasi mereka untuk menciptakan kinerja perusahaan secara optimal dan berusaha untuk menurunkan biaya keagenan atau *agency cost* yaitu *agency cost of debt* dan *agency cost of equity*.

Grosman dan Hart (1992) dalam Listyani (2003), menganjurkan bahwa konflik keagenan dapat dikurangi dengan menggunakan hutang, karena penggunaan hutang akan mengikat perusahaan melalui pembayaran bunga dan cicilan secara periodik. Penggunaan hutang juga dianjurkan untuk mengendalikan *free cash flow* secara berlebihan oleh manajer sehingga dapat menghindari investasi yang tidak menguntungkan (Jensen, 1986) dalam Listyani (2003).

Pendekatan diatas oleh para peneliti telah diterima secara luas untuk mengurangi *agency conflict*. Tetapi Grosman dan Hart (1982) dalam Listyani (2003), mengatakan bahwa tingkat kepemilikan manajerial dan hutang yang terlalu tinggi juga dapat berdampak buruk terhadap perusahaan. Tingkat kepemilikan manajerial yang tinggi dapat menimbulkan masalah pertahanan, artinya jika kepemilikan manajerial tinggi, mereka memiliki posisi yang kuat untuk melakukan kontrol terhadap perusahaan dan pihak pemegang saham eksternal akan mengalami kesulitan untuk mengendalikan tindakan manajer. Hal ini disebabkan karena manajer mempunyai hak voting yang besar atas kepemilikannya yang tinggi.

Menurut Masdupi (2005), hutang yang terlalu besar juga akan menimbulkan konflik keagenan antara *shareholders* dan *debtholders* sehingga menimbulkan biaya keagenan hutang. Hutang yang terlalu besar meningkatkan keinginan *shareholders* untuk memilih proyek-proyek yang lebih beresiko dengan harapan akan memperoleh return yang lebih tinggi. Apabila proyek berhasil maka return akan meningkat dan *debtholders* hanya menerima sebesar tingkat bunga, dan sisanya dinikmati oleh *shareholders*. Sebaliknya jika proyek tersebut gagal maka mereka dapat mengalihkan penanggungungan resiko pada pihak kreditur.

Untuk mengatasi kelemahan tersebut, Fama dan Jensen (1983), Agrawal dan Mandeker (1990) dalam Listyani (2003), menganjurkan pentingnya suatu mekanisme pengawasan dalam perusahaan. Salah satu mekanisme pengawasan tersebut dengan mengaktifkan monitoring melalui investor-investor institusional. Dengan kepemilikan institusional oleh perusahaan investasi, bank, perusahaan asuransi maupun berupa kepemilikan lembaga lain seperti perusahaan-perusahaan akan mendorong munculnya pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja manajer. Hal ini sesuai dengan yang diuraikan oleh Shleifer dan Vishny (1986), dan Coffe (1991), yang mengatakan bahwa kepemilikan institusional sangat berperan dalam mengawasi perilaku manajer khususnya dalam meningkatkan *take over* dan memaksa manajer untuk lebih berhati-hati mengambil keputusan yang *opportunistic*. Mereka menghubungkan perilaku kepemilikan institusional untuk mengambil alih tugas pengawasan terhadap manajer dan beranggapan bahwa keterlibatan mereka akan mampu meningkatkan nilai perusahaan khususnya bila terjadi *take over*.

Secara empiris, pendapat tadi telah diuji oleh beberapa peneliti seperti Bathala, et al. (1994), yang menguji kepemilikan manajerial, kebijaksanaan, hutang dan kepemilikan institusional. Dalam penelitian tersebut mereka berpendapat bahwa peningkatan kepemilikan institusional yang tinggi akan menimbulkan usaha pengawasan yang lebih besar sehingga dapat menghalangi perilaku *opportunistic* manajer. Hasil penelitian mereka juga menunjukkan bahwa

aktifitas institusional yang semakin tinggi dalam pengawasan dapat memaksa manajer untuk mengurangi hutang secara optimal sehingga dapat mengurangi konflik keagenan atas hutang (*Agency cost of debt*). Di pihak lain, fungsi kepemilikan manajerial mrnghilangkan konflik keagenan akan diganti oleh kepemilikan institusional dapat meningkatkan keterlibatan mereka secara aktif dalam pengawasan terhadap perilaku manajer, sehingga kepemilikan manajerial dapat dihilangkan.

Berdasarkan uraian diatas maka peneliti mengambil judul “Pengaruh Kepemilikan Saham Institusional dan Kebijakan Hutang Terhadap Kepemilikan Manajerial” studi diatas kasus pasa perusahaan manufaktur di Bursa Efek Jakarta tahun 2003-2006.

### Perumusan Masalah

1. Apakah kepemilikan institusional mempunyai pengaruh terhadap kepemilikan manajerial?
2. Apakah kebijakan hutang mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap kepemilikan manajerial.

### Tujuan Penelitian

1. Menganalisis pengaruh kepemilikan institusional terhadap kepemilikan manajerial pada perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia.
2. Menganalisis pengaruh kebijakan hutang terhadap kepemilikan manajerial pada perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia.

### Manfaat Penelitian

1. Sebagai tambahan pengetahuan bagi literature manajemen, bisnis dan akuntansi mengenai struktur kepemilikan saham dan kebijaksanaan hutang yang berbasis teori keagenan.
2. Sebagai pertimbangan bagi para investor dalam membuat keputusan investasi, khususnya pada pemilihan perusahaan setelah mengetahui perilaku manajemen dalam perusahaan tersebut.
3. Sebagai informasi bagi manajemen perusahaan tentang teori keagenan dan aplikasinya yang akan diambil dalam menimbulkan biaya keagenan.

## LANDASAN TEORI DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

### Teori Keagenan

Terori dalam perusahaan mengidentifikasi-kan adanya pihak-pihak anggota perusahaan yang memiliki beberapa kepentingan untuk mencapai tujuan dalam kegiatan perusahaan. Teori agensi sebagaimana yang digunakan dalam penelitian akuntansi manajemen menyangkut hubungan kontraktual antara anggota-anggota perusahaan. Teori agensi menyatakan bahwa hubungan keagenan timbul ketika salah satu pihak menyewa pihak lain untuk melaksanakan suatu jasa dan mendelegasikan wewenang pemngambilan keputusan kepada agen.

Pada teori keagenan yang disebut principal adalah pemegang saham dan yang dimaksud agen adalah manajemen yang mengelola perusahaan. Dalam manajemen keuangan, tujuan utama perusahaan adalah memaksimalkan kemakmuran pemegang saham. Untuk itu maka manajer yang diangkat oleh pemegang saham harus bertindak untuk kepentingan pemegang saham, tetapi sering ada konflik antara manajemen dan pemegang saham (Listyani, 2003).

Pemegang saham termotivasi untk menyejahterakan dirinya dengan profitabilitas yang selalu meningkat. Manajer termotivasi untuk memaksimalkan pemenuhan kebutuhan ekonomi dan psikologinya, antara lain dalam hal memperoleh investasi, pinjaman maupun ontrak kompensasi dan bonus. Konflik kepentingan semakin meningkat terutama karena principal tidak dapat memonitor aktifitas agen sehari-hari untuk memastikan bahwa agen bekerja sesuai dengan keinginan pemegagsaham.

Manajemen perusahaan mempunyai kecenderungan untuk memperoleh keuntungan yang sebesar-besarnya dengan biaya pihak lain. Perilaku ini biasa disebut sebagai keterbatasan rasional (*bounded relasonality*) dan manajer cenderung tidak menyukai risiko (*risk averse*). Jensen dan Meckling (1976 dalam Masdupi: 2005), menyatakan bahwa problem agensi akan terjadi bila proporsi kepemilikan atas saham perusahaan kurang dari 100% sehingga manajer cenderung bertindak kepentingan dirinya dan sudah tidak berdasar maksimalisasi nilai dalam

pengambilan keputusan pendanaan, Jensen dan Mecking menyatakan bahwa kondisi diatas merupakan konsekuensi dari pemisahan fungsi oengelolaan dan fungsi kepemilikan. Manajemen tidak menanggung resiko atas kesalahan dalam pengambilan keputusan, resiko ntersebut sepenuhnya ditanggung oleh pemegang saham (*prinsipal*). Oleh karena itu manajemen cenderung melakukan pengeluaran bersifat konsumtif atau tidak produktif untuk kepentingan pribadinya, seperti peningkatan gaji dan status (Listyani, 2003).

### **Agency Conflict**

Perusahaan merupakan pusat perjanjian kontrak antara berbagai pihak, yaitu pemegang saham, menejer, pemasok dan kepentingan pribadi menimbulkan konflik antara pihak-pihak tersebut. Bila dilihat entitas bisnis secara umum, pertama kali perusahaan berdiri dalam bentuk perusahaan perseorangan dimana pemilik (pendiri) dan pengelola di pegang oleh orang yang sama sehingga segala keputusan investasi dan pendanaan berasal dari diri sendiri. Hal ini mengakibatkan penggunaan fasilitas perusahaan oleh keuntungan pribadi sendiri (Setiadi, 2006).

Masalah keagenan tersebut dapat terjadi karena adanya *asymmetric information* antara pemilik dan manajer, yaitu ketika salah satu pihak pemilik informasi yang tidak dimiliki oleh pihak lainnya. *asymmetric information* terdiri dari dua tipe, pertama *adverse selection*. Pada tipe ini, pihak yang merasa memiliki informasi lebih sedikit di dibandingkan pihak lain tidak akan mau untuk melakukan perjanjian, dia akan membatasi dengan kondisi yang sangat ketat dan biaya yang sangat tinggi, contohnya adalah kemungkinan konflik yang terjadi antara orang dalam (manajer) dengan orang luar (*investor potensial*). Berbagai cara dapat dilakukan manajer untuk memiliki informasi lebih dibandingkan investor. Misalnya dengan menyembunyikan, menyamarkan, memanipulasi informasi yang diberikan kepada investor. Akibatnya investor tidak yakin terhadap kualitas perusahaan dan tidak mau membeli saham perusahaan atau membeli saham perusahaan dengan harga yang sangat rendah.

Tipe kedua dan informasi asimetri adalah *moral hazard*. *Moral hazard* terjadi kapanpun manajer melakukan indakan tanpa sepengetahuan

pemilik untuk keuntungan pribadinya dan menurunkan kesejahteraan pemilik (Douglas dan finnerty, 1997) dalam setiadi (2006). Contoh kasus dari masalah ini adalah kinerja manajer dan perusahaan korporasi yang relatif besar, dengan terpisahnya kepemilikan dan pengendalian manajemen maka sulit bagi pemegang saham dan kreditor untuk melihat sejauh mana kinerja manajer sejalan dengan tujuan yang diinginkan pemegang saham, manajer mungkin cenderung bekrja kurang optimal. *Moral hazard* juga menghambat operasi perusahaan secara efisien dan pada akhirnya akan menghambat efisiensi ekonomi secara keseluruhan.

Dapat disimpulkan, jika pemilik dapat mengetahui segala sesuatu yang dilakukan manajer maka manajer tidak mungkin melakukan tindakan yang tidak sejalan dengan kepentingan pemilik. Dengan kata lain jika pemilik dapat mengawasi manajer secara sempurna dan tanpa mengeluarkan biaya, maka biaya keagenan tersebut tidak akan timbul. Kontrak yang akan dilakukan manajer dan pemilik tidak menjadi alat pengawasan karena *moral hazard* akan selalu menjadi akibat adanya masalah keagenan.

### **Agency Cost**

*Agency cost* merupakan pengorbanan yang timbul dari hubungan keagenan apapun, termasuk hubungan didalam kontrak kerja antara pemegang saham (*prinsipal*) dan manajemen (agen). Biaya keagenan tersebut dapat berupa pengeluaran untuk memantau tindakan manajemen, pengeluaran untuk menata struktur organisasi sebagai kemungkinan timbulnya perilaku manajer yang tidak dikehendaki semakin kecil dan biaya kesempatan karena hilangnya kesempatan memperoleh laba sebagai dibatasinya kewenangan manajemen sehingga tidak bias mengambil keputusan secara tepat waktu, padahal seharusnya hal itu bias dilakukan jika manajer tersebut juga menjadi pemilik perusahaan (Weston dan Brigham, 2000).

Menurut Douglas dan Finnerty (1997) dalam kurniasari (2007), biaya keagenan terdiri dari tiga:

1. Biaya kontrak langsung, termasuk didalamnya adalah biaya transaksi untuk membuat kontrak (seperti biaya komisi penjualan dan

administrasi penerbitan obligasi), *Opportunity Cost* yang hilang dan biaya insentif (seperti bonus karyawan dan pembayaran yang ditunjukkan agar manajer bertindak seperti tujuan pemilik).

2. Biaya yang di tanggung pemilik untuk mengawasi agen, seperti biaya audit.
3. Kerugian yang di derita oleh pemilik sebagai akibat penyimpangan tindakan yang lolos dari pengawasan, seperti pengeluaran yang tidak semestinya dari agen. Kerugian yang tidak dapat dikurangi ini disebut residual loss dan dapat diperkirakan dari selisih total biaya keagenan dikurangi biaya pengawasan dan bonding expenditure. Biaya pengawasan dikeluarkan oleh principal. Agen juga akan mengeluarkan sumber daya untuk memberikan kepastian pada principal bahwa agen tidak akan melaksanakan kegiatan yang merugikan investor (*bonding cost*). Residual cost adalah kemakmuran dalam nilai uang yang turun sebagai akibat dari perbedaan kepentingan ini. Penurunan kemakmuran ini terjadi karena perbedaan antara keputusan agen dan keputusan-keputusan yang akan memaksimalkan kemampuan *principal* (Jensen & Meckling, 1976) dalam Gunarsih (2004).

Menurut Wahidahwati (2001), adalah beberapa alternative untuk mengurangi biaya keagenan, yaitu:

1. Meningkatkan kepemilikan saham perusahaan oleh manajemen. Kepemilikan ini akan mensejahterakan kepentingan manajemen dengan pemegang saham (Jensen & Meckling, 1976).
2. Meningkatkan *Devident Pay Out Ratio*, dengan demikian tersedia *free cash flow* dan manajemen terpaksa mencari pendapatan dari luar untuk membiayai investasinya. (Crutchlay & Harsen, 1986). Hal ini dilakukan untuk mencegah penggunaan *free cash flow* oleh manajer khususnya untuk tindakan/aktivitas yang dirasa tidak memiliki nilai tambah atau menguntungkan perusahaan.
3. Meningkatkan pendapatan dengan hutang. Hutang akan menurunkan *excess cash flow* yang ada dalam perusahaan mehingga

menurunkan kemungkinan pemborosan yang dilakukan oleh manajemen (Jensen, et al, 1992, Jensen, 1986).

4. Investor institusional sebagai monitoring agen (Moh'd et al, 1998).

### **Kepemilikan Institusional**

Kepemilikan perusahaan oleh investor institusional semakin meningkat pada tahun-tahun terakhir ini (Smith, 1996 dalam Setiadi 2006), porsi kepemilikan institusional semakin meningkat dari tahun ke tahun. Investor ini dapat berpengaruh terhadap jalanya perusahaan karena hak voting yang mereka miliki. Hak *voting* tersebut mampu mengintervensi keputusan manajemen misalnya keputusan investasi, *merger* maupun system penggajian eksekutif.

Menurut Pozzen (1994) dalam setiadi (2006), investor dapat dibedakan menjadi dua yaitu investor pasif dan aktif. Investor pasif tidak terlalu ingin terlibat dengan keputusan manajemen. Sebaliknya dengan investor aktif, mereka aktif terlibat dalam pengambilan keputusan strategi. Keberadaan institusi ini dipandang mampu menjadi alat monitoring yang efektif bagi perusahaan.

Peneliti dari Fama dan Jensen (2003) menganjurkan suatu mekanisme pengawasan untuk mengatasi masalah keagenan. Salah satu mekanisme pengawasan tersebut dengan mengaktifkan monitoring melalui investor-investor institusional. Dengan kepemilikan institusional oleh perusahaan investasi, bank, perusahaan asuransimaupun berupa kepemilikan lembaga lain seperti perusahaan-perusahaan akan mendorong munculnya pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja manajer. Hal ini sesuai dengan yang diuraikan oleh Shleifer dan Vishny (1986), dan Coffe (1991) dalam Listyani (2003) yang mengatakan bahwa kepemilikan institusional sangat berperan dalam mengawasi perilaku manajer khususnya dalam meningkatkan *take over* dan memaksa manajer untuk lebih berhati-hati mengambil keputusan yang *opportunistik*.

### **Kebijakan Hutang dan Nilai Perusahaan**

Tujuan utama perusahaan adalah meningkatkan nilai perusahaan melalui

peningkatan kemakmuran pemilik atau pemegang saham, semakin tinggi harga saham semakin tinggi nilai perusahaan. Nilai perusahaan yang tinggi menjadi keinginan para pemilik perusahaan sebab dengan nilai yang tinggi menunjukkan kemakmuran pemegang saham juga tinggi. Untuk mencapai nilai perusahaan umumnya para pemodal menyerahkan pengelolaannya kepada para profesional. Para profesional diposisikan sebagai manajer maupun komisaris. Ketika penyerahan manajemen terjadi maka konflik mulai terjadi. Manajer atau komisaris bukanya memaksimalkan kemakmuran pemegang saham melainkan meningkatkan kesejahteraan mereka sendiri, dan perilaku ini tidak disukai oleh pemegang saham.

Peningkatan pengguna hutang dapat mengurangi masalah agensi antara manajer dengan pemegang saham (Jensen dan Meckling, 1976, Crutchley & Hansen, 1989. Chen & Steiner 1999) dalam Harjito & Nurfauzah. Hutang dapat mengurangi aliran kas bebas (*free cash flow*) yang berlebihan. Pengguna hutang akan mengurangi aliran kas karena perusahaan harus membayar bunga hutang dan pokok pinjaman. Penurunan aliran kas menyebabkan berkurangnya uang yang ada pada manajer. Keadaan ini akan membatasi keinginan manajer menggunakan aliran kas untuk menambah pendapatan mereka dan melakukan investasi yang berlebihan (*over statement*). Sedangkan pemegang saham menghendaki aliran kas dapat dibagikan sebagai deviden untuk menambah kekayaan mereka atau diinvestasikan kembali kedalam proyek-proyek yang menghasilkan *return* positif. Oleh karena itu, peningkatan pengguna hutang akan mengurangi masalah agensi antara manajer dengan pemegang saham.

Selain itu hutang adalah instrument yang sangat sensitif terhadap perubahan nilai perusahaan. Nilai perusahaan di tentukan oleh struktur modal (Mogdiliani & Miller dalam Brigham 1999, dalam Soliha & Taswan, 2002). Semakin tinggi proporsi hutang akan menurunkan nilai perusahaan karena manfaat yang diperoleh dari pengguna hutang lebih kecil dari pada biaya yang ditimbulkannya. Para pemilik perusahaan lebih suka perusahaan menciptakan hutang pada tingkat tertentu untuk menaikkan nilai

perusahaan. Agar harapan para pemilik dapat dicapai, perilaku manajer dan komisaris harus dapat dikendalikan melalui keikutsertaan dalam kepemilikan saham perusahaan. Dengan demikian pertimbangan kepemilikan dapat menciptakan kehati-hatian para insider dalam mengelola perusahaan. Kebangrutan perusahaan bukan hanya menjadi tanggungan pemilik utama, namun juga para insider ikut menanggungnya. Konsekuensinya para insider akan bertindak hati-hati termasuk dalam menentukan hutang perusahaan. Oleh karena itu kepemilikan oleh para manajer menjadi pertimbangan penting ketika hendak meningkatkan nilai perusahaan.

Kebijakan hutang bias digunakan untuk menciptakan nilai perusahaan yang diinginkan, namun kebijakan hutang juga tergantung dari ukuran perusahaan. Artinya perusahaan yang besar relative lebih mudah untuk akses ke pasar modal. Kemudahan ini mengindikasikan bahwa perusahaan besar *relative* mudah memenuhi sumber dana dari hutang melalui pasar modal. Oleh karena itu mengkaitkan *Firm size* dengan hutang dan nilai perusahaan menjadi releva. (Euis Soliha dan Taswan, 2002).

### **Kepemilikan Manajerial**

Teori keagenan menjelaskan bahwa kepentingan manajemen dan kepentingan pemegang saham seringkali bertentangan, sehingga bias terjadi konflik diantaranya. Hal tersebut terjadi karena manajer cenderung berusaha mengutamakan kepentingan pribadi. Pemegang saham tidak menyukai kepentingan pribadi manajer, karena hal tersebut akan menambah cost bagi perusahaan sehingga akan menurunkan keuntungan yang diterima. Akibat dari perbedaan kepentingan itulah maka terjadi konflik yang biasa disebut konflik agensi (Listyani, 2003).

Untuk mengurangi konflik keagenan Jensen dan Meckling (1996) dalam Listyani (2003), mengatakan perlu peningkatan kepemilikan manajerial dalam perusahaan sehingga manajer akan bertindak secara hati-hati karena mereka ikut menanggung konsekuensi atas tindakannya. Dengan adanya kepemilikan saham oleh manajer akan memotivasi mereka untuk menciptakan kinerja perusahaan secara optimal dan berusaha untuk menurunkan biaya keagenan

atau *agency cost* yaitu *agency cost of debt* dan *agency cost of equity*.

Peningkatan kepemilikan manajerial bermanfaat untuk meningkatkan keselarasan kepentingan antara manajer dan pemegang saham. Kepemilikan manajerial terjadi apabila pemegang saham suatu perusahaan bertindak sebagai manajer perusahaan. Oleh karena itu, semakin besar tingkat kepemilikan manajerial suatu perusahaan, maka semakin tinggi tingkat keselarasan dan kemampuan kontrol terhadap kepentingan antara manajer dan pemegang saham (Jensen & Meckling 1976, Singh & Davidson III). Namun demikian, kepemilikan manajerial sebenarnya mempunyai dua peranan yang berbeda. Pertama, ia bertindak sebagai pemilik perusahaan, dan kedua ia bertindak sebagai manajer. Peranan seperti ini dapat mengganggu manajer ketika bekerja dan dapat menimbulkan keinginannya untuk mempertahankan kedudukannya didalam perusahaan. Oleh sebab mereka sebagai pemilik maka mereka dapat membuat keputusan sesuai dengan kepentingannya termasuk keputusan untuk mempertahankan kedudukan mereka didalam perusahaan. Pemberian insentif yang sesuai kepada manajer penting diperhatikan agar manajer bekerja sesuai dengan kepentingan saham.

### **Peran Kebijakan Hutang dan Kepemilikan Manajerial dalam Mengontrol Konflik-konflik Keagenan**

Model agensi perusahaan menurut Jensen dan Meckling (JM) (1996) dalam Listyani (2003), korporasi modern rentan terhadap konflik-konflik agensi yang muncul dari pemisahan fungsi-fungsi pengambilan keputusan dan penanggung resiko dalam perusahaan. Jensen dan Meckling membuktikan bahwa manajer memiliki kecenderungan untuk terlibat dalam tindakan pengambilan keuntungan yang berlebihan dan perilaku-perilaku *opportunistik* lain karena mereka mendapat keuntungan penuh dari tindakan-tindakan tersebut tetapi hanya menanggung resiko dari yang seharusnya. Hal ini sebagai biaya *equitas* agensi serta menunjukkan bahwa hal ini dapat diminimalkan dengan meningkatkan kepemilikan manajerial dalam perusahaan, yang mana akan memaksa manajer untuk ikut menanggung konsekuensi-konsekuensi atas

tindakan-tindakan mereka. Meskipun kepemilikan manajerial dalam perusahaan berfungsi untuk menyelaraskan kepentingan-kepentingan manajer dengan kepentingan-kepentingan para pemegang saham eksternal, namun besar investasi yang dapat dilakukan manajer dalam klaim-klaim residual perusahaan terbatas oleh kekayaan pribadi mereka dan pertimbangan-pertimbangan diversifikasi.

### **Hubungan antara Kepemilikan Institusional, Kebijakan Hutang dan Kepemilikan Manajer**

Kepemilikan institusional, kebijakan hutang, dan kepemilikan manajerial berguna untuk meminimalkan biaya-biaya agensi dalam perusahaan. Namun begitu mekanisme ini juga memiliki keterbatasan sendiri. Kepemilikan saham umum manajerial yang berlebihan bias menimbulkan pertentangan. Mekanisme voting dan pengambilalihan akan gagal jika manajemen memiliki kepentingan *control* dalam perusahaan. Selain itu manajer juga tidak mau menginvestasikan terlalu banyak kekayaan pribadinya dalam perusahaan guna menghindari naiknya resiko *non diversifikasi* atas kekayaan pribadi mereka. Pendanaan dengan hutang juga akan memperbesar resiko kebangkrutan perusahaan dan meningkatkan resiko kebangkrutan non-diversifikasi bagi manajer sendiri. Selain itu, masalah-masalah agensi seperti penggantian asset atau *risk-shifting* atau rendahnya investasi dapat diperparah dengan besar dana hutang. Bahkan kepemilikan saham institusional yang terlalu besar juga memiliki resiko yang terkait dengan hal ini (Listyani, 2003).

Dengan berbagai keuntungan dan kekurangan mekanisme-mekanisme diatas, manajer diharapkan dapat mengoptimalkan pemanfaatan mekanisme tersebut agar biaya total dalam perusahaan dapat diminimalkan. Meskipun manajer dapat mengukur tingkatan-tingkatan kepemilikan *equitas internal* dan tingkat pendanaan hutang. Dari argument-argumen diatas dapat disimpulkan bahwa sejalan dengan kepemilikan institusional dan pengawasan yang terkait akan lebih optimal bagi perusahaan untuk menggunakan tingkat hutang dan kepemilikan manajerial yang lebih rendah guna mengontrol konflik-konflik agensi perusahaan.

### **Review Penelitian Terdahulu**

Agrawal dan Mandelker (1978) dalam Listyani (2003), melakukan penelitian dengan judul “*Manajerial Incentives and Investment and Financing Decision*”. Tujuan penelitiannya adalah menguji hubungan antara saham dan opsi yang dipegang oleh manajer serta karakteristik dari keputusan investasi yang diambil oleh perusahaan terutama perubahan dalam return on asset. Hasil peneliti menemukan bahwa ada hubungan positif antara *debt ratio* dan pemilikan manajerial.

Friend and Lang (1998) dalam Listyani (2003), meneliti dengan judul “*Empirical Test of Impact of Managerial Self Interest on Corporate Capital Structure*”, menguji apakah struktur modal (*debt ratio*) perusahaan sebagai motivasi oleh kepentingan manajemen. Hasil penelitian menunjukkan bahwa *debt ratio* mempunyai hubungan negative dengan manajerial *ownership*.

Mehran (1992) dalam Listyani (2003), melakukan penelitian dengan judul *Executive Incentives Plant, Corporate Control and Capita Structure*. Hasilnya menunjukkan bahwa terdapat hubungan yang positif antara prosentase saham yang dimiliki individual investor dengan rasio hutang dan *institutional holdings* memiliki hubungan yang signifikan dan negative terhadap rasio hutang.

Penelitian yang dilakukan Jensen, et al.(1992) dalam Listyani (2003), dengan judul “*Stimultanous Determinant of Insider Owneship, Debt dan Devident Policies*” menguji hubungan antara *insider ownership*, *debt ratio* dan kebijaksanaan deviden. *Debt ratio* merupakan fungsi *insider*, *devident*, *business risk*, *profitability*, R&D dan fixet asset. Hasil penelitian menyatakan bahwa terdapat hubungan negative antara prosentase kepemilikan dengan rasio hutang Moh’d, et all (1998) melakukan penelitian yang berjudul “*The Impact of Ownership Structure and Corporate Debt Policy: A Time-series Cross-Sectional Analysis*”. Hasil yang diperoleh menunjukkan bahwa struktur kepemilikan dan beberapa variabel agensi lainnya mempunyai pengaruh signifikan secara bersama-sama terhadap rasio hutang.

Bathala, et all. (1994) dalam Listyani (2003, judul penelitiannya adalah “*Manajerial Ownership, Debt Policy and Impact of Institutional Holding: An Agency Perspective*”.

Tujuannya menguji pengaruh kepemilikan institusional terhadap *debt ratio dan managerial ownership* dengan beberapa variabel control. Jumlah sampel yang di gunakan sebanyak 516 (setelah diseleksi dari 1000 perusahaan) untuk tahun 1998 dengan metode *cross-sectional*. Model analisis yang digunakan adalah *Two-Stage Least Square (2SLS)*. Hasil penelitian menunjukkan bahwa *earning volatility*, *research and development and advertising expenses*, *depreciation*, *growth*, *institutional ownership dan managerial ownership* memiliki hubungan yang negative terhadap *debt rasio*. Demikian juga untuk persamaan kedua *stock volatility*, *size*, *research and development and advertising expenses*, *anstitutional ownership dan debt ratio* memiliki hubungan yang negative terhadap *managerial ownership*. Sedangkan *Growth* memiliki hubungan yang positif terhadap *managerial ownership*.

Wahidahwati (2002), melakuka penelitian dengan judul “kepemilikan manajerial dan *Agency Conflicts*: analisis permasalahan simultan non linier dari kepemilikan manajerial, penerimaan resiko (*Risk Taking*), Kebijakan Utang dan Kebijakan Deviden”. Tujuannya adalah ingin memperluas bidang penelitian dengan mempertimbangkan sebuah model empiris dimana kepemilikan manajerial, pengambilan resiko, kebijakan utang dan kebijakan deviden masing-masing ditentukan sebagai vriabel endogen yang ditentukan secara gabungan, sedangkan kepemilikan institusional bersama dengan variabel-variabel *control* lainnya berada diluar perusahaan dan karenanya mereka bukan variabel keputusan perusahaan. Hasilnya adalah tidak terdapat hubungan non linier antara kepemilikan manajerial dengan rasio. Disimpulkan pula dari hasil penelitian bahwa resiko pada level-level yang rendah, merupakan determinan negative dari kepemilikan manajerial. Hal ini mengindikasikan ketidak konsistennan dengan pendapat bahwa kepemilikan manajerial memecahkan konflik antara *equity holder external* dan para manajer. Penelitian ini juga menghasilkan bahwa hipotesis yang menyatakan bahwa *manajerial ownership* berhubungan negative dengan rasio utang, *rasio deviden* dan rasio (utang deviden), ditolak. Hasil analisis menunjukkan bahwa hubungan antara *manajerial*

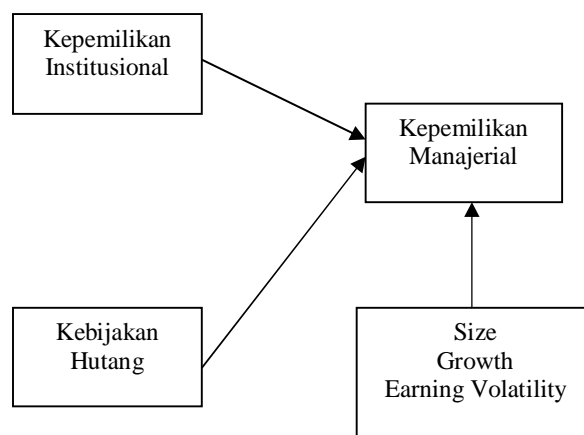


*ownership* dengan *debt* dan *dividen policy*, semuanya mempunyai arah positif dan signifikan, sedangkan hubungan antara *manajerial ownership* dengan *dividen policy* untuk sampel yang diobservasi tidak dapat dijadikan alat pengontrol dan tidak dapat mereduksi *cost agency*, karena tidak dapat digunakan sebagai monitoring *substitute agents*. Tetapi penelitian ini membuktikan adanya pengaruh substitusi monitoring antara *manajerial ownership* dengan *institutional ownership*.

Soliha dan Taswan (2002), dalam jurnal bisnis dan ekonomi melakukan penelitian yang menyimpulkan bahwa kebijakan hutang perusahaan berpengaruh positif namun tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. Hasil riset variabel ini konsisten dengan temuan Monidiliani dan Miller (1963), bahwa dengan memasukkan pajak penghasilan perusahaan, maka penggunaan hutang akan meningkatkan nilai perusahaan. Disamping itu juga hutang dapat digunakan untuk mengendalikan penggunaan *free cash flow* secara berlebihan. Para manajer telah terpengaruh oleh adanya utang, namun masih perlu didukung pengendalian manajer misalnya melalui *institutional ownership* agar terhindar dari penggunaan *free cash flow* yang sia-sia.

Theresia Tyas Listyani (2003) melakukan penelitian dengan judul “kepemilikan manajerial, Kebijakan Hutang dan Pengaruhnya Terhadap Kepemilikan Saham Institusional”. Tujuannya adalah menganalisis pengaruh kepemilikan institusional terhadap kebijakan hutang dan kepemilikan manajerial pada perusahaan manufaktur di bursa efek Jakarta. Hasilnya adalah bahwa ada pengaruh negative antara kepemilikan institusional dengan kebijakan hutang dan kepemilikan manajerial.

### Model Penelitian



Gambar 1. Model Penelitian

Kepemilikan institusional yaitu proporsi saham yang dimiliki institusional dalam perusahaan pada akhir tahun yang diukur dalam prosentase. Tingkat saham institusional yang tinggi akan menghasilkan upaya-upaya pengawasan yang lebih intensif sehingga dapat membatasi perilaku *opportunistik* manajer. Jika kepemilikan institusional semakin meningkat dari tahun ke tahun ini dapat berpengaruh terhadap jalannya jalannya perusahaan karena hak *voting* yang dimiliki. Hak tersebut mampu mengintervensi keputusan manajer, misalnya keputusan investasi, *merger* maupun sistem penggajian eksekutif. Monitoring yang dilakukan oleh institusi diharapkan mampu mensubstitusi biaya keagenan lain sehingga biaya keagenan menurun dan nilai perusahaan meningkat. Sehingga kepemilikan institusional di harapkan mempunyai tanda negatif terhadap kepemilikan manajerial.

*Debt Ratio* merupakan perbandingan hutang dengan total asset. Dengan penggunaan hutang diharapkan akan mengikat manajer melalui pembayaran bunga dan cicilan secara periodic, penggunaan hutang juga digunakan untuk mengendalikan penggunaan *free cash flow* yang berlebihan oleh manajer sehingga dapat menghindari investasi yang tidak menguntungkan, yang bertujuan untuk mengurangi konflik keagenan dalam perusahaan. Sehingga rasio kebijakan hutang diharapkan menghasilkan hubungan yang negatif terhadap kepemilikan manajerial.

*Size* merupakan ukuran perusahaan. Seorang manajer dituntut untuk dapat meningkatkan nilai perusahaan. *Size* yang besar memudahkan perusahaan dalam masalah pendanaan melalui pasar modal, kemungkinan ini bias ditangkap sebagai informasi yang baik. Ukuran perusahaan yang besar dan tumbuh bisa merefleksikan tingkat *profit* dimasa yang akan datang. Sehingga variabel ini diharapkan mempunyai hubungan negatif terhadap kepemilikan manajerial.

*Growth* merupakan pertumbuhan perusahaan dalam mengukur kinerja manajerial untuk mempermudah perusahaan dalam pencarian dana. Sehingga diharapkan mempunyai hubungan yang negative terhadap kepemilikan manajerial.

Volatilitas laba berfungsi untuk memperkirakan rasiom perusahaan dan kemungkinan terjadinya kebangkrutan perusahaan. Variabel kontrol yang dihitung dari deviasi pendapatan sebelum pajak dan bunga terhadap total asset. Bila standar deviasi laba sebelum pajak dan bunga semakin tinggi, pihak kreditor akan enggan memberikan hutang pada perusahaan sehingga resiko hutang akan turun. Sehingga Ernvolt diharapkan mempunyai hubungan yang negatif terhadap kepemilikan manajerial.

### Hipotesis

- H<sub>1</sub>: kepemilikan institusional mempunyai pengaruh negative secara signifikan terhadap kepemilikan manajerial
- H<sub>2</sub>: Kebijakan hutang mempunyai pengaruh negative secara signifikan terhadap kepemilikan manajerial

## METODE PENELITIAN

### Populasi

Populasi yang akan digunakan dalam penelitian ini terdiri dari perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama empat tahun pengamatan, yakni 2003, 2004, 2005 dan 2006.

### Sampel

Pengambilan sampel dalam penelitian dilakukan secara purposive sampling dengan criteria:

1. Perusahaan manufaktur yang listing di Bursa Efek Indonesia selama empat tahun terdiri dari tahun 2003, 2004, 2005 dan 2006.
2. Perusahaan yang selama periode pengamatan memiliki data tentang kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, *long term debt*, *total asset* dan *operating income*.

### Jenis Data

Data yang diperlukan dalam penelitian ini adalah data sekunder yang meliputi *manajerial ownership*, *institusional ownership*, *long term debt*, *total asset*, dan *operating income* yang diperoleh dari laporan keuangan perusahaan.

### Sumber Data

Diperoleh dari media cetak dan majalah maupun *Indonesian Capital Market Directory* tahun 2003, 2004, 2005 dan 2006.

### Pengumpulan Data

Pengumpulan data dilakukan secara pooling data (*time-series cross-sectional*). Pooling data dilakukan dengan cara menjumlahkan perusahaan-perusahaan yang memenuhi criteria selama periode pengamatan.

### Identifikasi dan Operasionalisasi Variabel

#### Identifikasi Variabel

Variabel yang digunakan dalam penelitian ini adalah kepemilikan manajerial yang merupakan variabel dependen, kepemilikan institusional dan kebijakan hutang merupakan variabel independen. Penelitian ini juga menguji berbagai variabel penjelasan tambahan yang berfungsi sebagai variabel *control*.

### Pengukuran Variabel

Pengukuran variabel-variabel yang dipergunakan dalam penelitian adalah sebagai berikut:

#### *Debt Ratio*

Menurut Grossman & Hart (1982) dalam Listyani (2003), penggunaan hutang akan mengurangi biaya keagenan antara *principal* dan *agen*. Variabel ini diberi simbol (DR) sebagai proksi dari kebijaksanaan hutang perusahaan. *Debt Ratio* (DR) merupakan perbandingan antara hutang dengan total asset.

#### Kepemilikan Manajerial

Variabel ini diberi simbol (MOWN). Diukur dari jumlah prosentase saham yang dimiliki oleh manajerial. Kepemilikan manajerial adalah pemegang saham dari pihak manajemen yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan perusahaan (Direktur dan Komisaris). Variabel ini digunakan untuk mengetahui manfaat kepemilikan managerial dalam mekanisme pengurangan *agency conflict*. Diharapkan bahwa dengan peningkatan kepemilikan manajerial, biaya keagenan yang ditimbulkan oleh hutang (*agency cost of debt*) akan semakin menurun sehingga koefisien MOWN menghasilkan negative terhadap kebijakan hutang.

#### Kepemilikan Institusional

Variabel ini diberi simbol INST yaitu proporsi saham yang dimiliki institusional pada akhir tahun diukur dalam prosentase (%). Variabel ini menggambarkan tingkat kepemilikan saham institusional dalam perusahaan. Tingkat saham institusional yang tinggi akan menghasilkan upaya-upaya pengawasan yang lebih intensif sehingga dapat membatasi perilaku *opportunistic* manajer. (Listyani, 2003).

#### *Growth*

Variabel pertumbuhan ini diberi simbol *Growth*. Pertumbuhan perusahaan dapat di definisikan sebagai peningkatan yang terjadi pada perusahaan. Pertumbuhan perusahaan diukur dengan menggunakan selisih antara *asset* pada

tahun yang diteliti dengan *asset* tahun sebelumnya dan dibandingkan dengan total *asset* sebelumnya. Tingkat pertumbuhan yang tinggi akan menandakan keberhasilan yang perusahaan dalam menggalang lebih banyak sumber-sumber daya untuk perusahaan.

#### *Size*

Variabel *size* sebagai proksi dari total *asset*. Untuk memperoleh nilai *size*, pertama-tama dilakukan perhitungan terhadap total *asset* selama empat tahun dan kemudian dihitung log total *asset*. Dalam perusahaan besar, proporsi saham yang dimiliki manajer relative kecil karena berbagai hambatan, seperti kepemilikan institusional Bathala, et al (1994). Maka variabel total *asset* diharapkan memiliki koefisien yang negatif terhadap kepemilikan manajerial.

#### *Earning Volatility*

Variabel ini diberi simbol ERNVOLT, diukur rasio standar deviasi pendapatan sebelum pajak dan bunga (*operating income*) terhadap *asset* total (OPROA) dengan skala total *asset* selama empat tahun. ERNVOLT berfungsi untuk memperkirakan resiko usaha dan kemungkinan terjadinya kebangkrutan perusahaan. Bila perusahaan resiko bisnisnya tinggi akan memiliki rasio hutang yang rendah, maka variabel *Ernvolt* mempunyai koefisien negative terhadap rasio hutang.

#### Metode Analisis Data

##### Uji Normalitas Data

Uji normalitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi, variabel terikat dan variabel bebas keduanya mempunyai distribusi normal ataukah tidak. Model regresi yang baik adalah memiliki distribusi data normal atau mendekati normal. Uji normalitas yang digunakan dalam penelitian ini adalah dengan melakukan uji kecejungan kurva (*skewness* dan *kurtosis*) terhadap data yang dimiliki. Hal ini untuk mengetahui normal atau tidaknya sebaran data yang akan dianalisis.

Rasio *skewness* dan *kurtosis* dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$\text{Rskewness} = \frac{\text{skewness}}{\sqrt{6/N}}$$

$$\text{Rkurtosis} = \frac{\text{kurtosis}}{\sqrt{24/N}}$$

### Uji Asumsi Klasik

#### 1. Uji Miultikolinearitas

Uji Miultikolinearitas bertujuan untuk menguji apakah modal regresi ditemukan adanya korelasi antara variabel bebas (independen) model regresi yang baik seharusnya tidak terjadi korelasi diantara variabel bebas. Jika variabel bebas saling berkorelasi, maka variabel-variabel ini tidak *ortogonal*. Variabel *ortogonal* adalah variabel bebas yang nilai korelasi antara sesama variabel bebas sama dengan nol. *Multikolinearitas* dilihat dari nilai *tolerance* dan lawannya *variance inflation factor* (VIP). Kedua ukuran ini menunjukkan setiap variabel bebas manakah yang dijelaskan oleh variabel lainnya. Dalam pengertian sederhana setiap variabel bebas menjadi variabel terikat dan diregres terhadap variabel bebas lainnya. *Tolerance* mengukur variabilitas variabel bebas yang terpilih yang tidak dapat dijelaskan oleh variabel bebas lainnya. Jadi nilai *tolerance* yang rendah sama dengan nilai VIP tinggi (Karena  $VIF=1/tolerance$ ) dan menunjukkan adanya *kolonieritas* yang tinggi. Nilai *cutoff* yang umum dipakai adalah nilai *tolerance* 0,10 atau sama dengan tingkat *multikolinearitas* 0,95. Walaupun *multikolinearitas* dapat dideteksi dengan nilai *tolerance* dan VIF, tetapi kita masih tetap tidak mengetahui variabel-variabel bebas mana sajakah yang saling berkorelasi.

#### 2. Uji Autokorelasi

Uji Autokorelasi bertujuan untuk menguji apakah dalam satu model regresi linear ada korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode t dengan kesalahan pada periode t-1 (sebelumnya). Model regresi yang baik adalah regresi yang bebas dari autokorelasi. Untuk mendeteksi digunakan uji Durbin-Watson, dengan

penentuan terlebih dahulu nilai kritis dL dan DU. Pengambilan keputusan ada tidaknya autokorelasi (Ghozali, 2005):

- Bila nilai DW terletak antara batas atas (du) dan (4-du), maka koefisien autokorelasi sama dengan nol, berarti tidak ada autokorelasi.
- Bila nilai DW lebih rendah dari batas bawah (dl), maka koefisien autokorelasi lebih besar dari nol, berarti ada *autokorelasi* positif.
- Bila nilai DW lebih besar daripada (4-dl), maka koefisien *autokorelasi* lebih kecil daripada nol, berarti ada autokorelasi negatif.
- Bila nilai DW terletak diantara batas atas (du) dan batas bawah (dl) atau DW terletak antara (4-du) dan (4-dl), maka hasilnya tidak dapat disimpulkan.

#### 3. Uji Heteroskedastisitas

Uji *Heteroskedastisitas* bertujuan menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidak samaan variance dan residual satu pengamatan yang lain. Jika variance dan residual satu pengamatan kepengamatan yang lain tetap, maka disebut Homoskedastisitas dan jika berbeda disebut heterokedastisitas. Model regresi yang baik adalah yang *Homoskedastisitas* atau tidak terjadi *heteroskedastisitas*. Untuk mengetahui adanya *heteroskedastisitas* digunakan grafik *scatterplot*, yaitu dengan pola-pola tertentu pada grafik, dimana sumbu Y adalah Y yang telah diprediksi, dan sumbu X adalah residual (Y prediksi-Y sesungguhnya) yang telah di studentized.

Dasar pengambilan yang dilakukan adalah sebagai berikut:

- Jika pola tertentu seperti titik-titik (point-point) yang ada membentuk suatu pola tertentu yang teratur (bergelombang, menyebar, melebar kemudian menyempit), maka mengindikasikan telah terjadi *heterokedastisitas*.
- Jika tidak ada pola yang jelas, serta titik-titik menyebar diatas dan bawah angka 0

pada sumbu Y, maka tidak terjadi *heterokedastisitas*.

### Uji Regresi Berganda

Pada penelitian ini teknis analisis data dilakukan dengan teknik analisis regresi berganda untuk mengolah data, membahas data yang telah diperoleh dan menguji hipotesis yang telah diajukan. Teknik analisis regresi dipilih karena teknik regresi berganda dapat menyimpulkan secara langsung mengenai pengaruh masing-masing variabel bebas yang digunakan secara bersama-sama.

$$MOWN = a_0 + a_1 \text{ INSTL} + a_2 \text{ DR} + a_3 \text{ SIZE} + a_4 \text{ GROWTH} + a_5 \text{ ERNVOLT}$$

MOWN = Kepemilikan manajerial

a = Koefisien regresi

ERNVOLT = Earnig Volatility

SIZE = Ukuran Perusahaan

GROWTH = Pertumbuhan

INSTL = Kepemilikan Institusional

DR = Kebijakan Hutang

## ANALISIS DAN PEMBAHASAN

### Statistik Deskriptif Penelitian

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Jumlah perusahaan manufaktur sebanyak 142 perusahaan. Sebagai pengambilan sample dalam penelitian ini, bahwa sample merupakan perusahaan-perusahaan yang masuk kedalam kelompok manufaktur yang terdaftar dalam Bursa Efek Indonesia selama kurun waktu periode tahun 2003-2006 dan perusahaan selama periode memiliki data tentang kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, hutang jangka panjang, total asset dan operating income. Berdasarkan criteria tersebut diperoleh sebanyak 37 perusahaan. Jadi selama empat tahun diperoleh sebanyak  $37 \times 4 = 148$  data.

Prosedur pengambilan sampel disajikan dalam Tabel 1 berikut:

**Tabel 1.** Prosedur pengambilan sample

No	Kriteria penentuan Sampel	Jumlah
1	Jumlah perusahaan yang bergerak dalam sector manufaktur yang terdaftar di BEI pada periode amatan mulai 2003-2006	142
2	Perusahaan yang tidak melaporkan laporan keuangan yang berkaitan dengan variabel-variabel penelitian (Managerial ownership, institusional ownership, long term debt, total asset, dan operating income) secara berturut-turut selama tahun 2003-2006	105
Jumlah sampel yang diteliti		37

**Tabel 2.** Statistik Deskriptif Variabel *Dependent* dan *Independent*

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
INST	148	.57	96.09	62.3253	20.2267
DR	148	.00	2.45	.2402	.3845
MOWN	148	-.85	1.33	4.473E-	.2280
SIZE	148	4.21	7.34	.02	.5584
GROWTH	148	-.19	.28	5.6560	7.832E-02
ERNVOLT	148	.01	25.61	3.932E-	7.0020
Valid N (listwise)	148			.02	
				5.0167	

Sumber: Data sekunder diolah

Berdasarkan Tabel diatas dapat diketahui bahwa INST adalah merupakan proporsi saham yang dimiliki institusional pada akhir tahun. Data deskriptif INST yang diambil mulai dari tahun 2003 sampai dengan tahun 2006 dari 37 perusahaan dengan jumlah responden (N) adalah 148 dengan INST terkecil sebesar 0,57 dan terbesar 96,09. Rata-rata responden 62,3253 dengan standar deviasi sebesar 20,2267.

Variabel DR adalah merupakan perbandingan antara hutang jangka pajang dengan total asset. Data deskriptif DR menunjukkan nilai terkecil sebesar 0,00 dan terbesar adalah 2,45. Rata-rata DR sebesar 0,2404 dengan standar deviasi sebesar 0,3845.

Variabel GROWTH dalam penelitian ini dinilai dari pertumbuhan total asset selama empat tahun. Data deskriptif GROWTH menunjukkan nilai terkecil sebesar -0,19 dan terbesar 0,28. Rata-rata GROWTH sebesar 3,932E-02 dengan standar deviasi sebesar 7,832E-02.

Variabel *Size* (ukuran perusahaan) dalam penelitian ini dilihat dari besarnya total asset. Data deskriptif size menunjukkan nilai terkecil sebesar 4,21 dan terbesar 7,34. Rata-rata Size sebesar 5,6560 dengan standar bdeviasi sebesar 0,5584.

Variabel ERNVOLT dalam penelitian ini dinilai standar deviasi pendapatan sebelum apajak dan bunga terhadap total asset. Data deskriptif ERNVOLT menunjukkan nilai terkecil sebesar 0,01 dan terbesar sebesar 25,61. Rata-rata

ERNVOLT sebesar 5,0167 dengan standar deviasi sebesar 7,0020.

Variabel MOWN adalah merupakan variabel pemegang saham dari pihak manajemen yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan perusahaan (direktur dan komisaris). Data deskriptif MOWN menunjukkan nilai terkecil sebesar -0,85 dan terbesar adalah 1,33. Rata-rata MOWN sebesar 4,473E-02 dengan standar deviasi sebesar 0,2280.

### ANALISIS DATA

Sesuai dengan tujuan penelitian, maka peneliti ini menggunakan analisis linier berganda. Suatu regresi linier berganda akan membentuk estimasi yang baik apabila terpenuhi semua asumsi klasiknya.

#### Pengujian Normalitas Data

Uji normalitas data digunakan untuk melihat napakah dalam sebuah model regresi, variabel dependent dan variabel independent atau keduanya mempunyai distribusi normal atau tidak. Pengujian normalitas dilakukan dengan menggunakan rasion skewness dan kurtosis. Nilai rasio skewness dan kurtosis yang lebih kecil dari  $\pm 1,96$  menunjukkan data yang berdistribusi normal. Hasil penujian normalitas semua variabel yang digunakan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

**Tabel 3.** Uji Normalitas Data sebelum di outlier

	N	Minimum	Maximum	Std.	Skewness	Kurtosis		
	Statistic	Statistic	Statistic	Statistic	Statistic	Std.	Statistic	Std.
						Error		Error
Unstandardized	148	-.88378	1.16760	.2033919	1.172	199	9.699	.396
Residual Valid	148							
N (listwise)								

Sumber: Data sekunder diolah

Berdasarkan hasil perhitungan SPSS dapat diketahui rasio *skewness* dan kurtosis untuk masing-masing variabel adalah sebagai berikut:

$$R \text{ skewness} = \frac{\text{skewness}}{\sqrt{6/N}} = \frac{9,699}{\sqrt{24/148}} = \frac{9,699}{0,4} = 24,25$$

$$= \frac{1,172}{\sqrt{6/148}} = \frac{1,172}{0,2} = 5,86$$

Sedangkan perhitungan R kurtosis adalah sebagai berikut:

$$= \frac{\text{kurtosis}}{\sqrt{24/N}}$$

Dari kedua analisis normalitas diatas diketahui bahwa dari data masing-masing variabel adalah tidak normal dikarenakan nilai rasio berada lebih dari  $\pm 1,96$ .

Untuk menormalkan data, maka perlu dilakukan upaya penormalan data yaitu dengan menghilangkan data yang dianggap outlier. Proses outlier dilakukan satu per satu data yang dianggap ekstrim. Dari 148 data setelah di outlier dihasilkan 110 data. Hasil uji normalitas 110 data dapat dilihat sebagai berikut:

**Tabel 4.** Uji Normalitas Data Setelah Proses Outliyer

	N	Minimum	Maximum	Std.	Skewness	Kurtosis
	Statistic	Statistic	Statistic	Statistic	Statistic	Statistic
					Std. Error	Std. Error
Unstandardized Residual	110	-.11618	.12200	5.86E-20	.206	-.765
Valid	110				.230	.457
N (listwise)						

Sumber: Data sekunder diolah

Berdasarkan hasil perhitungan SPSS dapat diketahui R skewness dan kurtosis setelah di outlier adalah sebagai berikut:

$$= \frac{\text{Skewness}}{\sqrt{6/N}} = \frac{0,206}{\sqrt{6/110}} = \frac{0,206}{0,233} = 0,88$$

Sedangkan perhitungan R kurtosis adalah sebagai berikut:

$$= \frac{\text{Kurtosis}}{\sqrt{24/N}} = \frac{-0,765}{\sqrt{24/110}} = \frac{-0,765}{0,467} = -1,638$$

Dari Tabel tersebut diperoleh hasil distribusi yang normal Karena memiliki nilai rasio skewness yang lebih kecil dari  $\pm 1,96$ .

### Uji Asumsi Klasik

Suatu uraian tersebut akan membahas mengenai uji asumsi klasik pada regresi berganda diantaranya:

#### a. Pengujian Multikolinieritas

Untuk menguji apakah terjadi multikolinieritas dalam suatu model regresi dapat dilihat dari VIF (Variance Inflation Factor). Jika nilai VIF dibawah 10, maka data variabel independent tidak terjadi multikolinieritas. (Ghozali, 2001)

**Tabel 5.** Pengujian Multikolinieritas

		Unstandardized		Standardized		t	Sig.	Colinearity	
		coefficients		coefficients				Statistics	
		B	Std. Error	Beta				Toleran	VIF
1	(Constant)	4.530E-02	.064			.709	.480		
	INST	-2.49E-04	.000	-.058		-.825	.411	.872	1.146
	DR	-386E-02	.016	-.164		-2.473	.015	.967	1.035
	SIZE	-454E-03	.011	-.029		-.414	.680	.858	1.165
	GROWTH	.818	.081	.702		10.113	.000	.888	1.126
	ERNVOLT	-9.12E-04	.001	-.076		-1.081	.282	.856	1.168

Sumber: Data sekunder diolah

Pada pengujian ini diperoleh semua variabel bebas tidak mengandung multikolinieritas karena semua variabel memiliki nilai VIF yang lebih kecil dari 10, (1,146; 1,035; 1,126; 1,168). Sehingga dari kelima variabel independent tersebut dapat digunakan dalam prediksi variabel dependent.

#### Pengujian Autokorelasi

Untuk mengetahui autokorelasi dapat dilihat nilai uji Durbin Watson.

**Tabel 6.** Hasil Uji Autokorelasi

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the estimate	Durbin-Watson
1	.745 <sup>a</sup>	.555	.534	6.000E-02	2.110

Sumber: Data sekunder diolah

Hasil analisis regresi diperoleh nilai DW sebesar 2,110. Berarti nilai DW berada diantara du sampai 4-du, du=1,78 4-du=2,22. Sehingga dari hasil tersebut tidak terjadi autokorelasi.

#### Pengujian Heterokedastisitas

Pengujian heterokedastisitas digunakan untuk melihat apakah dalam sebuah model regresi terjadi ketidak samaan varian dari residual satu pengamatan ke pengamatan lain. Model regresi



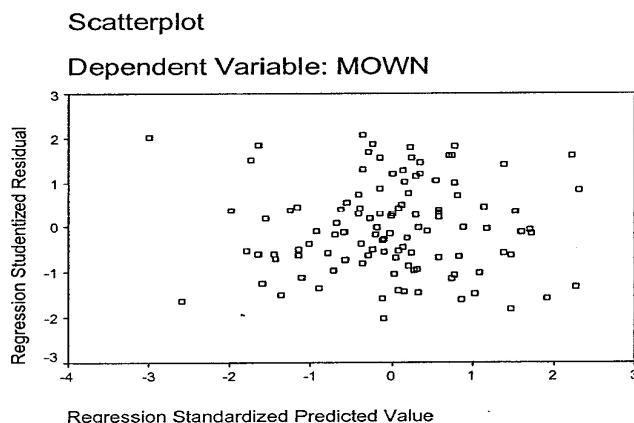
yang baik adalah tidak terjadi heterokedastisitas pada penelitian ini didasarkan pada *scatterplot* berdasarkan pengujian SPSS diperoleh grafik *Scatterplot* sebagai berikut:

Dari gambar grafik, terlihat bahwa titik-titik menyebar secara acak, tidak membentuk suatu pola tentu yang jelas, serta tersebar diatas dan dibawah angka 0 sumbu Y. Hal ini berarti model

regresi pada model ini tidak mengandung adanya masalah heterokedastisitas.

**Analisi Regresi Berganda**

Persamaan regresi yang diperoleh setelah terpenuhi semua asumsi klasiknya adalah sebagai berikut:



**Gambar 2.** Hasil uji Hetero

**Tabel 7.** Analisis Regresi Berganda

	Unstandardized coefficients		Standardized coefficients			Colinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta	t	Sig.	Tolerance	VIF
(Constant)	4.530E-02	.64		.709	.480		
INST	-2.49E-04	.000	-.058	-.825	.411	.872	1.146
DR	-3.86E-02	.016	-.164	-2.473	.015	.967	1.035
SIZE	-4.54E-03	.011	-.029	-.414	.680	.858	1.165
GROWTH	.818	.081	.702	10.113	.000	.888	1.126
ERNVOLT	-9.12E-4	.001	-.076	-1.081	.282	.856	1.168

Sumber: Data sekunder diolah

Untuk analisis regresi berganda dapat disimpulkan bahwa variabel-variabel Independent berpengaruh secara positif dan negative terhadap variabel Dependen. Hal ini dapat ditunjukkan persamaan regresi berganda berikut:

$$MOWN = 0,0453 - 0,000249 \text{ INST} - 0,0386 \text{ DR} - 0,00454 \text{ SIZE} + 0,818 \text{ GROWTH} - 0,000912 \text{ ERNVOLT}$$

Dari hasil persamaan tersebut dapat dijelaskan sebagai berikut:

1. ERNVOLT mempunyai pengaruh yang negative terhadap kepemilikan manajerial, hal ini dikarenakan koefisien regresinya bertanda negative sebesar 0,000912. Hal ini berarti, semakin besar resiko perusahaan, maka kreditur enggan memberikan hutang sehingga resiko hutang akan turun. Resiko hutang turun, maka kepemilikan manajerial akan semakin besar karena manajer tidak membayar cicilan dan bunga.

2. GROWTH mempunyai pengaruh yang positif terhadap kepemilikan manajerial, hal ini dikarenakan koefisien regresinya bertanda positif sebesar 0,818. Hal ini berarti semakin besar pertumbuhan perusahaan menandakan keberhasilan perusahaan dalam menggalang sumber-sumber daya untuk perusahaan. Sehingga manajer lebih mudah dalam pencarian dana.
3. SIZE mempunyai pengaruh yang negative terhadap kepemilikan manajerial, hal ini dikarenakan koefisien regresinya bertanda negative sebesar -0,004545. Hal ini berarti semakin besar ukuran perusahaan, maka proporsi saham yang dimiliki manajer relative kecil.
4. DR mempunyai pengaruh negative terhadap kepemilikan manajerial, hal ini dikarenakan koefisien regresinya bertanda negative sebesar -0,0386. Hal ini berarti semakin tinggi hutang maka akan mengikat manajer dalam pembayaran bunga dan cicilan.
5. INST mempunyai pengaruh yang negative terhadap kepemilikan manajerial, hal ini dikarenakan koefisien regresinya bertanda negative sebesar -0,0453. Hal ini berarti semakin tinggi kepemilikan institusional maka kepemilikan manajerial semakin rendah karena mendapat pengawasan yang intensif sehingga membatasi perilaku oportunistik manajer.

### Uji Hipotesis

#### Hasil Uji t (secara persial)

Pengujian secara persial akan dilakukan untuk menguji ada tidaknya salah satu variabel

atau lebih yang berpengaruh secara signifikan terhadap kepemilikan manajerial.

Dari hasil estimasi regresi diketahui nilai t hitung sebagai berikut:

1. Kepemilikan institusional (INST) dari hasil estimasi regresi diperoleh t hitung = -0,825 dengan probabilitas sebesar 0,411 > 0,05. Karena nilai signifikansi pengujian lebih besar 0,005 maka diperoleh tidak ada hubungan yang signifikan dari variabel INST terhadap kepemilikan manajerial. Hal ini berarti hipotesis 1 ditolak.
2. *Debt to Ratio* (DR) dari hasil estimasi regresi diperoleh t hitung = -2,473 dengan probabilitas 0,05 < 0,050. Karena nilai signifikan lebih kecil dari 0,05, maka diperoleh ada hubungan yang signifikan dari variabel DR terhadap MOWN. Hal ini berarti hipotesis 2 diterima.

Hasil pengujian memberikan hasil nilai F sebesar 25,982 dari 0,05 maka diperoleh bahwa secara bersama-sama variabel-variabel independent ada pengaruh yang signifikan terhadap MOWN (Kepemilikan Manajerial).

#### Koefisien Determinasi

Koefisien determinasi digunakan untuk mengetahui besarnya pengaruh variabel-variabel bebas terhadap variabel-variabel terikat. Nilai koefisien determinasi dapat diperoleh nilai R square dari model regresi. Hasil perhitungan dalam analisis ini terlihat pada tabel di bawah ini:

#### Hasil Uji F (secara simultan)

Pengujian hipotesis uji F digunakan untuk melihat apakah secara keseluruhan variabel bebas mempunyai pengaruh yang bermakna terhadap variabel terkait.

**Tabel 8. Uji Simultan**

		Sum of				
	Model	Square	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	.468	5	9.353E-02	25.982	.000 <sup>a</sup>
	Residual	.374	104	3.600E-03		
	Total	.842	109			

Sumber: Data sekunder diolah

**Tabel 9.** Hasil *R Square*

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Waston
1	.745 <sup>a</sup>	.555	.534	6.000E-02	2.110

Sumber: Data sekunder diolah

Terlihat pada tabel 9 di atas bahwa nilai R Square adalah sebesar 0,555. Hal ini berarti hanya 5,55% saja MOWN yang secara nyata dijelaskan oleh variabel INST, DR, SIZE, GROWTH dan ERNVOLT. Sedangkan 94,45% lainnya dijelaskan oleh variabel lain.

### Pembahasan

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa kepemilikan institusional (INST) tidak memiliki pengaruh terhadap kepemilikan manajerial (MOWN) sedangkan kebijakan hutang memiliki pengaruh terhadap kepemilikan manajerial.

Hasil penelitian yang menunjukkan bahwa tidak ada pengaruh antara kepemilikan institusional (INST) terhadap kepemilikan Manajerial (MOWN) tidak sesuai dengan teori yang ada. Dalam penelitian ini manajer bukan hanya sebagai pengelola perusahaan melainkan juga sebagai investor sehingga manajer akan bertindak secara hati-hati karena mereka ikut menanggung konsekuensi atas tindakannya sehingga tidak memerlukan pengawasan yang insentif. Oleh karena itu dapat disimpulkan bahwa kepemilikan institusional tidak mempunyai pengaruh terhadap kepemilikan manajerial, hal ini tidak sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Theresia Tyas Listyani (2003).

Hasil penelitian yang menjelaskan bahwa ada pengaruh antara kebijakan hutang dan kepemilikan institusional sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Friend and Lang (1998) dalam Listyani (2003). Dengan penggunaan hutang diharapkan akan mengikat manajer melalui pembayaran bunga dan cicilan secara periodic, penggunaan hutang juga digunakan untuk mengendalikan penggunaan *free cash flow* secara berlebihan oleh manajer sehingga dapat menghindari investasi yang tidak menguntungkan yang bertujuan untuk mengurangi konflik keagenan dalam perusahaan.

## SIMPULAN, KETERBATASAN DAN SARAN

### Simpulan

1. ERNVOLT mempunyai pengaruh yang negative terhadap kepemilikan manajerial, hal ini dikarenakan koefisien regresinya bertanda negative sebesar 0,000912.
2. GROWTH mempunyai pengaruh yang positif terhadap kepemilikan manajerial, hal ini dikarenakan koefisien regresinya bertanda positif sebesar 0,818.
3. SIZE mempunyai pengaruh yang negative terhadap kepemilikan manajerial, hal ini dikarenakan koefisien regresinya bertanda negative sebesar -0,004545.
4. DR mempunyai pengaruh yang negative terhadap kepemilikan manajerial, hal ini dikarenakan koefisien regresinya bertanda negative sebesar -0,0386.
5. INST mempunyai pengaruh yang negative terhadap kepemilikan manajerial, hal ini dikarenakan koefisien regresinya bertanda negative sebesar -0,0453.

### Keterbatasan Penelitian

1. Variabel Independent dalam penelitian ini hanya INST dan DR.
2. Hanya 5,55% saja MOWN secara nyata dijelaskan oleh variabel ERNVOLT, GROWTH, SIZE, DR, dan INST.
3. Penelitian ini hanya mengambil perusahaan manufaktur yang sampelnya terbatas.

### Saran

1. Disarankan untuk menambah variabel independent selain DR dan INST
2. Penelitian untuk saham-saham di Bursa Efek Indonesia pada berbagai sektor, kiranya perlu diteliti sebagai perbandingan.

**DAFTAR PUSTAKA**

- Ghozali Imam, 2001. *Aplikasi Analisis Multivariate dengan program SPSS*. Penerbit Universitas Diponegoro Semarang.
- Harjito, D Agus dan Nurfauziah, 2006. Hubungan Kebijaksanaan Hutang insider ownership dan Kebijakan Dividen dalam mekanisme pengawasan masalah agensi di Indonesia. *JAAI*. Vol. 10 No. 2 Hal. 161 – 182.
- Kurniasih Nunung, 2007. Analisis dampak kepemilikan Manajerial Dan Kepemilikan Institusional Terhadap Kebijakan Hutang. *Skripsi* Unisbank Semarang
- Listyani Theresia Tyas, 2003, Kepemilikan Manajerial Dan Pengaruhnya Terhadap Kepemilikan Saham Institusional. *Jurnal Politeknik Negeri Semarang* Vol 3.
- Masdupi Erni, 2005. Analisis Dampak Struktur Kepemilikan Pada Kebijakan Hutang Dalam Mengontrol Konflik Keagenan. *Jurnal Ekonomi & Bisnis* Vol. 20 No. 1.
- Muntaroh Siti, 2008. Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Institusional terhadap Kebijakan Hutang dalam Mengontrol Konflik Keagenan. *Skripsi* Unisbank Semarang.
- Setiadi Dede, 2006. Pengaruh Kepemilikan Institusional Kebijakan Hutang Terhadap Kepemilikan Manajerial. *Skripsi* Unisbank Semarang.
- Solihah Euis dan Taswan, 2002, Pengaruh Kebijakan Hutang Terhadap Nilai Perusahaan Serta Beberapa Faktor yang Mempengaruhinya. *Jurnal Bisnis dan Ekonomi* Vol. 9 No. 2 Hal. 120 – 145.
- Wahidahwati, 2002. Kepemilikan Manajerial dan Agency Conflicts : Analisis Persamaan Simultan Non Linier dari Kepemilikan Manajerial, Penerimaan Resiko (*Risk Taking*), Kebijakan Utang Simposium Nasional Akuntansi Lima.
- Indonesian Capital Market Direktory, 2006
- Indonesian Capital Market Direktory, 2007