

KEBIJAKAN HUTANG, KEPEMILIKAN SAHAM MANAJERIAL, DAN PENGUASAAN SAHAM INVESTOR INSTITUSI DALAM PERSPEKTIF TEORI AGENCY

Sri Hastuti

Abstrak : Pemisahan fungsi kepemilikan dan pengelolaan perusahaan yang terjadi adalah timbulnya masalah keagenan. Masalah perbedaan kepentingan ini timbul jika dihubungkan dengan penggunaan ekuitas eksternal. Untuk menyelaraskan kepentingan tersebut pihak eksternal perlu mengeluarkan biaya, biaya ini disebut dengan *agency cost*. *Agency cost* dapat dibatasi dengan beberapa alternatif, yaitu (1). Meningkatkan kepemilikan saham manajerial, (2). Meningkatkan *dividend payout ratio* (3). meningkatkan pendanaan dengan hutang, (4). Menjual saham kepada investor institusi sebagai *monitoring agent*. Tujuan penelitian ini untuk meneliti keterkaitan diantara mekanisme-mekanisme tersebut, beserta variabel-variabel struktur modal yang dapat mempengaruhinya, sehingga dapat diupayakan tercapainya keseimbangan yang optimal di dalam menggunakan mekanisme-mekanisme tersebut. Populasi yang digunakan yaitu perusahaan manufaktur yang sahamnya dimiliki oleh manajerial dan institusional serta tidak devisit laporan keuangannya. Pengumpulan data di peroleh dari *Indonesian Capital Market Directory* tahun 2013 hingga 2015. Data yang diperoleh 40 perusahaan yang memenuhi syarat untuk ditetapkan sebagai sampel. Alat analisa yang digunakan adalah SEM (*Structural Equation Modelling*), yaitu tehnik konfirmatori yang merupakan pembuktian teori yang digambarkan ke dalam sebuah model. Hasil penelitian menunjukkan (1) Diantara Hutang dan kepemilikan saham manajerial ataupun sebaliknya tidak ditemukan hubungan kausalitas. (2) Penguasaan saham oleh institusi tidak mempengaruhi kebijakan hutang perusahaan, namun berpengaruh terhadap jumlah kepemilikan saham manajerial. (3) Variabel independen yang mempengaruhi hutang yaitu, *Research Development and Advertising (RDAD)*, dan *Deviden payout ratio*. Variabel Institusional, *Return saham Volatility, Research Developmend and Advertising (RDAD)*. Diantara Hutang, Kepemilikan Saham oleh Manajerial dan Penguasaan Saham oleh Investor Institusi tidak memiliki hubungan kausalitas. Makna dari temuan ini secara empirik kepemilikan sham manajerial perusahaan publik di Indonesia tidak mempunyai pengaruh terhadap keputusan pendanaan dalam struktur modal.

Kata Kunci :

PENDAHULUAN

Pemisahan fungsi kepemilikan dan pengelolaan perusahaan yang terjadi adalah timbulnya masalah keagenan (Jansen dan Meckling, 1976). Menurut (Jansen dan Meckling, 1976) masalah keagenan (*agency problem*) antara pemegang saham dengan manajerial, potensial terjadi bila manajemen tidak memiliki saham mayoritas perusahaan. pemegang saham tertentu menginginkan manajer bekerja dengan tujuan memaksimalkan kemakmuran pemegang saham. Sebaliknya, manajer perusahaan bisa tidak bertindak tidak memaksimalkan kemakmuran saham, tetapi berkepentingan untuk kemakmuran individu, misalnya keselamatan kerja, gaya hidup dan keuntungan yang lain seperti kantor yang mewah, keanggotaan profesional, fasilitas telepon, mobil pribadi, dan tiket lebaran, yang kesemuanya dibebankan atas biaya perusahaan. Untuk meyakinkan bahwa manajer bekerja sungguh-sungguh untuk kepentingan pemegang saham, pemegang saham harus mengeluarkan biaya yang disebut dengan *agency cost*, yang meliputi antara lain: Pengeluaran untuk memonitor kegiatan manajer, pengeluaran untuk membuat suatu struktur organisasi yang meminimalkan tindakan-tindakan manajer yang tidak diinginkan, serta *opportunity cost* yang timbul akibat kondisi

Sri Hastuti adalah dosen Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Wisnuwarhana Malang.

dimana manajer tidak dapat segera mengambil keputusan tanpa persetujuan pemegang saham.

Biaya Agency timbul karena konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham. Konflik tersebut terjadi disebabkan adanya pemisahan fungsi kepemilikan dan pengelolaan. Di Negara Indonesia apakah terjadi hal yang serupa? untuk menjawab pertanyaan tersebut perlu dilakukan penelitian.

Penelitian Claessens et al (2002) dalam Sudarma (2004), menyatakan bahwa, belum terdapat pemisahan yang jelas antara kepemilikan (legal ownership) dan pengelolaan (kontrol manajerial) pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta (BEJ). Kebanyakan perusahaan masih dimiliki oleh keluarga pendiri dan posisi manajerial dipegang oleh pemegang saham mayoritas. Kalaupun tidak, manajemennya masih dari kalangan keluarga. Akibatnya para manajer perusahaan publik hanya menjadi kepanjangan tangan kanan pemegang saham tersebar, yang masih dikendalikan dari kalangan keluarga tertentu. Dengan kata lain, dalam kondisi seperti ini apa yang menjadi pendapat manajer juga menjadi pendapat pemegang saham terbesar. Perusahaan yang terdaftar di BEJ hanya sebagian kecil (rata-rata kurang dari 30%) yang sahamnya dimiliki oleh publik. Keluarga pendiri masih memiliki kontrol yang besar terhadap perusahaan publik.

Dari total perusahaan yang go public 67,1 % dikuasai kalangan keluarga, dan sisanya di tangan publik. Hanya 5,1 % yang dimiliki oleh kaum eksekutif – manajer (Claessens et al. 2000) dalam Sudarma (2004). Konsentrasi kepemilikan keluarga tertentu ini masih diperkuat dengan siasat yang disebut “fusi kepemilikan manajemen”, yang artinya manajemen perusahaan ada dalam genggaman anggota keluarga. Hasil penelitiannya menggunakan data penelitian tahun 1996 menunjukkan sebanyak 84,6 % perusahaan-perusahaan publik di Indonesia memakai siasat “fusi kepemilikan manajemen”, jauh lebih tinggi dibandingkan rata-rata kepemilikan manajemen diseluruh Asia Timur 66,8%. Lima keluarga bisnis menguasai 40,7% dan lima belas keluarga menguasai 61,7% dari seluruh kapitalisasi pasar Indonesia. Hal ini menunjukkan di Indonesia kepemilikan saham lebih banyak dikuasai oleh kalangan keluarga (founder).

Kesenjangan kepemilikan saham (equity gap) perusahaan publik di Indonesia (Arysuta, 2000-93) dalam Sudarma (2004), menyatakan pada umumnya, komposisi kepemilikan saham perusahaan go public masih belum seimbang antara founder dengan pemilik saham publik. Sekitar 70% saham masih dikuasai oleh founder dan sisanya 30% dimiliki oleh publik. Perbedaan komposisi kepemilikan tersebut (equity gap) menyebabkan pemegang saham publik memiliki bargaining position yang lemah, sehingga founder otomatis mempunyai akses informasi dan financial resources lebih cepat dan lancar dibandingkan dengan pemegang saham publik, dan mempunyai bargaining power dalam keputusan sumber pendanaan perusahaan, investasi, dan pembayaran deviden.

Dilihat dari pola konsentrasi kepemilikan di atas, untuk mendukung teori agency tentang adanya konflik “pemilik” versus “manajer” merupakan ilusi. Kekuasaan eksekutif – manajer terlalu kecil untuk mengarahkan kinerja bisnis diluar kepentingan para pemiliknya. Dengan konsentrasi kepemilikan saham ada pada keluarga bisnis, agency problem dalam dunia bisnis di Indonesia bukan terletak pada konflik antar “pemilik” dan “manajer” melainkan antara pemilik (share holders) dan Bank (debt holders) Priyono 2002 dalam Sudarma 2004.

Konflik pemilik perusahaan versus bank juga merupakan konflik semu, karena kebanyakan bank terutama pada masa sebelum krisis adalah milik kelompok bisnis

konglomerasi. Bank-bank itu telah menjadi “sapi perah” bagi perusahaan-perusahaan kelompok. Atas hal ini kemungkinan besar terjadi insider borrowing dan insider trading.

Atas dasar latar belakang di atas peneliti tertarik untuk meneliti keterkaitan di antara mekanisme-mekanisme tersebut beserta variabel-variabel yang mempengaruhinya pada perusahaan-perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta. Tujuan penelitian adalah untuk memberikan kejelasan mengenai permasalahan utama yaitu : Untuk mengetahui pengaruh diantara hutang dan kepemilikan saham oleh manajerial, Untuk mengetahui pengaruh penguasaan saham oleh investor institusi terhadap hutang dan kepemilikan saham oleh manajerial, dan Untuk mengetahui pengaruh variabel-variabel earning volatility, ratio research-development and advertising, dan devidend terhadap hutang.

Kajian Teori

Semakin besar penggunaan hutang dalam struktur modal perusahaan akan memperbesar pembayaran angsuran dan bunga yang menjadi kewajiban perusahaan, dan akan meningkatkan resiko ketidakmampuan cash flow perusahaan untuk memenuhi kewajiban tersebut. Berdasarkan teori struktur modal tax saving-financial distress modal trade-off theory, disebut MM yang dimodifikasi menyatakan ; utang dapat memperoleh penghematan pajak namun dilain pihak dapat menimbulkan biaya kesulitan keuangan (financial distress) . Artinya, perusahaan mempunyai hutang dalam jumlah tertentu baik, berhutang terlalu banyak tidak baik, dan ada jumlah hutang yang optimal untuk setiap perusahaan. Meskipun teori ini amat menarik namun bukti empirik kurang mendukung, karena banyak faktor lain yang mempengaruhi keputusan pendanaan perusahaan (Brighmam dan Houston, 2001).

Sehubungan dengan keputusan pendanaan perusahaan, teori Fisherian secara tegas memisahkan keputusan investasi dan keputusan pendanaan, meliputi Tahap I : manajemen memutuskan keputusan investasi dengan mempertimbangkan prospek perusahaan. Tahap 2 : manajemen memutuskan pendanaan bila sumsi pasar sempurna dilonggarkan, tampak bahwa manajemen memiliki informasi tentang prospek perusahaan lebih baik dari pada investor. Dalam situasi ekonomi stabil dan dengan pasar persaingan sempurna (perfect competition), penggunaan hutang yang semakin besar akan meningkatkan nilai perusahaan karena besarnya penghematan pembayaran pajak dari biaya bunga. Hal ini sesuai dengan teori struktur modal yang disampaikan oleh Modigliani dan Miller (1963). Dalam penelitian Sudarma (2004), dituliskan bahwa pelanggaran asumsi memunculkan beberapa teori struktur modal berbasis asymmetry Information seperti Agency Theory (Jensen dan Mackling: 1976), Packing Order Theory (Myers: 1984), asymmetry Informasi (Donalson: 1960), dan Singnaling Hypothesis. Fisher Separation Theory, juga berbeda dengan temuan penelitian Sudarma (1997); Mboja dan Mukerjee (1994), meneliti tentang hubungan kausalitas keputusan pendanaan, investasi, dan deviden. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa, ketiga variabel tersebut ada hubungan kausalitas yang signifikan.

Hubungan kausalitas antara variabel hutang, kepemilikan saham manajerial dan penguasaan saham oleh investor institusi mempunyai pengaruh yang signifikan diantaranya dalam mengurangi biaya agency (Bathala et al. (1994) dengan tujuan utama yaitu menganalisis variabel hutang, kepemilikan saham manajerial dan penguasaan saham oleh investor institusi mempunyai pengaruh yang signifikan diantaranya dalam mengurangi biaya agency.

Biaya agency dapat diminimalkan antara lain dengan beberapa alternatif yang dapat digunakan yaitu :

- 1) Meningkatkan kepemilikan saham oleh manajer-eksekutif, kepemilikan ini akan mensejajarkan kepentingan manajemen dengan pemegang saham (Jensen dan Meckling, 1976). Pemilikan saham oleh manajer merupakan dorongan (incentive) bagi para manajer untuk meningkatkan kinerja perusahaan, dan manajer akan menggunakan hutang secara optimal, sehingga biaya keagenan dapat diminimumkan.
- 2) Meningkatkan devidend payout ratio, sehingga tidak tersedia cukup banyak free cash flow. Hal ini mendorong menejer untuk mencari pendanaan dari luar untuk membiayai investasi perusahaan (Rozeft 1982, Dempsey dan Label 1992, Crutchley dan Hansen 1989). Pembayaran deviden akan berpengaruh terhadap kebijakan pendanaan perusahaan karena pembayaran deviden akan mengurangi cash flow perusahaan. Sehingga dalam memenuhi kebutuhan operasionalnya perusahaan akan dipaksa untuk mencari alternatif sumber pendanaan yang relevan (Ieland dan Pyle (1977), Ros (1977), serta Easterbrook (1984) dalam Jensen et al. (1992).
- 3) Meningkatkan pendanaan dengan hutang, hal ini akan menurunkan besarnya konflik antara pemegang saham dengan manajemen, karena hutang merupakan excess free cash flow (aliran kas berlebih) yang ada dalam perusahaan, hal ini akan berdampak pada pemborosan oleh manajemen (Jensen et al. 1992; Jensen, 1986).
- 4) Investor institusi sebagai monitoring agent. Adanya kepemilikan oleh investor institusi seperti perusahaan asuransi, bank, perusahaan investasi, dan kepemilikan institusi lain akan mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal (Bathala et al. (1994). Pendapat tersebut juga didukung oleh peneliti Moh'd et al. (1998), yaitu kepemilikan oleh investor institusi akan dapat meningkatkan pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja manajemen.

Kepemilikan saham baik oleh manajerial maupun institusi merupakan suatu yang mewakili sumber kekuasaan (source of power) yang dapat digunakan untuk mendukung atau sebaliknya terhadap keberadaan manajemen. Adanya penguasaan saham oleh investor institusi akan mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja manajemen.

Istilah struktur kepemilikan digunakan untuk menunjukkan bahwa variabel-variabel yang penting di dalam struktur modal tidak hanya ditentukan oleh jumlah utang dan equity tetapi juga oleh prosentase kepemilikan manajerial dan institusi (Jensen dan Meckling, 1976). Kepemilikan saham manajerial dan penguasaan saham oleh investor institusi dapat mempengaruhi keputusan pencarian dana apakah melalui utang atau right issue. Jika pendanaan diperoleh dari utang berarti rasio utang terhadap equity akan meningkat, yang akhirnya akan meningkatkan resiko dan biaya keagenan akan meningkat pula.

Perkembangan teori agency menguraikan bahwa struktur kepemilikan perusahaan dapat mengurangi agency cost dengan jalan menyesuaikan konflik agency antara saham dan pemegang saham (Putterman 1993). Dominasi kelompok kepemilikan dapat mempengaruhi kebijakan manajerial yang selanjutnya memiliki implikasi terhadap perilaku manajerial dalam meminimalisasi biaya agency, untuk meningkatkan nilai perusahaan.

Penelitian mengenai hubungan struktur kepemilikan saham dengan struktur modal telah dilakukan banyak peneliti. Peneliti tersebut umumnya menggunakan kepemilikan saham manajerial sebagai unsur struktur kepemilikan dan mereka menemukan hasil

yang berbeda. Jensen et al. (1992) menemukan pengaruh negatif antara kepemilikan manajerial dengan debt ratio perusahaan. Temuan Moh'd et al. (1998) menyatakan bahwa kepemilikan manajerial dan perusahaan oleh institusional berpengaruh terhadap debt ratio perusahaan. Berbeda dengan hasil penelitian Kim dan Sorensen (1986), Agrawal dan Mendelker (1987), dan Mehran (1992) menemukan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap debt ratio perusahaan, dan Bathala et al. (1994) menunjukkan bahwa penguasaan saham investor institusi mempunyai pengaruh yang signifikan dan berhubungan negatif dengan debt ratio dan kepemilikan saham manajerial.

Penelitian Bathala et al. (1994) menunjukkan bahwa penguasaan saham oleh institusional berpengaruh negatif terhadap hutang maupun kepemilikan saham oleh manajerial, hal ini secara tidak langsung menyatakan bahwa perusahaan-perusahaan dengan monitoring yang lebih besar oleh investor institusi dapat merasa optimal untuk menggunakan tingkat hutang dan kepemilikan manajer yang lebih rendah untuk mengontrol konflik agency dalam perusahaan. Temuan ini juga sesuai dengan Bhagat dan Jeffries (1988) dan Agrawal dan Mendelker (1980) bahwa investor institusi memberikan layanan monitoring yang penting dan bertindak sebagai batasan terhadap perilaku opportunist manajerial.

Sejalan dengan Bathala et al. 1994, Penelitian Smith (1996) menunjukkan bahwa aktifitas monitoring institusi mampu mengubah dan mempengaruhi manajemen perusahaan untuk meningkatkan kemakmuran pemegang saham. Hasil ini di dukung oleh penelitian dari Crutchley et al. (1999). Temuan penelitiannya menyebutkan bahwa monitoring yang dilakukan institusi mampu mensubstitusi agency cost hutang, sehingga agency cost menurun dan nilai perusahaan meningkat. Penguasaan saham oleh institusional tidak selalu meningkatkan nilai perusahaan, kepemilikan institusi dapat menurunkan nilai perusahaan pada saat kepentingan institusi sejalan dengan kepentingan manajer (Slovin dan Sushuka 1993). Dalam hal ini institusi dan manajer memiliki kepentingan yang sama sehingga mereka berkolusi dan mengakibatkan agency cost meningkat tinggi dan mengakibatkan turunnya nilai perusahaan.

Penelitian yang khusus menganalisa tentang determinan dari agency cost dengan variabel yaitu hutang, kepemilikan saham oleh manajer, dan penguasaan saham oleh investor institusi diteliti oleh Bathala et al.,(1994) dimana hutang dan kepemilikan saham oleh manajer mempunyai variabel indikator antara lain : Erning Volatility, Non-Debt Taz Shield, Expenditure ini Non Tangiable Assets, Asset Growth, Size of The Firm, dan Stock Return Volatility. Penelitian ini dilakukan ulang oleh Sharassanti (2002) variabel indikator yang digunakan yaitu Erning Volatility, Stok Return Volatility, Research develepment and advertising dan Devident payout ratio.

Moh'd et al., (1998) menguji pengaruh struktur kepemilikan terhadap kebijakan utang perusahaan dengan menggunakan variabel manajerial ownership, institusional ownership, pembayaran deviden, harapan pertumbuhan, ukuran perusahaan, struktur aktiva, resiko keuangan, profitabilitas, pembayaran pajak, non-debt taz shield, dan keunikan, sebagai variabel penentu struktur modal.

Dari uraian di atas menunjukkan bahwa struktur kepemilikan manajerial dan hutang, serta penguasaan saham oleh investor institusi dapat mempengaruhi dalam mengarahi agency cost. Kepemilikan saham oleh manajerial dapat menyelaraskan kepentingan manajer dengan kepentingan pemegang saham luar, sedangkan hutang dan alat-alat monitoring yang terkait seperti penguasaan saham oleh investor institusi

merupakan mekanisme penting untuk mengontrol perilaku manajer dan mengurangi masalah-masalah agency Cost dalam perusahaan.

METODE

Variabel dalam penelitian ini adalah hutang, kepemilikan saham oleh manajerial, dan penguasaan saham oleh investor institusi, ketiga variabel tersebut sebagai determinant penentu untuk mengurangi agency cost. Penelitian ini juga menguji secara parsial masing-masing variabel observable yang terdiri dari earning volatility, RDAD, devident payout ratio sebagai determinant penentu variabel hutang, dan stock return volatility, RDAD, devident payout ratio sebagai determinant penentu variabel kepemilikan saham oleh manajerial. Alat analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah Structural Equation Modeling (SEM) karena model berbentuk struktural di dalamnya terdapat hubungan kausalitas, dan dalam SEM peneliti dapat melakukan ketiga kegiatan secara serempak, yaitu pemeriksaan validitas dan reliabilitas instrumen, pengujian model hubungan antar variabel, dan mendapatkan model yang bermanfaat untuk prediksi. Dalam penelitian ini dipilih sampel perusahaan manufaktur karena peneliti ingin memfokuskan pada perusahaan yang sejenis.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Berdasarkan hasil penelitian dan analisa multivariate analysis dengan menggunakan Structural Equation Modeling (SEM) didapatkan hasil sebagai berikut:

Tabel 1. Hasil Analisis SEM

Variabel Dependen	Variabel Independen	Koefisien Path	t Statistik	t Signifikan	Keterangan
Hutang	Kepemilikan Manajerial	-0.360	-0.90	0.390	Tidak Signifikan
	Penguasaan Institusional	0.170	-0.97	0.180	Tidak Signifikan
	Earning Volatility	0.220	2.41	0.090	Signifikan
	RDAD	0.065	0.74	0.088	Signifikan
	Devidend	-0.280	-3.06	0.090	Signifikan
Kepemilikan Manajerial	Hutang	0.170	0.41	0.410	Tidak Signifikan
	Penguasaan Institusional	-0.390	-4.23	0.093	Signifikan
	RDAD	-0.022	-0.23	0.098	Signifikan
	Stock Vol	0.098	-1.07	0.092	Signifikan
	Devidend	0.080	0.57	0.140	Tidak Signifikan

Hasil Uji Goodness of Fit Model untuk pengujian hipotesis pada tabel berikut.

Tabel 2. Pengujian Goodness of Fit Model Hipotesis

Goodness of Fit	Hasil Perhitungan	Cutt-off	Keterangan
Chi-Square	1.02 (p=0.31)	Kecil Non signifikan	Model Baik
RMSEA	0.013	≤ 0.08	Model Baik
GFI	1	≥ 0.90	Model Baik
AGFI	0.93	≥ 0.90	Model Baik
Chi-Square/df	1.02	≤ 2	Model Baik

Berdasarkan hasil analisis, didapatkan bahwa:

1. Dari keseluruhan perusahaan manufaktur yang memenuhi kriteria sebagai sampel penelitian menunjukkan hasil bahwa hutang dan kepemilikan saham oleh

Kebijakan Hutang, Kepemilikan Saham Manajerial, dan Penguasaan Saham Investor Institusi dalam Perspektif Teori Agency

manajerial tidak memiliki hubungan yang saling terkait dan bersifat tidak interdependency. Demikian pula untuk kepentingan saham oleh manajerial terhadap hutang, makna dari temuan ini menjelaskan bahwa secara empirik kepemilikan saham oleh manajerial perusahaan publik di Indonesia tidak mempunyai pengaruh dalam keputusan pendanaan dalam struktur modal perusahaan. Secara historik dan empirik perusahaan-perusahaan publik di Indonesia masih merupakan perusahaan keluarga dan sebelum go public umumnya perusahaan melakukan restrukturisasi kepemilikan dengan membentuk perusahaan induk atau holding company untuk pengendalian perusahaan yang go public, sehingga perusahaan-perusahaan publik di Indonesia umumnya masih dikendalikan oleh pemegang saham keluarga pendiri perusahaan melalui entitas holding company. Temuan ini juga mengindikasikan dan kontrol pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek pemegang saham mayoritas, atau dengan kata lain apa yang menjadi pendapat manajer juga menjadi pemegang saham terbesar. Konsentrasi kepemilikan pada sedikit pemegang saham mayoritas mayoritas yang menjadi pengendali perusahaan publik atau berdampak pada perilaku manajer oportunistis dan praktek moral Hazard yang merugikan pemegang saham publik sebagai pemegang saham minoritas (minority interest). Temuan ini tidak konsisten dengan penelitian sebelumnya yaitu Jensen et al. (1992) dan Bhatala et al. (1994) yang menyatakan diantara hutang dan kepemilikan saham manajerial terdapat hubungan yang saling berpengaruh satu sama lainnya. Temuan penelitian ini bertentangan dengan teori keagenan Jensen dan Meckling (1976) yang menyatakan bahwa perusahaan yang memisahkan fungsi pengelolaan dengan kepemilikan akan rentan terhadap konflik keagenan. Penyebab konflik antara manajer dengan pemegang saham diantaranya dalam keputusan yang berkaitan pendanaan (financing decision) dan keputusan investasi (investment decision). Temuan ini tidak konsisten dengan penelitian sebelumnya yaitu Jensen et al. (1992) dan Bathala et al. (1994) yang menyatakan diantara hutang dan kepemilikan saham manajerial terdapat hubungan yang saling berpengaruh satu sama lainnya. Temuan penelitian ini bertentangan dengan teori keagenan Jensen dan Meckling (1997) yang menyatakan bahwa perusahaan yang memisahkan fungsi pengelolaan dengan kepemilikan akan rentan terhadap konflik keagenan. Penyebab konflik antara manajer dengan pemegang saham diantaranya dalam keputusan yang berkaitan pendanaan (financing decision) dan keputusan investasi (investment decision). Temuan penelitian ini juga bertentangan dengan temuan Moh'd et al (1998), Jensen Hasbrouk (1988), Jensen et al. (1992), Kim dan Sorensen (1986), Mehran (1992), dan Agrawal dan Mendelker (1987) yang menyatakan bahwa kepemilikan saham manajerial berpengaruh signifikan terhadap struktur modal. Perbedaan antara teori dengan temuan penelitian ini menunjukkan bahwa adanya penyimpangan atau anomali perusahaan publik di Indonesia terutama yang berkaitan dengan struktur kepemilikan saham, konflik keagenan dan perilaku manajerial.

2. Variabel kepemilikan institusional menghasilkan temuan yaitu tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap hutang. Hutang perusahaan dipengaruhi oleh penggunaan hutang dalam bentuk dollar. umumnya perusahaan yang diteliti hutangnya berbentuk dollar. Makna temuan ini menunjukkan bahwa besarnya hutang perusahaan go public di Indonesia dipengaruhi kondisi yang tidak stabil, yang berdampak pada naik turunnya kurs mata uang dollar. Dan temuan ini menunjukkan bahwa kepemilikan institusional tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap Hutang karena perusahaan publik di Indonesia yang diteliti

mayoritas pemegang sahamnya dikendalikan melalui entitas Badan Hukum Perseroan Terbatas. Dengan mayoritas kepemilikan institusi perusahaan publik di Indonesia akan berdampak pada strategi pendanaan dalam struktur modal perusahaannya sangat dipengaruhi oleh kepentingan pemegang saham mayoritas yang masih dikendalikan oleh pemegang saham dari kalangan keluarga pendiri. Temuan peneliti Moh'd et al. (1998) dijelaskan bahwa semakin tinggi penguasaan oleh institusi hutang akan berkurang disebabkan pihak institusi melakukan monitoring terhadap manajer agar manajer tidak bersikap opportunistik dan cash flow yang berlebih dapat diinvestasikan pada proyek yang lebih profitebel. Pengaruh negatif kepemilikan institusi terhadap kepemilikan saham manajerial sesuai dengan temuan penelitian Bathala et al (1994) yang menyatakan bahwa adanya investor institusi dapat mengawasi aktifitas-aktifitas manajer yang dapat merugikan perusahaan.

3. Hasil analisis secara parsial masing-masing variabel yang mempengaruhi Hutang dan Kepemilikan saham manajerial menunjukkan : Signifikan pengaruh positif Earning volatility perusahaan terhadap kebijakan hutang menunjukkan bahwa peningkatan hutang perusahaan di Indonesia disebabkan kondisi yang tidak normal. Dimana terjadi krisis moneter yang ada di Indonesia menyebabkan nilai dollar meningkat yang mempengaruhi jumlah hutang perusahaan yang pada umumnya menggunakan dollar. Sehingga dalam jumlah rupiah akan mempengaruhi sekali jumlah yang ada. berbeda dengan peneliti Myers (1997), Long dan Malitz (1985), Fischer et al. (1989) dalam Moh'd et al. (1998) menyatakan bahwa resiko bisnis akan mengurangi agency cost dan biaya kebangkrutan akibat penggunaan hutang yang tinggi. Dalam temuannya dikatakan pula bahwa terdapat hubungan yang negatif antara variabelitas laba (earning Volatility) dengan hutang (debt ratio). Signifikansi pengaruh negatif Stock return volatility perusahaan terhadap kepemilikan saham adanya kecenderungan manajer untuk mengurangi investasi yang besar kepada perusahaan karena akan mengurangi kesempatan diversifikasi terhadap investasi yang lebih optimal. Temuan ini mendukung Crutley dan Hansen (1989) serta Friend dan Lang (1988) dalam Bathala et al. (1994) mengemukakan bahwa karena modal manajer dan pemegang saham terikat oleh perusahaan, manajer akan merasa enggan untuk memberikan kekayaan pribadi mereka kepada perusahaan, karena mengurangi peluang diversifikasi kekayaannya secara optimal. Masalah diversifikasi ini semakin besar bila volatilitas saham memiliki koefisien negatif terhadap kepemilikan saham manajerial. Signifikansi pengaruh positif dari Research, Development and Advertising (RDAD) perusahaan terhadap hutang menunjukkan bahwa perusahaan semakin memiliki keunikan tersendiri akan memperbesar image perusahaan dimata customernya sehingga dapat meningkatkan penjualan perusahaan dimana berpengaruh terhadap kemampuan perusahaan dalam memupuk laba perusahaan sehingga proporsi pembiayaan dengan hutang dapat ditingkatkan. Proporsi pembiayaan dengan hutang dapat ditingkatkan dimana kreditor mempercayai perusahaan dengan melihat adanya peningkatan nilai perusahaan tersebut. Sependapat dengan peneliti Bathala et al. (1994) mengemukakan bahwa pengeluaran RDAD yang tinggi akan menimbulkan hutang dan biaya agency yang besar pula. Peneliti ini menemukan bahwa RDAD berpengaruh positif terhadap hutang dan kepemilikan saham oleh manajerial. Menurut Jensen et al. (1992) menyatakan bahwa biaya riset, pengembangan dan iklan (Uniqueness) atau disingkat dengan RDAD merupakan rasio untuk melihat peluang pertumbuhan

perusahaan mendatang, dan claim implisit dari pemegang saham, karena RDAD secara tidak langsung menunjukkan tingkat biaya kebangkrutan, sehingga akan berpengaruh negatif terhadap hutang. Sedangkan kepemilikan manajerial yang tinggi akan berfungsi sebagai pengontrol terhadap investasi-investasi dalam biaya ini. Peneliti ini menduga bahwa RDAD mempunyai pengaruh negatif terhadap kepemilikan manajerial. temuan penelitian menunjukkan kepemilikan saham yaitu dengan semakin meningkatnya RDAD akan mengurangi kepemilikan saham manajerial itu sendiri. RDAD yang tinggi resiko yang melekat akan tinggi pula sehingga manajerial enggan untuk menanamkan modalnya. Signifikansi pengaruh negatif dari Devidend payout ratio (DEV) perusahaan terhadap Hutang dan Kepemilikan Saham oleh Manajerial menunjukkan bahwa dengan pembayaran deviden kepada para pemegang saham free cash flow perusahaan akan semakin berkurang karena dana yang ada dapat digunakan untuk membayar beban kewajiban yaitu beban bunga utang perusahaan, sehingga biaya keagenan dapat berkurang. Pengaruh terhadap kepemilikan saham manajerial yaitu pembayaran deviden tidak dipengaruhi oleh manajer itu sendiri tetapi ditentukan oleh keputusan para pemegang saham. Mendukung peneliti Moh'd et al (1998) menemukan bahwa pembayaran deviden dan hutang mempunyai peran yang saling menggantikan di dalam mengurangi agency cost sehingga diduga pembayaran deviden berpengaruh signifikan dan berhubungan negatif terhadap hutang.

KESIMPULAN

1. Dari hasil penelitian ini diketahui bahwa hutang dan kepemilikan saham oleh Manajerial terhadap hubungan yang bersifat non interdependency. Hal tersebut diharapkan dapat dijadikan bahan pertimbangan bagi perusahaan di dalam menentukan kombinasi pendanaan yang optimal, yaitu suatu kombinasi yang dapat meminimumkan biaya agency, sehingga saham meningkat dan resiko kebangkrutan dapat diturunkan.
2. Pendanaan dari hutang perusahaan industri manufaktur di BEJ sudah mencapai batas optimal, akibatnya perusahaan sangat rentan terhadap gejolak ekonomi makro dan meningkatnya financial distress perusahaan. Oleh karena itu perusahaan industri manufaktur di Indonesia di harapkan dapat mengurangi financial distress dan mendorong adanya perbaikan kondisi pasar modal sebagai alternatif pendanaan jangka panjang.
3. Rendahnya kepemilikan saham oleh publik atau masyarakat luas dan masih terkonsentrasinya kepemilikan saham oleh kalangan keluarga tertentu. Disarankan perlunya perluasan penyebaran kepemilikan saham, baik melalui pasar modal, joint stock, dana pensiun dan melalui program employee and management stock option (EMSOP), sehingga terjadi dispersi kepemilikan yang menyebar dengan perluasan pemegang saham kecil-kecil, baik ditangan individu-individu, yayasan, koperasi, dana pensiunan dan badan lainnya. mengurangi konsentrasi penguasaan saham oleh kalangan keluarga tertentu dapat mengurangi praktek-praktek yang tidak sehat (moral hazard) yang merugikan pemegang saham minoritas.
4. Rekomendasi untuk pengembangan penelitian ini dimasa yang akan datang, perlu menguji kembali konsistensi temuan penelitian ini dengan metode penelitiannya, pengembangan variabel, dan perluasan sampel penelitian.

Daftar Pustaka

Kebijakan Hutang, Kepemilikan Saham Manajerial, dan Penguasaan Saham Investor Institusi dalam Perspektif Teori *Agency*

- Agrawal, A., dan G. Mendelker, 1987 Manajerial Incentive and Corporate Investment and Financing Decision, *Journal of Finance*, Vol 42, pp. 832-837.
- Agrawal, A., dan Nagarajan, N. J. 1990. Corporate Capital Structure, Agency Cost and Owner-Control : The Case of all Equity Firms, *Journal of Finance*, Vol. 45, no. 4, pp. 1325-1331.
- Ang, J.S., R.A. Cole, dan J. Wuh Lin, 2000. Agency Cost and Ownership Structure, *The Journal of Finance*, Vol. LV, pp. 81-106
- Arif, S., 1992. *Metodologi Penelitian Ekonomi*. Edisi Pertama, Universitas Indonesia, Jakarta
- Bathala, C. T., K.R. Moon, dan R.P. Rao, 1994. Manajerial Ownership, Debt Policy, and The Impact of Institutional Holdings : An Agency Perspective, *Journal of Financial Management*, Vol.23, No. 3, pp. 38-50
- Brigham, E., dan Gapenski, L., 1995. *Intermediate Financial Management*, 8 th Edition. Hourcutt Brace and Company International Edition
- Brigham, E., dan Houston, J. F, 2001. *Manajemen Keuangan*, Edisi kedelapan. Alih Bahasa Herman Wibowo, Penerbit Erlangga.
- Bhagat, S. and R.H. Jefferis, 1988, You can fool Some of the People All of the time; The proxy voting process and Antigreenmail charter amendments, University of Chicago, *CRSP Working Paper* No. 237.
- Crutchley, Claire e., Marlin R.H. Jensen, Jhon S Jahera, Jr dan Jennie E. Raymond, 1999. Agency Problems and the simultaneity of financial decision making, The role of institutional ownership, *International Review of Financial Analysis* 8 : 2.
- Claire E. Crutchley dan Robert S. Hansen, 1989. A test of the Agency theory of Manajerial Ownership, Corporate Leverage, and Corporate Devidend, *Financial Management/ Winter* 1989.
- Clake RG., Wilson BD., Nadould SD., 1990, strategic Financial Management, Illinois, Richard D., Irwin, Inc.
- Dempsey, S. J., dan G. Laber, 1992. Effect of Agency and Transaction Cost on Devident Payout Ratio : Further Evidence of Agency Transaction Cost Hipotesis, *The Journal of Finance*, Vol. XV, No. 4, pp. 317-321
- Easterbrook, F., 1984. Two Agency Explanation of Devidend, *American Economic Review*, Vol. 74, pp. 650-659.
- Fischer, E., R. Heinkel, dan J. Zechner, 1989. Dynamic Capital Structure Choice; Theory and Test, *Journal of Finance*, Vol. 44, pp. 19-40
- Fama, F. Eugene dan Michaael C. Jensen, 1983, Separation of Ownership and Control, *Journal of Law and Economics*, Vol. XXXVI, June 1983, pp.1-32.
- Friend, I. Dan L. H. P. lang, 1988. An Empirical Test of The impact of Managerial Self-Interest on Corporate Capital Structure, *Journal of Finance*, pp. 271-281
- Friend, I. Dan J. Hasbrouck, 1988, Determinants of capital structure, *Research in finance*, 7, 1-19.
- Grossman, S.J. and O. Hart, 1982, Corporate Financial Structure and managerial Incentives, in *The Economics of Information and Uncertainty*, J. McCall, ed., Chicago, IL, Universty of Chicago Press.hareholdings Solve the Agency Cost af Free Cash
- Garvey, T. G., 1992. Leveraging the Underinvestment Problem ; How Higt Debt and Management Shareholdings Solve the Agency Cost af Free Cash Low, *The Jurnal of Finance Research*, Vol. XV, No. 2, pp. 149-165.

- Gujarati, d.N., 1999. *Basic Econometric*. Edisi Keenam, Alih Bahasa Dr. Sumarmo Zain, SE., AK., MBA, Erlangga, Jakarta.
- Haris, M., dan A. Raviv, 1991. The Theory of Capital Structure, *Journal of Finance*, Vol. XLVI, No. 1, pp. 297-355
- Heikel, R., 1982. A Theory of Capital Structure Relevance Under Imperfect Information, *Journal of Finance*, Vol. 37, pp. 1141-1150
- Jensen, M. C., dan W. H. Meckling, 1976. Theory of The Firm; Managerial Behaviour, Agency Cost, and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*, pp. 305-360
- Jensen, M. C., 1986. Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeover, *American Economics Review*, Vol. 76, pp. 232-339
- Jensen, M. C., D.P. Solbergorn, 1992. Simultaneous Determinants of Insider Ownership, Debt, and Dividend Policies, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* (June), Vol. XXVII, No. 2, pp. 274-263,
- Kim, W. dan E. Sorenson, 1986, Evidence on the Agency Cost of Debt on Corporate Debt Policy, *Journal of Finance and Quantitative Analysis*, Vol. 21, pp. 131-144.
- Leland, H. E., dan D.H. Pyle, 1977. Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation, *Journal of Finance*, pp. 371-387.
- Long, M., and I. Malitz, 1985. Investment Patterns and Financial Leverage in B. Friedman, ed., *Corporate Capital Structure in United State*, University of Chicago Press, Chicago, IL.
- Moh'd, M. A., L.G. Perry, dan J.N. Rimbey, 1998. The Impact of Ownership Structure on Corporate Debt Policy; a Time Series Cross-Sectional Analysis, *The Financial Review*, Vol. 33, pp. 85-98
- Modigliani F, dan Miller MH, 1958, The Cost of Capital, Corporate Finance and The Theory of Investment, *The American Economic Review*, Vol. XLVIII, No. 3, pp. 261-297.
- Mougoue, Mboja, dan Mukherjee, K tarun, 1994, An Investigation Into The Causality Among Firms' Dividends, Investment, and Financing Decisions, *The Journal Financial Research*, Vol. XVII, No. 4, pp. 517-530, Winter 1994.
- Mehran, H,m 1992, Executive Incentive Plans, Corporate Control and Capital Structure, *Journal of Finance and Quantitative Analysis* 27, pp. 539-560.
- Myers, S. dan N. Majluf, 1984, Corporate Financing and Investment Decision when Firms have Information Investors Do Not Have, *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, pp. 87-221.
- Myers, S., 1977, Determinants of Corporate Borrowing, *Journal of Financial Economic* (March), pp. 147-175.
- Moyer, R. C., R.E., Chatfield, and P.M. Sisneros, 1989, Security Analysts Monitoring Activity : Agency Costs and Information Demand, *Journal of nalysis Financial and Quantitative Analysis* (Desember), 503-512.
- Ross, S., 1977. The Determination of Financial Structure; The Incentive Signalling Approach, *Bell Journal of Economics*, Vol. 8, pp. 23-40
- Rozeeff, M. 1982, Growth, Beta and Agency Cost as Determinants of Dividend Payout Ratios, *Journal of Financial Research*, 5, pp. 249-259.
- Schooley, D.K., dan L.D. Barney, 1994. Using Dividend Policy and Managerial Ownership to Reduce Agency Cost, *The Journal of Financial Research*, Vol. XVII, No. 3, pp. 363-373

- Slovin, Myron B., dan Marie E. Sushka, 1993, Ownership Concentration, Corporate Control Activity, and Firm Value; Evidence from the Death of Inside Blockholders, *Journal of Finance*, Vol XLI, No. 1.
- Setyowati, Ani, 2000. Efek Systematis Risk (Beta), Growth, Agency Cost, dan Transaction Cost, terhadap Dividend Payout Ratio, pada Industri Barang Konsumsi yang Go Public di BEJ, Tesis S2, *Pascasarjana Studi Manajemen, Universitas Brawijaya*.
- Sharasanti, D. A, 2002, Analisis Kebijakan Hutang, Dan Kepemilikan Saham Oleh Manajer, Serta pengaruh Penguasaan Saham Oleh Investor Institusi; Suatu pendekatan teori Agency, Studi Pada Perusahaan Manufaktur BEJ, Tesis S2, *Pasca Sarjana Studi Manajemen, 2003, Universitas Brawijaya Malang*.
- Sumarminingsih, Ani, 2003, Analisis Pengaruh Agency Cost dan Transaction Cost Terhadap Kebijakan Dividend, Studi pada Perusahaan manufaktur di BEJ, Tesis S2, *Pasca Sarjana Studi Manajemen, Universitas Brawijaya*.
- Sudarma, Made, 1997, Analisis Kausalitas Keputusan Dividend, Investasi, Dan Pembiayaan pada perusahaan manufaktur di Bursa Efek Surabaya, Tesis S2, *Program Manajemen Keuangan Pascasarjana Universitas Brawijaya Malang*.
- Sudarma, Made, 2004, Pengaruh Struktur Kepemilikan Saham, Faktor Intern dan Faktor Ekstern Terhadap Struktur Modal dan Nilai Perusahaan, Studi pada Industri yang Go-Public di Bursa Efek Jakarta, Disertasi S3, *Program Doktor Ilmu Ekonomi Pascasarjana Universitas Brawijaya Malang*.
- Wessels, R., dan Titman. S., 1988, The Determinants of Capital Structure Choice, *Journal of Financial Research*, pp. 1-19.
- Weston, J.F., Dan T.E. Copelad, 1997. *Manajemen Keuangan*, Edisi Kesembilan, Jilid Pertama, Alih Bahasa Wasana Kribandoko, Bina Aksara, Jakarta.
- Weston, J.F., dan E. F. Brigham, 1994, *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*, Edisi kesembilan, Jilid Kedua, Alih Bahasa Alfonsus Sirait, Erlangga, Jakarta.