

UJI MODEL KESEIMBANGAN TEORI KEAGENAN: PENGARUH KEBIJAKAN UTANG DAN KEBIJAKAN DIVIDEN TERHADAP KEPEMILIKAN MANAJERIAL

Shiela Liviani¹⁾, Putu Anom Mahadwartha²⁾, Liliana Inggrit Wijaya³⁾

¹⁾Analisis Kredit, PT Bank BCA Tbk, Jakarta

²⁾Fakultas Bisnis dan Ekonomika, Universitas Surabaya

³⁾Fakultas Bisnis dan Ekonomika, Universitas Surabaya

¹⁾e-mail: shielaliviani@aol.com

²⁾e-mail: anom@staff.ubaya.ac.id

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk menguji model keseimbangan teori keagenan pada pengaruh kebijakan utang dan kebijakan dividen terhadap kepemilikan manajerial dalam perusahaan sektor manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Struktur kepemilikan dalam perusahaan-perusahaan di Indonesia cenderung terkonsentrasi. Kondisi ini berbeda dengan penelitian terdahulu yang banyak dilakukan di negara yang struktur kepemilikannya cenderung tersebar. Model keseimbangan menyatakan bahwa terdapat *trade-off* antar suatu mekanisme pengawasan dan pengendalian dengan mekanisme lainnya, yaitu pengaruh kebijakan utang terhadap kepemilikan manajerial dan kebijakan dividen terhadap kepemilikan manajerial. Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif dengan *fixed effect logistic regression model* untuk menganalisis data. Jumlah sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah 1.060 observasi dari 106 perusahaan sektor manufaktur di Indonesia selama periode 2004-2014. Penelitian ini menemukan bahwa kebijakan utang berpengaruh negatif signifikan terhadap tingkat kepemilikan manajerial, seperti yang diprediksi oleh model keseimbangan teori keagenan. Penelitian ini juga menemukan bahwa kebijakan dividen memiliki pengaruh positif tidak signifikan terhadap tingkat kepemilikan manajerial, yang mana menolak model keseimbangan teori keagenan dalam pengaruh kebijakan dividen terhadap kepemilikan manajerial.

Kata kunci: Model Keseimbangan Teori Keagenan, Kepemilikan Manajerial, Utang, Dividen.

ABSTRACT

This study aims to analyze the balancing model of agency theory in the effect of debt policy and dividend policy to managerial ownership in manufacture sector companies, which are listed in Indonesia Stock Exchange. Companies in Indonesia tend to have concentrated ownership structure. This condition is contradictory to the previous studies which mostly done in the widely ownership-dispersed countries. Balancing model argues that there is a trade-off between each monitoring and controlling mechanism, i.e. the effect of debt policy to managerial ownership and dividend policy to managerial ownership. This study uses a quantitative approach with fixed effect logistic regression model to analyze the data. Total sample of this study is 1,060 observations of 106 listed Indonesian manufacture firms during the period of 2004-2014. This study found debt policy to be a significant and negative determinant of the level of managerial ownership, as predicted by balancing model of agency theory. This study also found dividend policy has an insignificant positive effect to the level of managerial ownership, which rejected the balancing model of agency theory in the effect of dividend policy to managerial ownership.

Keywords: Model Keseimbangan Teori Keagenan, Kepemilikan Manajerial, Utang, Dividen.

1. Latar Belakang

Hubungan keagenan yang merupakan salah satu bentuk interaksi sosial yang paling tua dan umum muncul ketika ada pemisahan fungsi pengelolaan dan fungsi kepemilikan, dimana salah satu pihak (*agent*) bertindak sebagai perwakilan pihak lain (*principal*) dalam pengambilan keputusan. Pemisahan fungsi pengelolaan dan kepemilikan akan menimbulkan *agency problems* karena adanya perbedaan kepentingan.

Masalah keagenan di Indonesia unik karena saham perusahaan banyak dimiliki oleh keluarga pendiri. Hal ini dikarenakan perusahaan di Indonesia banyak yang dikendalikan oleh keluarga (Claessens et al., 2000). Teori keagenan ingin menyelesaikan masalah yang timbul dari hubungan keagenan yakni ketika *principal* tidak dapat mengetahui dengan pasti apakah *agent* sudah bertindak dengan tepat, dan ketika *principal* memiliki pandangan yang berbeda dengan *agent* terkait risiko (Eisenhardt, 1989). Jensen dan Meckling (1976) menyatakan bahwa *agency theory* menjelaskan hubungan keagenan yang terjadi antara satu atau lebih orang (*principal*) dengan orang lain (*agent*) dalam sebuah kontrak, dimana *agent* diminta untuk mewakili *principal* dalam membuat keputusan.

Konflik keagenan dapat diminimalisasi melalui mekanisme pengawasan dan pengendalian, yakni melalui kepemilikan manajerial, kebijakan utang, dan kebijakan dividen. Kepemilikan manajerial dapat menyelaraskan kepentingan manajer dengan kepentingan *shareholders* karena manajer juga bertindak sebagai *shareholders* (Jensen & Meckling, 1976).

Peningkatan utang menyebabkan bunga yang harus dibayarkan perusahaan setiap periode semakin tinggi, sehingga *free cash flow* dalam perusahaan akan berkurang dan kesempatan manajer melakukan tindakan *perquisite* dapat diminimalisasi. Hal tersebut dinyatakan oleh Megginson (1997: 335). Selain itu, peningkatan utang akan mengurangi pendanaan melalui ekuitas eksternal, sehingga mengurangi konflik antara manajer dan *shareholders* (Jensen & Meckling, 1976). Dengan adanya utang, kinerja manajer akan diawasi oleh pihak kreditur, sehingga manajer yang masih ingin mempertahankan jabatannya akan memperbaiki kinerjanya agar selaras dengan kepentingan pihak eksternal.

Pembayaran dividen menyebabkan *free cash flow* dalam perusahaan berkurang, sehingga memungkinkan perusahaan untuk mencari ekuitas

eksternal untuk pendanaan proyeknya (Rozeff, 1982; Easterbrook, 1984). Adanya dana dari eksternal menyebabkan kinerja manajer diawasi, sehingga manajer akan berusaha menyelaraskan kepentingannya dengan kepentingan pihak yang memberi dana. Selain itu, berkurangnya *free cash flow* akan mengurangi kesempatan manajer untuk bertindak *perquisite*.

Akan tetapi, mekanisme pengawasan dan pengendalian yang bertujuan menyelaraskan berbagai kepentingan dalam perusahaan tersebut menimbulkan *agency cost*. Jensen dan Meckling (1976) menyatakan bahwa biaya keagenan terdiri dari: (1) biaya *monitoring* yang *monitoring* muncul dari pengawasan yang dilakukan *principal* terhadap aktivitas *agent* (manajer), (2) biaya *bonding* yang muncul dari usaha manajer dalam meyakinkan *principal* bahwa manajer telah bekerja sesuai kontrak, dan (3) biaya *residual* yang muncul dari perbedaan keputusan *agent* dan keputusan yang dapat memaksimalkan kekayaan *principal*. Dengan demikian, munculnya *agency cost* akan menurunkan nilai perusahaan (Crutchley & Hansen, 1989).

Model keseimbangan teori keagenan berusaha menyeimbangkan

biaya keagenan utang dan ekuitas agar minimal, karena penggunaan dua atau lebih mekanisme dalam waktu yang sama untuk suatu masalah yang sama tidaklah efektif. Mahadwartha dan Ismiyanti (2008) menyatakan bahwa kepemilikan manajerial sebagai mekanisme *bonding* dapat saling menggantikan dengan mekanisme *bonding* lain yaitu dividen dan utang. Chen dan Steiner (1999) serta Easterbrook (1999) juga menyatakan bahwa mekanisme pengendalian biaya keagenan saling menggantikan satu sama lain.

Kebijakan utang berpengaruh negatif terhadap kepemilikan manajerial karena semakin tingginya risiko perusahaan dan adanya efek substitusi penggunaan utang terhadap kepemilikan manajerial (Chen & Steiner, 1999; Mahadwartha, 2002b; Mahadwartha, 2003; Tandelilin, 2003; Putri & Nasir, 2006; Fadah & Novi, 2008; Nuringsih, 2010). Kebijakan dividen berpengaruh negatif terhadap kepemilikan manajerial karena adanya sifat substitusi antar kedua mekanisme tersebut (Chen & Steiner, 1999; Mahadwartha, 2002b; Mahadwartha, 2003; Ismiyanti & Hanafi, 2004; Fadah & Novi, 2008).

Penelitian ini berfokus pada pengujian model keseimbangan teori

keagenan dalam pengaruh kebijakan utang dan dividen terhadap kepemilikan manajerial. Penelitian ini menggunakan data perusahaan sektor manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dengan periode 10 tahun (2004-2013). Dalam periode tersebut, sektor manufaktur memiliki 106 perusahaan, sehingga jumlah observasi dalam penelitian ini ialah 1.060.

Hipotesis penelitian ini adalah sebagai berikut.

H₁: Diduga kebijakan utang berpengaruh negatif terhadap kepemilikan manajerial.

H₂: Diduga kebijakan dividen berpengaruh negatif terhadap kepemilikan manajerial.

2. Metode Penelitian

Penelitian ini merupakan penelitian kausal dengan pendekatan kuantitatif karena bertujuan untuk mengetahui pengaruh kebijakan utang dan kebijakan dividen terhadap kepemilikan manajerial dalam model keseimbangan teori keagenan. Berdasarkan jenis aplikasinya, penelitian ini termasuk dalam *applied research* dengan teknik penelitian eksperimental karena penelitian ini bermaksud menerapkan hasil temuannya mengenai hubungan yang muncul atau

yang akan muncul di antara variabel-variabel penelitian untuk menyelesaikan suatu masalah spesifik yang sedang dihadapi perusahaan, khususnya perusahaan sektor manufaktur.

Penelitian ini menggunakan 1 variabel dependen, 2 variabel independen, dan 4 variabel kontrol. Variabel dependen ialah kepemilikan manajerial (DMOWN) yang merupakan variabel yang mengindikasikan persentase jumlah saham yang dimiliki oleh manajer terhadap jumlah saham beredar pada perusahaan sektor manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2004-2013. Variabel *dummy* digunakan untuk variabel dependen karena nilai rata-rata kepemilikan manajerial cenderung kecil dan mendekati nol (0,0509) dan hasil uji binomial menunjukkan bahwa frekuensi observasi kategori ≤ 0 tidak sama dengan frekuensi observasi kategori > 0 , sehingga data kepemilikan manajerial mutlak berbeda antar kelompok dan cenderung bersifat binomial.

Variabel independen yang digunakan dalam penelitian ini didasarkan pada argumen konseptual teori keagenan dan didukung beberapa penelitian empiris, sebagai berikut.

1. Kebijakan utang (LEV): pengukuran variabel kebijakan utang telah memisahkan kekayaan pemegang saham eksternal dengan kekayaan pemegang saham internal dan manajer (Mahadwartha, 2002b; Mahadwartha, 2003).

$$Leverage_{it} = \frac{LtDebt_{it}}{LtDebt_{it} + (TotShrs_{it} * MpriceCs_{it})}$$

Keterangan:

- LtDebt_{it} = jumlah utang jangka panjang perusahaan i pada periode t
 TotShrs_{it} = jumlah *common stocks* yang dimiliki oleh eksternal perusahaan i pada periode t
 MpriceCs_{it} = harga saham rata-rata per tahun dengan menggunakan data mingguan perusahaan i pada periode t untuk mengurangi dampak *seasonal* dari perubahan harga

2. Kebijakan dividen (DIV): pengukuran variabel kebijakan dividen telah memisahkan kekayaan pemegang saham eksternal dengan kekayaan pemegang saham internal dan manajer (Mahadwartha, 2002b; Mahadwartha, 2003).
- MpriceCs_{it} = harga saham rata-rata per tahun dengan menggunakan data mingguan perusahaan i pada periode t untuk mengurangi dampak *seasonal* dari perubahan harga.

$$Dividend_{it} = \frac{ComDiv_{it}}{TotShrs_{it} * MpriceCs_{it}}$$

Keterangan:

- ComDiv_{it} = jumlah dividen yang dibayarkan perusahaan i pada periode t
 TotShrs_{it} = jumlah *common stocks* yang dimiliki oleh eksternal perusahaan i pada periode t

Variabel kontrol yang digunakan dalam penelitian ini berdasarkan atas penelitian-penelitian empiris di Indonesia.

1. Profitabilitas (PROF): kemampuan perusahaan sektor manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia menghasilkan laba selama periode 2004-2013 yang diukur menggunakan *return on assets* (Almilia & Silvy, 2006; Nuringsih, 2010; Imanta & Satwiko, 2011).

$$ROA_{it} = \frac{Net\ Income_{it}}{Total\ Asset_{it}}$$

2. Kepemilikan institusional (INST): Perbandingan jumlah saham yang dimiliki institusi dengan jumlah saham beredar pada perusahaan sektor manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2004-2013 (Putri & Nasir, 2006; Nuringsih, 2010; Imanta & Satwiko, 2011).

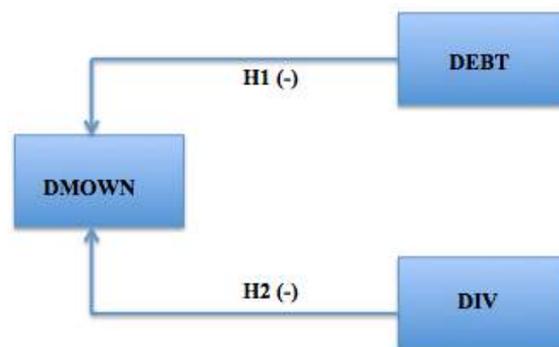
$$INST_{it} = \frac{Saham\ yang\ dimiliki\ Institusi_{it}}{Jumlah\ Saham\ Beredar_{it}}$$

3. Ukuran perusahaan (SIZE): Kekayaan perusahaan sektor manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia yang diukur menggunakan logaritma natural dari total aset selama periode 2004-2013 (Putri & Nasir, 2006; Imanta & Satwiko, 2011; Suzane, 2012).

$$SIZE_{it} = \ln Total\ Aset$$

4. *Dummy* tahun: *Dummy* yang digunakan dalam *fixed effect model* (FEM) sebanyak 9 *dummy*.

Skema penelitian berikut menggambarkan pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen yang akan diuji dalam penelitian ini.



Keterangan:

DMOWN = kepemilikan manajerial

DEBT = kebijakan utang

DIV = kebijakan dividen

Data dalam penelitian ini berupa laporan keuangan yang diperoleh dari *website* Bursa Efek Indonesia (idx.co.id). Dalam penelitian ini, akan diuji terlebih dahulu model Logit tanpa *fixed effect model* (FEM). Apabila model belum mampu menampakkan fenomena pengaruh variabel independen (kebijakan utang dan kebijakan dividen) terhadap variabel dependen (kepemilikan manajerial), maka akan dilakukan pengujian *fixed effects* dengan menggunakan *dummy* tahun. Gujarati (2004) menyatakan bahwa variabel *dummy* dapat digunakan untuk memperhitungkan *time effect* dalam penelitian melalui *fixed effects model* (FEM). Banyaknya *dummy* tahun yang digunakan dalam penelitian ini ialah 9 *dummy*. Hal ini dimaksudkan agar penelitian tidak terjebak dalam *dummy*-

variable trap. Berikut adalah persamaan yang digunakan dalam penelitian ini.

Persamaan 1:

$$DMOWN = \alpha_1 + \beta_1 DEBT + \beta_2 DIV + \gamma_1 PROF + \gamma_2 INST + \gamma_3 SIZE + \varepsilon_1$$

Persamaan 2:

$$DMOWN = \alpha_1 + \beta_1 DEBT + \beta_2 DIV + \gamma_1 PROF + \gamma_2 INST + \gamma_3 SIZE + \gamma_4 D_1 + \gamma_5 D_2 + \gamma_6 D_3 + \gamma_7 D_4 + \gamma_8 D_5 + \gamma_9 D_6 + \gamma_{10} D_7 + \gamma_{11} D_8 + \gamma_{12} D_9 + \varepsilon_1$$

dimana:

- DMOWN = kepemilikan manajerial perusahaan i pada periode t
- DEBT = kebijakan utang perusahaan i pada periode t
- DIV = kebijakan dividen perusahaan i pada periode t
- PROF = profitabilitas perusahaan i pada periode t
- INST = kepemilikan institusional dalam perusahaan i pada periode t
- SIZE = ukuran perusahaan i pada periode t
- D_n = dummy tahun ke-n

Setelah itu, penelitian ini akan menguji apakah data empiris yang dipakai sesuai dengan model melalui uji Hosmer-Lemeshow dan Andrews Goodness of Fit. Jika nilai probabilitas chi-square Hosmer-Lemeshow dan Andrews tidak signifikan atau lebih besar dari 0,05, hipotesis nol tidak dapat ditolak dan model dinilai

sesuai (*fit*). Setelah itu, akan diuji kebenaran prediksi model melalui uji Evaluasi *Expectation-Prediction* untuk Spesifikasi *Binary*. Bagian variabel dependen D=1 yang dapat diprediksi dengan benar disebut *sensitivity*, sedangkan D=0 yang dapat diprediksi dengan benar disebut *specificity*.

3. HASIL DAN PEMBAHASAN

Tabel 1. Data Deskriptif Perusahaan Sektor Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada 2004-2013

VARIABEL	JUMLAH OBSERVASI	MEAN	MEDIAN	MAKSIMAL	MINIMAL	STANDAR DEVIASI
DMOWN	1.060	0,3972	0,0000	1,0000	0,0000	0,4895
LEV	1.060	0,2893	0,1719	0,9995	0,0000	0,2865
DIV	1.060	0,0276	0,0000	1,7291	0,0000	0,0918
PROF	1.060	0,0479	0,0375	1,3825	-1,4404	0,1457
INST	1.060	0,6785	0,7258	0,9939	0,0000	0,2283
SIZE	1.060	27,6375	27,4750	32,9970	18,9469	1,6222

Tabel 1 menunjukkan statistik deskriptif variabel dependen dan independen dalam penelitian ini, meliputi 106 sampel dengan 1.060 observasi dari 2004-2013. Nilai rata-rata, median, maksimal tertinggi dimiliki oleh variabel

kontrol ukuran perusahaan (SIZE). Standar deviasi terendah dimiliki oleh variabel kebijakan dividen (DIV). Hal ini menunjukkan kecilnya rentang nilai yang dimiliki oleh variabel kebijakan dividen.

Tabel 2. Perbandingan Hasil Penelitian Model Logit tanpa FEM dan dengan FEM

Variabel Dependen = Kepemilikan Manajerial			
Variabel	Hipotesis	Koefisien (tanpa FEM)	Koefisien (dengan FEM)
LEV	Negatif	-0,5973**	-0,5439**
DIV	Negatif	0,0578	0,1367
PROF		0,3091	0,2957
INST		-1,5094***	-1,5810***
SIZE		-0,0736*	-0,0932**
D1			-0,2664
D2			-0,1004
D3			-0,0501
D4			-0,2111
D5			-0,0944
D6			-0,2826
D7			-0,0386
D8			0,4080
D9			0,4132
McFadden R-squared		0,0304	0,0397
Prob (LR statistic)		0,0000	0,0000

Keterangan: *** Signifikan pada level 1%; ** Signifikan pada level 5%;

* Signifikan pada level 10%

Variabel kebijakan utang (LEV) memiliki nilai koefisien negatif yakni -0,5973 dan -0,5439 dengan taraf signifikansi 5%. Hasil ini menunjukkan bahwa model keseimbangan teori keagenan terjadi pada pengaruh kebijakan utang (LEV) terhadap kepemilikan manajerial (DMOWN) secara negatif

signifikan. Hal ini berarti hipotesis 1 diterima. Penggunaan utang dapat menjadi salah satu mekanisme pengendalian dan pengawasan untuk mencegah terjadinya konflik keagenan dalam perusahaan. Di sisi lain, tingkat utang yang tinggi menimbulkan *agency cost of debt*, seperti biaya kebangkrutan

dan biaya perlindungan kontraktual bagi *debtholders*. Semakin tinggi tingkat utang, biaya bunga yang harus dibayar juga semakin tinggi. Apabila perusahaan mengalami kekurangan kas, perusahaan akan berisiko bangkrut. Karena manajer tidak dapat mendiversifikasi secara maksimal risiko kebangkrutan, manajer kemungkinan akan mengurangi kepemilikannya dalam perusahaan tersebut untuk mengurangi risiko investasi personalnya. Biaya perlindungan kontraktual dapat berupa biaya yang dikeluarkan untuk menerbitkan laporan keuangan yang telah diaudit kepada *debtholders*, sehingga menimbulkan biaya untuk keperluan audit.

Kepemilikan manajerial juga dapat menjadi mekanisme pengendalian dalam perusahaan. Hal ini dikarenakan ketika manajer memiliki saham perusahaan, manajer juga menjadi pemegang saham perusahaan tersebut, sehingga kepentingannya juga mencakup kepentingan *shareholders* lain. Di sisi lain, kepemilikan manajerial juga menimbulkan *agency cost of equity* karena *shareholders* harus membagi proporsi kepemilikannya kepada manajer, sehingga menimbulkan dilusi kepemilikan. Dilusi dalam hal ini berarti

berkurangnya proporsi kepemilikan saham *shareholders* lain karena ada proporsi saham yang diberikan kepada manajer.

Penggunaan utang dan pemberian kepemilikan manajerial sama-sama bertindak sebagai mekanisme pengawasan dan pengendalian konflik keagenan dalam perusahaan. Penggunaan utang dan pemberian kepemilikan manajerial dapat saling menggantikan. Penerapan dua mekanisme dalam masalah dan waktu yang sama tidaklah efektif, sehingga biaya keagenan tersebut perlu diseimbangkan satu sama lain. Peningkatan kebijakan utang perusahaan akan menurunkan kepemilikan manajerial. Penelitian ini menemukan bahwa model keseimbangan teori keagenan terjadi pada pengaruh kebijakan utang terhadap kepemilikan manajerial. Implikasi penelitian ini dalam kaitannya dengan utang sebagai mekanisme pengawasan dan pengendalian adalah peningkatan penggunaan utang dapat mengurangi peran kepemilikan manajerial. Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian Chen dan Steiner (1999), Mahadwartha (2002b, 2003), Tandelilin (2003), Putri dan Nasir (2006), Fadah dan Novi (2008), dan Nuringsih (2010).

Variabel kebijakan dividen (DIV) memiliki nilai koefisien positif yakni 0,0578 dan 0,1367, serta tidak signifikan. Hasil ini menunjukkan bahwa model keseimbangan teori keagenan tidak terjadi pada pengaruh kebijakan dividen (DIV) terhadap kepemilikan manajerial (DMOWN). Hal ini berarti hipotesis 2 ditolak. Implikasi penelitian ini dalam kaitannya dengan dividen sebagai mekanisme pengawasan dan pengendalian konflik keagenan ialah peningkatan pembayaran dividen tidak dapat mengurangi peran kepemilikan manajerial. Hasil penelitian ini mendukung Jensen *et al.* (1992), Tandelilin (2003), Almilia dan Silvy (2006), Imanta dan Satwiko (2011), Suzane (2012). Jensen *et al.* (1992) menemukan tidak adanya pengaruh kebijakan dividen terhadap kepemilikan manajerial. Tandelilin (2003) menemukan tidak adanya pengaruh dari kebijakan dividen terhadap kepemilikan manajerial, dimana manajer cenderung mengutamakan faktor risiko daripada *return* atas kepemilikan saham di perusahaan tempatnya bekerja untuk meminimalisasi risiko investasi personalnya. Selain itu, kebijakan dividen tidak mempengaruhi kepemilikan manajerial karena belum ada batasan yang

jelas antara kepemilikan dan pengelolaan. Hal ini dikarenakan perusahaan di Indonesia cenderung dimiliki oleh keluarga, dimana manajer dan *owner* memiliki hubungan kekerabatan. Fakta ini sesuai dengan penelitian Claessens *et al.* (2000) yang menyatakan bahwa mayoritas perusahaan di Indonesia dimiliki oleh keluarga.

Variabel kontrol kepemilikan institusional (INST) yang mewakili kepemilikan keluarga menunjukkan bahwa semakin besar kepemilikan institusional tersebut, maka semakin kecil proporsi kepemilikan yang dapat diperoleh manajer. Manajer menjadi tunduk pada *owner* yang merupakan *majority shareholders* dan membuat keputusan berdasarkan kepentingan *owner*, sehingga *owner* tidak perlu lagi membagi kepemilikannya dengan manajer untuk menjaga agar manajer bertindak sesuai dengan kepentingan *owner*. Hal ini didukung oleh La Porta (1999) yang menyatakan bahwa mayoritas perusahaan di Indonesia dimiliki oleh keluarga.

Variabel kontrol ukuran perusahaan (SIZE) yang meningkat akan menurunkan kepemilikan manajerialnya. Hal ini dimungkinkan karena manajer telah memperoleh *benefit* dari besarnya aset

perusahaan, sehingga tidak memerlukan kepemilikan yang persentasenya cenderung kecil. Hal ini didukung oleh penelitian Mahadwartha (2002b, 2003).

Hasil McFadden R^2 pada model Logit dengan FEM ialah sebesar 0,0397. Hal ini berarti perubahan kepemilikan manajerial dapat diterangkan oleh perubahan kebijakan utang dan kebijakan dividen sebesar 3,97%, sedangkan sisanya sebesar 96,03% dijelaskan oleh variabel lain di luar variabel tersebut. Hasil probabilitas *likelihood ratio statistic* (LR statistic) ialah sebesar 0,0000, yang mana

menunjukkan pengaruh signifikansi kurang dari 0,01. Hal ini berarti secara bersama-sama, kebijakan utang dan kebijakan dividen memiliki pengaruh yang signifikan terhadap kepemilikan manajerial. Pengaruh yang signifikan menunjukkan bahwa variabel independen (kebijakan utang dan kebijakan dividen) saling mendukung dalam mempengaruhi variabel dependen (kepemilikan manajerial), sehingga model dapat digunakan untuk memprediksi variabel dependen (kepemilikan manajerial).

Tabel 3. Perbandingan Hasil Uji Hosmer-Lemeshow dan Andrews *Goodness of Fit* pada Model Logit tanpa FEM dan dengan FEM

	tanpa FEM	dengan FEM
H-L Statistic	16,7611	7,5438
Andrews Statistic	23,1582	9,2645
Prob. Chi-Sq(8)	0,0327	0,4793
Prob. Chi-Sq(10)	0,0102	0,5072

Pada tabel 3, hasil uji tanpa FEM menunjukkan bahwa model tidak sesuai karena nilai probabilitas chi-square yang lebih besar dari 0,05. Pada hasil uji

dengan FEM, model dinilai sesuai (*fit*), sehingga data penelitian dapat dianalisis dengan menggunakan model Logit dengan *fixed effect model* (FEM).

Tabel 4. Perbandingan Hasil Uji Prediksi Model tanpa FEM dan dengan FEM

	tanpa FEM			dengan FEM		
	Dep=0	Dep=1	Total	Dep=0	Dep=1	Total
Correct	395,34	177,34	572,68	398,44	180,44	578,87
% Correct	61,87	42,12	54,03	62,35	42,86	54,61
% Incorrect	38,13	57,88	45,97	37,65	57,14	45,39

Tabel 4 menunjukkan perbandingan hasil uji prediksi model tanpa FEM dan dengan FEM menggunakan uji Evaluasi *Expectation-Prediction* untuk Spesifikasi *Binary*. Dengan FEM, secara keseluruhan kemampuan model mengalokasikan dengan benar meningkat menjadi 54,61%, dengan *sensitivity* sebesar 42,86% dan *specificity* sebesar 62,35%.

Dari perbandingan antara model Logit tanpa *fixed effect model* (FEM) dan dengan *fixed effect model* (FEM) di atas, dapat terlihat bahwa hasil penelitian lebih tepat menggunakan *fixed effect model* (FEM). Oleh karena itu, penelitian ini akan menggunakan model Logit dengan *fixed effect model* (FEM).

4. Kesimpulan dan Saran

Penelitian ini ingin membuktikan adanya model keseimbangan teori keagenan yang terjadi pada pengaruh kebijakan utang dan kebijakan dividen terhadap kepemilikan manajerial dalam perusahaan sektor manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2004-2013. Berdasarkan hasil penelitian, dapat disimpulkan beberapa hal sebagai berikut.

1. Kebijakan utang (LEV) memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap kepemilikan manajerial. Utang dan

kepemilikan manajerial merupakan mekanisme pengawasan dan pengendalian yang keduanya menimbulkan *agency cost*. Utang menimbulkan *agency cost of debt* seperti biaya kontraktual dan biaya kebangkrutan. Peningkatan utang akan mengurangi ketersediaan kas dan meningkatkan risiko kebangkrutan dalam perusahaan. Kepemilikan manajerial juga memungkinkan timbulnya *agency cost of equity* berupa dilusi kepemilikan. Penerapan dua mekanisme dalam waktu yang sama untuk masalah yang sama tidaklah efektif, sehingga biaya keagenan tersebut perlu diseimbangkan. Dalam penelitian ini, model keseimbangan teori keagenan terjadi pada pengaruh kebijakan utang terhadap kepemilikan manajerial dalam perusahaan sektor manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2004-2013.

2. Kebijakan dividen (DIV) tidak berpengaruh terhadap kepemilikan manajerial. Peningkatan pembayaran dividen tidak berpengaruh pada kenaikan atau penurunan tingkat kepemilikan manajerial dalam perusahaan. Manajer kemungkinan lebih berorientasi pada faktor risiko

daripada *return* kepemilikan saham yang berupa dividen. Manajer yang memiliki porsi kepemilikan pada perusahaan yang berisiko tinggi kemungkinan akan menurunkan kepemilikannya untuk meminimalisasi risiko investasi personalnya. Selain itu, mayoritas perusahaan di Indonesia dimiliki oleh keluarga, sehingga belum ada batasan yang jelas antara kepemilikan dan pengelolaan. Manajer kemungkinan merupakan kerabat dari pemegang saham mayoritas, sehingga keputusan manajer tidak terkait dengan kepemilikannya dalam perusahaan. Dalam penelitian ini, model keseimbangan teori keagenan tidak terjadi pada pengaruh kebijakan dividen terhadap kepemilikan manajerial dalam perusahaan sektor manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2004-2013.

3. Kepemilikan institusional (INST) berpengaruh negatif signifikan terhadap kepemilikan manajerial. Kepemilikan institusional yang besar memungkinkan manajer untuk selalu menyelaraskan kepentingannya

dengan kepentingan pemegang saham mayoritas, sehingga keperluan untuk memberikan kepemilikan manajerial sebagai mekanisme pengawasan dan pengendalian konflik keagenan berkurang.

4. Ukuran perusahaan (SIZE) berpengaruh negatif signifikan terhadap kepemilikan manajerial. Ukuran perusahaan yang semakin besar memungkinkan manajer memperoleh *benefit* dari besarnya aset perusahaan tersebut, sehingga keperluan pemberian kepemilikan manajerial yang persentasenya cenderung kecil tersebut berkurang.

Penelitian berikutnya sebaiknya menambah variabel independen lain yang dapat berpengaruh pada kepemilikan manajerial, seperti kepemilikan institusional, ukuran perusahaan, profitabilitas, nilai perusahaan, risiko, kesempatan investasi dalam model keseimbangan teori keagenan. Selain itu, sebaiknya peneliti berikutnya juga menambah sektor yang diteliti, meliputi semua sektor yang ada di Bursa Efek Indonesia.

DAFTAR PUSTAKA

- Agrawal, A. & Charles R. K. (1996). Firm Performance and Mechanisms to Control Agency Problems between Managers and Shareholders. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 31, 377-397.
- Almilia, L. S., & Silvy, M. (2006). Analisis Kebijakan Dividen dan Kebijakan Leverage terhadap Prediksi Kepemilikan Manajerial dengan Teknik Analisis Multinomial Logit. *Jurnal Akuntansi dan Bisnis*, 6, 1-19.
- Arifin, Z. (2003). Efektifitas Mekanisme Bonding Dividen dan Hutang untuk Mengurangi Masalah Agensi pada Perusahaan di Bursa Efek Jakarta. *Jurnal Siasat Bisnis* 8, 1, 19-31.
- Baker, H. K. (2009). *Dividend and Dividend Policy*. New Jersey: John Wiley & Sons.
- Bathala, C.T., K.P. Moon, & Rao, R. P. (1994). *Financial Management* 3, 23, 38-50.
- Borokhovich, K.A., Brunarski, K.R., Harman, Y., & Kehr, J.B. (2005). Dividends, Corporate Monitors and Agency Costs. *The Financial Review*, 40, 37-65.
- Brealey, Richard A., S.C. Myers, dan S. Myers. (2003). *Capital Investment and Valuation*, McGraw-Hill.
- Brigham, E. F., & Houston, J.F. (2009). *Fundamentals of Financial Management*, 12th edition, South-Western Cengage Learning.
- Chen, Carl R. dan T.L. Steiner. (1999). Managerial Ownership and Agency Conflicts: A Nonlinear Simultaneous Equation Analysis of Managerial Ownership, Risk Taking, Debt Policy, and Dividend Policy. *The Financial Review*, 34, 119-136.

- Christiawan, Y.J., & Josua Tarigan. (2007). Kepemilikan Manajerial: Kebijakan Hutang, Kinerja dan Nilai Perusahaan. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan* 1, 9, 1-8.
- Claessens, Stijn, S. Djankov, dan L.H.P. Lang. (2000). The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations. *Journal of Financial Economics*, 58, 81-112.
- Crutchley, Claire E. dan R.S. Hansen. (1989). A Test of the Agency Theory of Managerial Ownership, Corporate Leverage, and Corporate Dividends. *Financial Management*, 36-46.
- Damodaran, Aswath. (2010). *Applied Corporate Finance*, 3rd edition, John Wiley & Sons.
- Davies, J.R., D. Hillier, dan P. McColgan. (2005). Ownership Structure, Managerial Behavior and Corporate Value. *Journal of Corporate Finance*, 11, 645-660.
- DeAngelo, Harry, L. DeAngelo, dan R.M. Stulz. (2006). Dividend Policy and the Earned/Contributed Capital Mix: a Test of the Life-Cycle Theory. *Journal of Financial Economics*, 81, 227-254.
- Easterbrook, Frank H.. (1984). Two Agency-Cost Explanations of Dividends. *The American Economic Review* 4, 74, 650-659.
- Eisenhardt, Kathleen M.. (1989). Agency Theory: An Assessment and Review. *The Academy of Management Review* 1, 14, 57-74.
- Fadah, Isti dan Novi, R.A.. (2008). Interdependensi Kebijakan Dividen, Kebijakan Hutang dan Kepemilikan Manajerial: Perspektif Teori Keagenan. *National Conference on Management Research*.
- Fama, Eugene F. dan M.C. Jensen. (1983). Separation of Ownership and Control. *Journal of Law and Economics* 2, 26, 301-325.

- Friend, Irwin dan L.H.P. Lang. (1988). An Empirical Test of the Impact of Managerial Self-Interest on Corporate Capital Structure. *The Journal of Finance* 2, 43, 271-281.
- Frydman, Carola dan D. Jenter. (2010). CEO Compensation. *Annual Review of Financial Economics* 2, 75-102.
- Ghozali, Imam. (2011). *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program IBM SPSS19*. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Gitman, Lawrence J. dan C.J. Zutter. (2011). *Principles of Managerial Finance*, 13th edition, Prentice Hall.
- Gujarati, Damodar N. (2004). *Basic Econometrics*, 4th edition, McGraw-Hill.
- Higgins, Robert C. (1972). The Corporate Dividend-Saving Decision. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis* 2, 7, 1527-1541.
- Himmelberg, Charles P., R.G. Hubbard, dan D. Palia. (1999). Understanding the Determinants of Managerial Ownership and the Link between Ownership and Performance. *Journal of Financial Economics* 53, 353-384.
- Imanta, Dea dan R. Satwiko. (2011). Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kepemilikan Managerial. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi* 1, 13, 67-80.
- Ismiyanti, Fitri dan M.M. Hanafi. (2004). Struktur Kepemilikan, Resiko, dan Kebijakan Keuangan: Analisis Persamaan Simultan. *Journal of Indonesian Economy and Business* 2, 19.
- Jensen, Michael C. dan W.H. Meckling. 1976. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics* 4, 3, 305-360.

- Jensen, Michael C. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *American Economic Review* 2, 76, 323-329.
- Jensen, Gerald R., D.P. Solberg, dan T.S. Zorn. (1992). Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt, and Dividend Policies. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 2, 27, 247-263.
- La Porta, Rafael, F. Lopez-de-Silanes, dan A. Shleifer. (1999). Corporate Ownership Around the World. *The Journal of Finance* 2, 54, 471-517.
- La Porta, Rafael, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, dan R.W. Vishny. (2000). Agency Problems and Dividend Policies around the World. *The Journal of Finance* 1, 55, 1-33.
- Leland, Hayne E. dan D.H. Pyle. (1977). Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation. *The Journal of Finance* 2, 32, 371-387.
- Mahadwartha, Putu Anom. (2002a). Interdependensi antara Kebijakan Leverage dengan Kebijakan Dividen: Perspektif Teori Keagenan. *Jurnal Riset Akuntansi, Manajemen dan Ekonomi* 2, 2.
- Mahadwartha, Putu Anom. (2002b). The Association of Managerial Ownership with Dividend Policy and Leverage Policy: Indonesian Firms. *National Seminar Surviving Strategies to Cope with the Future 13 September 2002*. Universitas Atmajaya Yogyakarta.
- Mahadwartha, Putu Anom dan J. Hartono. (2002). Empirical Test of Balancing Model of Agency Costs, Contracting Model of Agency Theory, Collateral, and Growth Hypothesis in Indonesian Capital Market. *National Seminar of Accountancy 5-6 September 2002*, Universitas Diponegoro Semarang.

- Mahadwartha, Putu Anom. (2003). Predictability Power of Dividend Policy and Leverage Policy to Managerial Ownership in Indonesia: an Agency Theory Perspective. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia* 3, 18.
- Munawir, S. (2007). *Analisa Laporan Keuangan*. Yogyakarta: Liberty.
- Nuringsih, Kartika. (2010). Pengaruh Profitabilitas, Kebijakan Hutang dan Kepemilikan Institusional terhadap Kepemilikan Manajerial dan Pengaruhnya terhadap Risiko. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi* 1. 12, 17-28.
- Putri, I.F. dan M. Nasir. (2006). Analisis Persamaan Simultan Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Risiko, Kebijakan Hutang dan Kebijakan Dividen dalam Perspektif Teori Keagenan. *Simposium Nasional Akuntansi 9 Padang*.
- Rappaport, Alfred. (1997). *Creating Shareholder Value: A Guide for Managers and Investors*. New York: The Free Press.
- Ross, Stephen A. (1973). The Economic Theory of Agency: The Principal's Problem. *American Economic Association* 2, 63, 134-139.
- Ross, Stephen A. (1977). The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach. *The Bell Journal of Economics*, 8, 23-40.
- Ross, Stephen A. dan R.W. Westerfield. (2002). *Corporate Finance*. New York: McGraw-Hill.
- Rozeff, Michael S. (1982). Growth, Beta and Agency Costs as Determinants of Dividend Payout Ratios. *The Journal of Financial Research* 3, 5, 249-259.
- Ruan, Wenjuan, G. Tian, dan S. Ma. (2011). Managerial Ownership, Capital Structure and Firm Value: Evidence from China's Civilian-run. *Australasian Accounting, Business and Finance Journal* 3, 5, 73-92.

- Smith Jr, Clifford W. dan J.B. Warner. (1979). On Financial Contracting: An Analysis of Bond Covenants. *Journal of Financial Economics* 7, 117-161.
- Smith Jr, Clifford W. & Watts, R.L. (1992). The Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend, and Compensation Policies. *Journal of Financial Economics* 32, 263-292.
- Suzane, S. (2012). Hubungan Substitusi Debt Policy, Insider Ownership, dan Dividend Policy dalam Mekanisme Pengawasan Masalah Agensi di Indonesia. *Jurnal Kajian Ilmiah Mahasiswa Manajemen* 2, 1.
- Tandelilin, E. (2003). Analisis Interdependensi Kebijakan Leverage, Dividen dan Kepemilikan Manajerial: Perspektif Keagenan. *Working Paper*. Universitas Gadjah Mada: Jogjakarta.
- Ujiyantho, M. A., & Pramuka B.A. (2007). Mekanisme Corporate Governance, Manajemen Laba dan Kinerja Keuangan. *Simposium Nasional Akuntansi X*. Universitas Hasanuddin Makassar.