

## **PENGARUH KEPEMILIKAN MANAJERIAL, KEPEMILIKAN INSTITUSIONAL DAN PENYEBARAN KEPEMILIKAN TERHADAP STRUKTUR MODAL PERUSAHAAN**

**Anang Subardjo**

Staf pengajar STIESIA Surabaya

### **ABSTRACT**

*The purpose of this research is to test the influence of managerial ownership, institutional ownership, and shareholder dispersion on capital structure companies. Data collection is done by using pooling method. 39 firms listed in Jakarta Stock Exchange for period 2008-2009 used as samples. This research provides evidence that first, managerial ownership has negative and significant effect to capital structure (debt ratio). Second, institutional ownership has negative and significant effect to capital structure. Third, shareholder dispersion has negative but not significantly effect to capital structure(debt to ratio).*

*Keywords: Agency Theory, Managerial Ownership, Institutional Ownership, Shareholder dispersion, Capital Structure*

### **PENDAHULUAN**

Setiap perusahaan memiliki tujuan utama adalah bagaimana meningkat nilai perusahaan. Nilai perusahaan yang meningkat berarti mampu memberikan kemakmuran bagi pemilik perusahaan (pemegang saham).Kemakmuran pemilik perusahaan dapat dicerminkan oleh tingginya harga saham di pasar modal.

Bagi perusahaan yang go publik di pasar modal akan berusaha memiliki kinerja yang efisien. Kinerja yang efisien dapat dicapai salah satunya adalah memisahkan fungsi kepemilikan dengan fungsi manajerial. Pemisahan fungsi tersebut membentuk suatu hubungan keagenan, yaitu suatu hubungan dimana

pemilik perusahaan (prinsipal) memberikan kepercayaan pengelolaan perusahaan pada seorang manajer (agen) sesuai dengan kepentingan pemilik, dengan mendelegasikan beberapa wewenang pengambilan keputusan kepada agen.

Manajer dalam mengelola perusahaan diharapkan dapat meningkatkan kemakmuran pemilik perusahaan melalui peningkatan nilai perusahaan dan sebagai imbalannya manajer akan memperoleh gaji, bonus dan berbagai macam kompensasi lainnya. Dalam kenyataannya pihak agen atau manajer mempunyai tujuan lain yang berbeda dengan tujuan utama perusahaan, yaitu lebih mementingkan kesejahteraan diri sendiri. Hal tersebut akan menimbulkan konflik kepentingan antara pihak manajer dengan pemilik perusahaan.

Menurut teori agensi (Jensen dan Meckling 1976) menyatakan bahwa ada konflik kepentingan yang muncul antara pemegang saham (prinsipal) dengan manajer perusahaan (agen), yang menjadikan manajer memungkinkan melakukan tindakan/keputusan yang dapat meningkatkan kesejahteraannya sendiri dengan mengorbankan kepentingan pemegang saham. Ada beberapa metode yang bisa digunakan untuk menghilangkan permasalahan agensi dan menurunkan biaya yang berkenaan dengan agensi. Metode-metode tersebut bisa dikelompokkan dalam dua kategori. Pertama, melalui pengendalian eksternal (*external control*) atau mekanisme motivasional. Hal ini dilakukan untuk menyelaraskan kepentingan manajemen dengan pemegang saham dengan meningkatkan kepemilikan manajer pada perusahaan. Kedua, dengan meningkatkan penggunaan pendanaan melalui hutang (*internal control*). Penggunaan hutang ini tidak hanya menyelaraskan kepentingan kedua pihak, namun juga meningkatkan kemungkinan terjadinya kebangkrutan dan kehilangan pekerjaan bagi manajer. Adanya resiko ini menjadikan manajer termotivasi untuk menurunkan tingkat konsumsi mereka serta meningkatkan efisiensi.

Beberapa penelitian yang menguji hubungan antara struktur kepemilikan dengan struktur modal diantaranya ; Kim dan Sorensen (1986), Agrawal dan Mendelker (1987), serta Mehran (1992). Mereka menguji pengaruh kepemilikan manajerial terhadap rasio hutang perusahaan, hasilnya terdapat hubungan yang positif antara kepemilikan manajer dengan rasio hutang. Friend dan Hasbrouk

(1988), Jensen dkk (1992) menguji hal yang sama namun hasilnya berlawanan dengan penelitian Kim dan Sorensen, Agrawal dan Mendelker serta Mehran, hasil penelitian mereka menunjukkan bahwa terdapat hubungan negatif antara prosentase kepemilikan manajer dengan rasio hutang. Bathala dkk (1994) menyimpulkan bahwa investor institusional mempunyai hubungan negatif terhadap rasio hutang. Moh'd et. al (1980), menyatakan bahwa struktur kepemilikan saham oleh pihak eksternal (institusional) dan kepemilikan internal (manajer) berpengaruh negatif dan signifikan terhadap rasio hutang.

Hasil penelitian yang tidak konsisten tersebut mengharuskan kita untuk mempertimbangkan aspek lain dalam hubungan antara struktur modal dengan struktur kepemilikan. Sifat distribusi saham (level kepemilikan) telah dipandang sebagai sarana untuk menghilangkan kos agensi yang mempengaruhi struktur modal perusahaan. Karena kepemilikan merepresentasikan sumber kekuatan (*power*) yang dapat digunakan untuk mendukung atau mungkin melawan manajemen yang ada, konsentrasi ataupun dispersi kekuatan ini menjadi hal yang relevan. Beberapa penelitian sebelumnya melihat dari sudut pandang manajerial untuk menjelaskan variasi-variasi dalam struktur modal, misalnya Barton dan Gordon (1988) dan Berger dkk (1997) menyatakan bahwa keputusan tentang struktur modal tidak hanya ditentukan oleh faktor internal dan eksternal yang menyangkut risiko dan kontrol saja tetapi faktor nilai, preferensi dan keinginan manajer juga merupakan masukan penting dalam pembuatan keputusan finansial. Khususnya menyangkut keputusan *corporate financing* yang sangat dipengaruhi oleh perilaku manajer.

Berdasarkan latar belakang masalah tersebut peneliti tertarik untuk menulis penelitian Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional dan Penyebaran Kepemilikan terhadap struktur hutang Perusahaan. Penelitian ini bertujuan untuk menginvestigasi apakah Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional dan penyebaran kepemilikan dapat menjelaskan variasi struktur hutang dan apakah kepemilikan manajerial dan kepemilikan pihak eksternal (institusional) serta penyebaran kepemilikan mempengaruhi struktur hutang perusahaan. Hal ini didasarkan pada alasan bahwa manajer dan pihak eksternal

merupakan dua kelompok pemegang saham yang menentukan keputusan alokasi sumberdaya perusahaan.

Penelitian ini menguji pengaruh kepemilikan saham Manajerial dan kepemilikan saham institusional serta penyebaran kepemilikan dengan struktur hutang perusahaan Pertama, menguji pengaruh antara kepemilikan saham manajerial (MSO) terhadap struktur modal perusahaan Kedua, menginvestigasi pengaruh antara kepemilikan saham Institusional (ISO) dengan struktur modal perusahaan. Ketiga, menguji pengaruh penyebaran kepemilikan pada struktur modal perusahaan

## **KERANGKA TEORI**

### **Faktor-faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal**

Istilah struktur kepemilikan digunakan untuk menunjukkan bahwa variabel-variabel yang penting di dalam struktur modal tidak hanya ditentukan oleh jumlah hutang dan ekuitas, tetapi juga persentase kepemilikan saham oleh *inside equity* (*insider shareholders*) dan *outside equity* (*outside shareholders*) (Jensen dan Meckling, 1976). Berikut ini akan dijelaskan peranan kedua pihak pemegang saham dalam mengatasi *insider problem*.

#### **a. *Insiders ownership***

Bathala, *et al* (1994) menyebutkan dalam *model agency* yang dikemukakan oleh Jensen dan Meckling, perusahaan modern merupakan subyek terhadap meningkatnya konflik. Hal ini disebabkan karena adanya penyebaran pengambilan keputusan dan risiko yang ditanggung perusahaan. Dalam mengelola perusahaan, manajemen mempunyai kecenderungan menggunakan kelebihan keuntungan untuk konsumsi atau perilaku oportunistik. Mereka menerima manfaat yang penuh akan kegiatan tersebut tetapi kurang mau menanggung risiko dari biaya yang dikeluarkan. Jensen dan Meckling (1976) menyatakan hal tersebut sebagai *agency cost of equity*.

Perusahaan dapat mengurangi arus kas berlebih dengan berbagai macam. Salah satunya adalah dengan mengalirkan sebagian arus kas kembali ke pemegang

saham melalui dividen yang lebih tinggi. Alternatif lain adalah menggeser struktur modal ke arah yang lebih banyak menggunakan hutang dengan harapan persyaratan pelunasan hutang yang lebih tinggi akan memaksa manajer untuk lebih disiplin (Brigham dan Houston, 2001). Namun, manajer dapat juga menggunakan hutang untuk kepentingan oportunistik mereka. Hal ini meningkatkan beban bunga pinjaman karena risiko kebangkrutan perusahaan meningkat yang berarti *agency cost of debt* semakin tinggi. Menurut Jensen dan Meckling (1976) kehadiran biaya tersebut dapat dikurangi dengan cara meningkatkan kepemilikan saham manajerial (*managerial ownership*) dalam perusahaan. Kepemilikan saham oleh manajer akan memaksa mereka untuk menanggung risiko atas kesalahan pengelolaan perusahaan. Dengan demikian mereka akan semakin hati-hati dalam menggunakan hutang dan berusaha meningkatkan nilai perusahaan.

***b. Institutional ownership***

Shleifer dan Vishny (1986) dalam Faisal (2000) menyatakan bahwa pemegang saham besar (*large shareholders*) mempunyai arti penting dalam memonitor perilaku manajer dalam perusahaan. Dengan adanya konsentrasi kepemilikan, para pemegang saham besar seperti investor institusional akan dapat memonitor manajemen secara lebih efektif, dan dapat meningkatkan nilai perusahaan jika terjadi *takeover*. Meningkatnya saham institusional investor juga dapat mengimbangi kebutuhan terhadap penggunaan hutang. Coffee (1991) dalam Bathala, *et al.* (1994) menyediakan pengetahuan dasar dalam perubahan perilaku investor institusional dari investor yang pasif menjadi investor yang aktif dalam melakukan *monitoring*. Adanya kepemilikan saham yang signifikan oleh investor institusional telah menghasilkan peningkatan kemampuan mereka untuk melakukan tindakan secara kolektif. Pada waktu yang sama, biaya untuk keluar dari investasi yang mereka lakukan (*exit cost*) menjadi semakin mahal, karena adanya risiko saham akan terjual pada harga diskon. Bathala, *et al.* (1994) menemukan bahwa *institutional shareholdings* mempunyai hubungan yang signifikan dan negatif dengan *debt ratio*. Penelitian ini membuktikan bahwa kehadiran Investor institusional efektif dalam melakukan monitoring terhadap

perilaku para manajer sehingga perusahaan cenderung menurunkan tingkat hutangnya.

**c. Shareholders dispersion**

Berdasarkan kerangka teori keagenan dari Jensen dan Meckling (1976) perusahaan perlu meningkatkan hutang guna mendisiplinkan tindakan manajer dalam perusahaan jika jumlah pemegang saham semakin menyebar. Hal ini **dikarenakan**, jumlah pemegang saham yang semakin menyebar menyebabkan **konsentrasi kepemilikan** akan terpecah dalam persentase yang kecil sehingga **power pemegang saham** untuk mengontrol tindakan manajer menjadi rendah. **Sedangkan perusahaan yang kepemilikannya terkonsentrasi**, pihak manajemen praktis diangkat dan diberhentikan oleh pemegang saham yang besar (*controlling shareholders*) (Husnan, 2000). Dalam kondisi ini berarti pemegang saham memiliki **power yang besar** untuk mengontrol tindakan manajer. Moh'd, *et al.* (1998) 'menemukan hal yang berbeda dengan teori di atas. Penelitiannya menemukan bahwa jumlah *shareholders dispersion* mempunyai hubungan negatif dan signifikan dengan *debt ratio*. Hasil penelitian ini mendukung pernyataan yang dikemukakan oleh Easterbrook (1984) dalam Faisal (2000) bahwa pemegang saham yang menyebar (*diffused-shareholders*) mempunyai sedikit pengaruh terhadap posisi manajemen yang konservatif dalam penggunaan hutang.

**Teori Agensi**

Dalam suatu perusahaan terjadi hubungan kontraktual antara pemegang saham (*shareholders*) dengan manajer perusahaan. Jensen dan Meckling (1976) memodelkan hubungan kontraktual tersebut sebagai kontrak *principal-agent* yang menimbulkan hubungan keagenan (*agency relationship*). Mereka mendefinisikan hubungan keagenan sebagai kontrak di bawah satu orang atau lebih sebagai pemilik dengan orang lain yang disebut agen untuk melaksanakan jasa atas kepentingan mereka yang disertai dengan pendelegasian otorisasi pengambilan keputusan kepada agen tersebut. Berdasarkan definisi di atas dapat dijelaskan bahwa teori keagenan membahas hubungan antara pemberi amanah (prinsipal) dan penerima amanah untuk melaksanakan pekerjaan. Ada dua pihak yang

terlibat di sini: Pertama, prinsipal (para pemegang saham) yang akan memberikan (mengamanahkan) haknya berupa pengelolaan perusahaan kepada orang lain. Kedua, agen (manajemen) sebagai penerima amanah untuk mengelola perusahaan. Kedua belah pihak diikat oleh kontrak yang menyatakan hak dan kewajibannya masing-masing. Prinsipal menyediakan fasilitas dan dana untuk menjalankan perusahaan, sedangkan agen mempunyai kewajiban untuk mengelola apa yang diamanahkan prinsipal kepadanya. Atas kepemilikannya pada perusahaan, prinsipal akan memperoleh hasil berupa pembagian laba dalam bentuk dividen, sedangkan agen akan memperoleh kompensasi dalam bentuk gaji, bonus, insentif, perumahan, atau kompensasi lainnya. Dalam melaksanakan kontrak tersebut, manajer yang diberi kekuasaan oleh pemilik perusahaan (pemegang saham) untuk membuat keputusan sering memiliki tujuan pribadi yang bersaing dengan tujuan memaksimalkan kesejahteraan pemegang saham (Brigham dan Houston, 1998). Manajemen perusahaan mempunyai kecenderungan untuk memperoleh keuntungan yang sebesar-besarnya dengan biaya pihak lain. Perilaku ini biasanya disebut sebagai keterbatasan rasional (*bounaed rationality*) dan manajer cenderung tidak menyukai risiko (*risk averse*) (Wahidahwati, 2001). Namun, keterbatasan ini menciptakan konflik potensial atas kepentingan masing-masing antara pemilik dan manajer yang saling mencari peluang untuk menguntungkan diri sendiri atas biaya salah satu pihak. Teori keagenan Jensen dan Meckling (1976) menyebutkan bahwa perusahaan yang memisahkan fungsi pengelolaan dengan fungsi kepemilikan akan rentan terhadap konflik keagenan. Jika perusahaan dikelola sebagai perusahaan perorangan oleh pemiliknya, manajer/pemilik akan menjalankan perusahaan untuk memaksimalkan kesejahteraannya. Kesejahteraan ini diukur dari meningkatnya kesejahteraan pribadi, kesenangan, atau barang-barang mewah. Namun, konflik potensial muncul ketika manajer/pemilik menjual sebagian saham kepada pihak luar sehingga kepemilikan manajer atas saham perusahaan kurang dari 100%. Dalam kondisi ini, manajer/pemilik akan cenderung bertindak dan mengambil keputusan untuk kepentingan meningkatkan kemakmuran dirinya sendiri bukan berdasarkan kepentingan bersama pemegang saham lain. Sedangkan biaya yang dikeluarkan

perusahaan akan ditanggung bersama oleh seluruh pemegang saham. Menurut Jensen dan Meckling (1976) kondisi tersebut merupakan konsekuensi dari pemisahan fungsi pengelolaan dengan fungsi kepemilikan atau sering disebut dengan *the separation of the decision-making and risk bearing functions of the firm*. Dengan pemisahan fungsi, pengambil keputusan, yaitu manajemen tidak menanggung risiko atas kesalahan dalam pengambilan keputusan sehingga tidak menaikkan nilai perusahaan. Risiko tersebut sepenuhnya ditanggung oleh pemegang saham (prinsipal). Oleh karena itu, manajemen cenderung melakukan pengeluaran yang bersifat konsumtif dan tidak produktif untuk kepentingan pribadinya, seperti peningkatan gaji dan membeli barang mewah.

Dari uraian di atas maka hipotesis penelitian ini :

- H1 : Tingkat kepemilikan saham manajerial, berpengaruh negatif dengan struktur modal (rasio hutang) perusahaan
- H2 : Kepemilikan saham institusional berpengaruh negatif terhadap struktur modal (rasio hutang) perusahaan
- H3 : Penyebaran Kepemilikan mempunyai hubungan negatif terhadap struktur modal perusahaan
- H4 : Kepemilikan saham manajerial dan kepemilikan saham institusional serta penyebaran kepemilikan secara bersama berpengaruh terhadap struktur modal (rasio hutang) perusahaan

## **METODE PENELITIAN**

### **Sampel dan Data Penelitian**

Sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta. Perusahaan yang dipilih sebagai sampel mulai tahun 2008 sampai dengan 2009 dengan menggunakan metode *purposive random sampling*. Pengambilan sampel dalam penelitian ini menggunakan metode penggabungan atau *pooling data*. Dalam penelitian ini diperoleh 39 perusahaan yang memenuhi kriteria sebagai sampel.

## **Metode Analisis Data**

Model penelitian diestimasi dengan menggunakan OLS, untuk itu perlu dipenuhi beberapa uji asumsi klasik (Gujarati, 2003). Uji asumsi klasik tersebut meliputi :

### **a. Uji Normalitas**

Uji normalitas data menggunakan *Kolmogorov-Smirnov Test*, dengan membandingkan *Asymptotic Significance* dengan  $\alpha=0,05$ . Dasar penarikan kesimpulan adalah data dikatakan berdistribusi normal apabila nilai *Asymptotic Significance*-nya  $>0,05$

### **b. Uji Multikolinearitas**

Uji multikolinearitas data digunakan untuk menguji apakah ada korelasi antara variabel independen. Metode yang digunakan untuk mendeteksi adanya multikolinearitas, dalam penelitian ini dengan menggunakan melihat besarnya *'value inflation factor* (VIF), jika kurang dari 10 maka tidak terjadi multikolinearitas.

### **c. Uji Autokorelasi**

Metode ini digunakan untuk mengetahui apakah dalam suatu model regresi linier ada korelasi antara kesalahan pengganggu pada perioda  $t$ , dengan kesalahan pada perioda  $t-1$ . untuk deteksi ada tidaknya gejala autokorelasi dengan cara melihat besarnya nilai D-W (Durbin-Watson).

### **d. Uji Heteroskedastisitas**

Metode ini digunakan untuk menguji apakah dalam sebuah model regresi terjadi ketidaksamaan varian dari residual pada satu pengamatan ke pengamatan yang lain dengan melihat grafik scatter plot

## **Analisis Data**

Dalam penelitian ini, metode analisis data yang digunakan adalah metode kuantitatif, Pengujian statistik menggunakan uji regresi linier berganda dengan metode *Ordinary Least Square* (OLS). Adapun model yang akan digunakan untuk pengujian hipotesis adalah sebagai berikut:

$$D/E = a + b_1 MSO + b_2 ISO + b_3 SDP + b_4 DPR + b_5 SIZE + b_6 ASSET + e$$

Keterangan:

- D/E : Struktur modal  
MSO : Kepemilikan Manajerial  
ISO : Kepemilikan Institusional  
SDP : *Shareholder dispersion*  
DPR : *dividen payout ratio*  
SIZE : Ukuran perusahaan  
ASSET : Struktur aktiva  
A : Intersep (konstanta)  
 $b_1 - b_6$  : Koefisien regresi  
e : error

## Uji Hipotesis

### 1. Uji-t

Pengujian terhadap **hipotesis** merupakan pengujian terhadap koefisien regresi secara parsial, dari variabel **bebas** terhadap variabel terikat. Dasar pengambilan keputusan **adalah** dengan membandingkan antara nilai probabilitas (p) dari t-hitung dengan taraf signifikansi  $\alpha = 5\%$ . Kaidah pengambilan keputusan adalah:

- Jika nilai  $p < 0,05$  maka  $H_0$  ditolak.
- Jika nilai  $p > 0,05$  maka  $H_0$  diterima.

### 2. Uji-F

Pengujian terhadap koefisien regresi secara **simultan** bertujuan untuk mengetahui pengaruh secara **bersama-sama variabel bebas** terhadap variabel terikat. Dasar pengambilan keputusan **adalah dengan membandingkan** antara nilai probabilitas (p) dari F-hitung **dengan  $\alpha = 5\%$** . Kaidah pengambilan keputusan adalah:

- Jika nilai  $p < 0,05$  maka  $H_0$  ditolak.
- Jika nilai  $p > 0,05$  maka  $H_0$  diterima.

## HASIL PENELITIAN

### Pengujian Asumsi klasik

Berdasarkan Hasil uji normalitas data dengan menggunakan *Kolmogorov-Smirnov Test* terhadap tujuh variabel yang digunakan menunjukkan hanya variabel total aset dan struktur aset yang bernilai di atas 0,05. sedangkan yang lain dibawah nilai *asymptotic significance* < 0,05. dengan demikian dilakukan transformasi data dan hasilnya semua diatas *asymptotic significance* > 0.05

Hasil uji multikolinearitas diperoleh nilai *variance inflation factor* (VIF) variabel-variabel independennya berkisar antara 1,131 sampai 8,900 sedangkan *tolerance value* nya berkisar antara 0,436 sampai 0,827. Multikolineritas terjadi jika nilai VIF diatas 10 atau *tolerance value* nya dibawah 0,10 (Hair, 1992) Dengan demikian dapat disimpulkan tidak terjadi multikolinieritas.

Hasil uji autokorelasi diperoleh nilai Durbin Watson menunjukkan nilai 1,969 yang berada antara -2 - 2, artinya tidak terjadi autokorelasi antar variabel independennya. Hasil uji heteroskedasitas dengan menggunakan pengujian *scatter plot* menunjukkan tidak ada pola tertentu, yang berarti tidak ada heteroskedasitas.

### Hasil Pengujian Hipotesis

Pengujian hipotesis penelitian bertujuan untuk mengetahui apakah secara parsial atau secara simultan dari variabel pokok yang digunakan dalam model regresi yaitu kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, dan penyebaran kepemilikan berpengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan. Hasil pengujian disajikan pada tabel berikut :

**Tabel 1**

Variabel	Koefisien regresi	t hitung	P ( $\alpha$ )	Keterangan
MSO	-0.151	-2.199	0.003	Signifikan
ISO	-0.234	-2.990	0.001	Signifikan
SDP	-0.600	-0.238	0.496	Tdk Signifikan
DPR	-0.042	-0.401	0.712	Tdk signifikan
Size	0.434	2.598	0.012	Signifikan
Asset	2.011	3.999	0.000	Signifikan
$R^2 = 0.755$	$R = 0.869$	$F = 7.248$		0.000

Sumber : peneliti diolah

### **Pembahasan Hipotesis 1 :**

Hasil pengujian terhadap variabel kepemilikan manajerial perusahaan (MSO) menunjukkan pengaruh negatif dan signifikan terhadap struktur modal perusahaan. Hal tersebut ditunjukkan dari nilai koefisien regresi yang sebesar -0.151 dan probabilitas ( $\alpha$ ) = 0.003 yang lebih kecil dari tingkat signifikan yang telah ditentukan ( $\alpha$ ) = 0.05 Hasil penelitian ini konsisten dengan hasil penelitian Friend dan Hasbrouk (1988), Jensen dkk (1992). Koefisien regresi yang berlawanan arah menunjukkan apabila kepemilikan saham perusahaan oleh manajer, maka hutang perusahaan akan menurun dan manajer akan bersifat hati-hati dalam pengambilan keputusan yang mempunyai risiko tinggi

### **Pembahasan Hipotesis 2 :**

Hasil pengujian terhadap variabel kepemilikan Institusional perusahaan (ISO) menunjukkan pengaruh negatif dan signifikan terhadap struktur modal perusahaan. Hal tersebut ditunjukkan dari nilai koefisien regresi sebesar -0.234 dan probabilitas ( $\alpha$ ) = 0.001 yang lebih kecil dari tingkat signifikan yang telah ditentukan ( $\alpha$ ) = 0.05 Hasil ini konsisten dengan Friend dan Lang (1988), Mehran (1992) serta Brailsford et. al. (2002) koefisien regresi yang berlawanan arah menunjukkan apabila kepemilikan institusional tinggi maka struktur modal akan berkurang. Hasil ini menunjukkan kepemilikan institusional dapat digunakan sebagai alat meminimalkan biaya keagenan yang ditimbulkan oleh penggunaan hutang.

### **Pembahasan Hipotesis 3 :**

Hasil pengujian terhadap penyebaran kepemilikan saham (SDR) menunjukkan pengaruh negatif yang tidak signifikan terhadap struktur modal perusahaan. Hal tersebut ditunjukkan nilai koefisien regresi sebesar -0,600 dan probabilitas ( $\alpha$ ) = 0.469 yang lebih besar dari tingkat signifikansi yang telah ditentukan  $\alpha$  = 0.05. Hasil penelitian ini mendukung pernyataan yang dikemukakan oleh Easterbrook (1984) dalam Faisal (2000) bahwa pemegang

saham yang menyebar (*diffused-shareholders*) mempunyai sedikit pengaruh terhadap posisi manajemen yang konservatif terhadap penggunaan hutang.

#### **Pembahasan Hipotesis 4 :**

##### **Pengaruh secara simultan**

Pengujian secara bersamaan menunjukkan bahwa ada pengaruh yang signifikan dari variabel independen terhadap variabel dependen, hal tersebut dapat ditunjukkan oleh nilai  $F = 7,248$  dan signifikansi pada  $0,000$  pada tingkat  $\alpha = 0,05$ , hal ini berarti semua variabel independen secara bersama-sama mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap struktur modal (rasio hutang). Koefisien korelasi berganda antara variabel independen dengan dependen sebesar  $0.869$  ( $R = 86,9,0\%$ ) yang berarti bahwa tingkat keeratan hubungan antara variabel dependen dan independen adalah  $86,9\%$ . Nilai koefisien determinasi ( $R^2$ ) sebesar  $0,755$  mempunyai arti bahwa variabel dependen mampu dijelaskan oleh variabel independen sebesar  $75,5\%$ . Artinya bahwa  $75,5\%$  perubahan dalam struktur modal mampu dijelaskan oleh variabel kepemilikan saham manajerial (MSO), kepemilikan saham institusional (ISO), penyebaran kepemilikan (SDP) dan variabel-variabel kontrol, yang meliputi deviden payout ratio (DPR), ukuran perusahaan (size) dan struktur aktiva (asset structure) . Sisanya sebesar  $24,5\%$  dijelaskan oleh faktor lainnya yang tidak termasuk dalam model.

#### **KESIMPULAN**

Hasil pengujian mengindikasikan adanya pengaruh *non-linier* antara kepemilikan manajerial dengan struktur modal (rasio hutang). Hasil ini konsisten dengan pengaruh konvergensi kepentingan antara *management entrenchment*. Pengaruh antara kepemilikan institusional dengan struktur modal. Meskipun penelitian ini berhasil mendukung penelitian Brailsford et. al (2002), namun demikian penelitian ini masih mengandung keterbatasan, yaitu Jangka waktu penelitian yang hanya dua tahun dan hanya pada industri tertentu. Oleh karena itu untuk penelitian yang akan datang dapat mempertimbangkan faktor-faktor lain yang kemungkinan yang mempengaruhi hubungan antara struktur kepemilikan

dengan struktur modal serta menambah periode waktu penelitian dan aneka jenis industri

## **DAFTAR PUSTAKA**

Agrawal, A. dan G. Mandelker, 1987, Managerial Incentives and Corporate Investment and Financing Decisions, *Journal of Finance* 42 : 823-837.

Bathala, C.T., K.R.Moon, dan R.P. Rao, 1994, Managerial Ownership, Debt Policy and the Impact of Institutional Holding; An Agency Perspective, *Financial Management* 23 : 38-50

Berger, P.,E.Ofek, dan D.Yermack, 1997, Managerial Entrenchement and Capital

Structure Decision, *Journal of Finance* 52 : 1411-1437.

Bradley, M., G Jarrell, dan E.Kim,1984,On the Existence of an Optimal Capital Structure:Theory and Evidence, *Journal of Finance* 39 (3): 857-880.

Brailsford, J.T., Barry R Oliver, dan Sandra L.H.Pua, 2002,On the Relation between Ownership Structure and Capital Structure, *Accounting and Finance* 42: 1-26.

Friend, I. dan J. Hasbrouck, 1988, Determinant of Capital Structure, *Research in*

*Finance* 7 : 1-19

Friend, I. dan L. Lang, 1988, An Empirical Test of the Impact of Managerial Self-Interest on Corporate Capital Structure, *Journal of Finance* 43 : 631-644

Friend, I. dan J. Hasbrouck, 1988, Determinant of Capital Structure, *Research inFinance* 7 : 1-19

Friend, I. dan L. Lang, 1988, An Empirical Test of the Impact of Managerial Self- Interest on Corporate Capital Structure, *Journal of Finance* 43 : 631-644

Jensen, M. dan W.Meckling, 1976, Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure, *Journal of Finance Economics* 3 : 305-360.

Gujarati, Damodar, 1997. *Ekonometrika Dasar*. Alih bahasa Sumarno Zain. Jakarta : Penerbit Erlangga.

Kim, W. dan E. Sorensen, 1986, Evidence on the Impact of the Agency Cost of Debt Corporate Debt Policy, *Journal of Finance and Quantitative Analysis* 21 : 131-1144.

Mehran, H., 1992, Executive Incentive Plans, Corporate Control and Capital Structure, *Journal of Finance and Quantitative Analysis* 27 : 539-560.

Moh'd, M.A., L.G. Perry., dan J.N. Rimbey, 1980, The Impact of Ownership Structure on Corporate Debt Policy: A Time-series Cross-Sectional Analysis, *Financial Review*, (August), Vol.33 : 85-99.

Weston, J.Fred dan Eugene F.Brigham.. 1983. *Manajemen Keuangan*. Edisi Tujuh Jilid 2. Jakarta : Erlangga. Weston, J.Fred dan Eugene F.Brigham. (1983). *Manajemen Keuangan*. Edisi Tujuh Jilid 2. Jakarta : Erlangga