

# PERBEDAAN KEBIJAKAN HUTANG DARI SUDUT PANDANG *MANAGERIAL OWNERSHIP* DAN *FREE AGENT*

Oleh :  
Siti Puryandani  
Dosen Tetap STIE Bank BPD Jateng

## ABSTRACT

*There are two important aspects that support the operation or activities in corporation. First aspect is manager. And second aspect is shareholder. In term of share ownership, manager could be divided into two categories: (1) managerial ownership is a manager who has share for the corporation; and (2) free agent is a manager who has not share for the business. Both of them should make some decisions about financial management such as : budgeting / financing, investment and dividend for the shareholders. In decision making process about financing, manager should arrange the capital structure that could be gained both from internal or external. For example debt could be attained from external financing. The amount of debt exposed on Debt to Equity Ratio. If debt to equity (DER) is higher than 1, the corporation is classified as a high risk taking company. But if debt to equity (DER) is less than 1; it is grouped as a risk-averse company.*

*This research will reveal the differentiation of debt policy that the managerial ownership and the free agent do. A purposive sampling method is done by taking 128 corporations as a unity of sampling. This sample is divided into two groups; first is a group of corporation that has a managerial ownership structure and second is a group of corporation that has free agent. The hypothesis is tested with Mann Whitney U Test with the variables are (1) managerial ownership, (2) free agent and (3) debt policy. The conclusion of the hypothesis test is free agent is more being risk-taker then the managerial ownership.*

**Keywords:** *managerial ownership, free agent and debt policy.*

## PENDAHULUAN

Pihak-pihak yang mendukung perusahaan diantaranya adalah *principal* dan *free agent*. *Principal* adalah pemegang saham dan *free agent* adalah manajemen yang mengelola perusahaan (Wahidahwati, 2002). Hubungan antara keduanya dijelaskan dalam suatu teori yang disebut dengan teori keagenan (*agency theory*). Teori keagenan yaitu teori yang menjelaskan tentang pemisahan antara fungsi pengelolaan (manajer) dengan fungsi kepemilikan (pemegang saham) dalam suatu perusahaan. Pemisahan yang jelas antara *principal* dan *free agent* menimbulkan suatu masalah yang disebut dengan *agency conflict*. *Agency conflict* terjadi antara pemegang saham dengan manajer. Walaupun tujuan dari manajer dan pemegang saham sama, yaitu meningkatkan nilai perusahaan melalui peningkatan kemakmuran pemegang saham (Masdupi, 2005), tetapi kadangkala manajer memiliki pemikiran lain yang seolah-olah dianggap bertentangan dengan pencapaian tujuan tersebut. Perbedaan pemikiran tersebut mengakibatkan *assymmetric information* diantara manajer dan pemegang saham. Manajer merasa

bahwa manajer lebih mengetahui tentang kondisi perusahaan yang sebenarnya dibandingkan pemegang saham. Sehingga manajer sering membuat keputusan yang dianggapnya baik, tetapi kadangkala pemikiran tersebut bertentangan dengan pemikiran pemegang saham (Anom, 2002).

Adanya pemisahan antara fungsi pengelolaan dengan fungsi kepemilikan atau yang disebut dengan *the separation of the decision making and risk bearing function of the firm*, menimbulkan perbedaan persepsi pada risiko yang akan diterima masing-masing pihak (Wahidahwati, 2002). Manajer adalah pengelola perusahaan, baik tidaknya kondisi perusahaan tergantung pada kinerja manajer. Jika manajer salah dalam mengambil keputusan yang menyebabkan kondisi perusahaan memburuk, maka risiko yang diterima manajer sebatas pada penurunan gaji sampai dengan kehilangan pekerjaan. Sedangkan risiko yang akan diterima pemegang saham adalah kebangkrutan (Masdupi, 2005).

*Agency conflict* dapat diminimumkan dengan suatu mekanisme pengawasan yang dapat mensejajarkan kepentingan antara manajemen dengan pemegang saham. Namun dengan munculnya mekanisme pengawasan tersebut akan menimbulkan biaya yang disebut *agency cost*. Untuk mengurangi *agency cost* terdapat beberapa alternatif, salah satunya adalah dengan cara memberikan sebagian saham perusahaan untuk dimiliki oleh manajer (Anom, 2002). Kepemilikan saham perusahaan oleh manajer tersebut dikenal dengan *managerial ownership* (kepemilikan manajerial). Dengan *managerial ownership* maka persepsi antara pemegang saham dengan manajer akan relatif sama, karena manajer selain sebagai pengelola perusahaan manajer juga sebagai pemilik perusahaan (Anom dan Jogiyanto H, 2002). Diharapkan manajer semakin berhati-hati dalam mengambil kebijakan yang bersifat oportunistik. Karena manajer akan ikut menanggung konsekuensi dari apa yang manajer putuskan (Masdupi, 2005).

Beberapa kebijakan perusahaan dibidang keuangan yang dapat diputuskan oleh manajer, baik *managerial ownership* maupun *free agent* yaitu kebijakan investasi, kebijakan deviden dan kebijakan hutang (Fred Weston dan Copeland, 1994). *Managerial ownership* dalam kaitannya dengan kebijakan hutang (*leverage*) mempunyai peranan penting, yaitu mengendalikan keuangan perusahaan agar sesuai dengan keinginan pemegang saham atau sering disebut dengan *bonding mechanism*. *Bonding mechanism* berusaha menyamakan kepentingan dari pemegang saham dengan kepentingan manajemen melalui program-program yang mengikat kekayaan pribadi manajer ke dalam kekayaan perusahaan (Anom dan Jogiyanto, 2002). Sama halnya dengan *managerial ownership*, *free agent* juga berperan penting dalam mengendalikan keuangan perusahaan, karena salah satu keputusan manajemen yang harus diambil oleh manajer adalah keputusan pendanaan (Husnan, 2000).

Begitu pentingnya peranan *managerial ownership* dan *free agent* dalam mengendalikan keuangan perusahaan, maka *managerial ownership* akan cenderung mengurangi penggunaan hutang. Hal ini sesuai dengan hasil penelitian Friend dan Lang (1982), Jensen, Soberg dan Zorn (1992) dalam Masdupi (2005) dan Bhatla et al (1994) dalam Wahidahwati (2002) yang menyatakan bahwa *managerial ownership* berhubungan negatif dengan tingkat hutang. Risiko yang mungkin dialami perusahaan jika menggunakan hutang relatif tinggi adalah meningkatnya beban bunga yang harus ditanggung perusahaan, sehingga perusahaan akan menghadapi risiko ketidakmampuan membayar hutang. Risiko yang kedua,

penggunaan lebih banyak hutang disisi lain juga akan mempengaruhi besarnya tingkat pengembalian yang diharapkan. Tingginya tingkat hutang dapat menyebabkan potensi penilaian negatif kreditor yang lebih tinggi terhadap perusahaan. Kreditor mungkin beranggapan bahwa perusahaan akan kesulitan dalam melunasi hutang karena besarnya biaya bunga yang akan ditanggungnya (Gumantri, 2007).

*Free agent* dalam kaitannya dengan kebijakan *leverage* dapat mengambil keputusan yang berlawanan dengan *managerial ownership* yaitu, keputusan untuk meningkatkan penggunaan hutang. Peningkatan penggunaan hutang diambil karena terdapat beberapa keuntungan yang diperoleh. Keuntungan yang pertama, biaya bunga mengurangi penghasilan kena pajak, sehingga biaya hutang efektif menjadi rendah. Kedua, dengan hutang kreditor hanya mendapat biaya bunga yang relatif bersifat tetap, maka kelebihan keuntungan merupakan klaim bagi pemilik perusahaan (Kaaro, 2003). Alasan lain mengapa dana eksternal (hutang) lebih menarik daripada modal sendiri yaitu, pertama adalah pertimbangan biaya emisi. Biaya emisi obligasi akan lebih murah dari biaya emisi saham baru. Hal ini disebabkan karena penerbitan saham baru akan menurunkan harga saham lama. Kedua, manajer khawatir kalau penerbitan saham baru akan ditafsirkan sebagai kabar buruk oleh para pemodal, dan membuat harga saham turun. Para pemodal mungkin menafsirkan bahwa harga saham saat ini sedang terlalu mahal (*over value*), sebagai akibatnya para pemodal akan menawarkan saham baru tersebut dengan harga yang lebih rendah. Karena itu emisi saham baru akan menurunkan harga saham (Husnan, 2000). Dari alasan tersebut maka *free agent* lebih tertarik untuk menggunakan dana eksternal yang berasal dari hutang. Kecenderungan meningkatkan hutang dilakukan oleh *free agent* juga disebabkan karena *free agent* menangkap investasi potensial yang dapat meningkatkan profit perusahaan. Dalam Tatang Ari Gumantri (2007) menyebutkan bahwa seiring dengan semakin besarnya skala perusahaan maka penggunaan hutang akan cenderung naik, sehingga *free agent* berani mengambil risiko dengan menggunakan hutang relatif tinggi (*risk taker*). Penelitian ini akan mengidentifikasi apakah terdapat perbedaan kebijakan hutang yang diambil oleh *managerial ownership* dengan kebijakan hutang yang diambil oleh *free agent*.

## LANDASAN TEORI

### *Agency Theory*

Teori keagenan atau *agency theory* yaitu teori yang menjelaskan tentang pemisahan antara fungsi pengelolaan (manajer) dengan fungsi kepemilikan (pemegang saham) dalam suatu perusahaan. Dari kajian teori keagenan, pemisahan yang jelas antara prinsipal dan agen menimbulkan suatu masalah yang disebut dengan *agency conflict*. *Agency conflict* terjadi antara pemegang saham dengan manajer. Walaupun tujuan dari manajer dan pemegang saham sama, yaitu meningkatkan nilai perusahaan melalui peningkatan kemakmuran pemegang saham (Masdupi, 2005). Tetapi kadangkala manajer memiliki pemikiran lain yang seolah-olah dianggap bertentangan dengan pencapaian tujuan tersebut. Kadangkala pemikiran tersebut dianggap bertentangan dengan pemikiran pemegang saham (Anom, 2002). *Agency conflict* dapat diminimumkan dengan suatu mekanisme pengawasan yang dapat mensejajarkan kepentingan antara manajemen dengan

pemegang saham (Masdupi, 2005). Namun dengan munculnya mekanisme pengawasan tersebut akan menimbulkan biaya yang disebut *agency cost*. *Agency cost* dapat dikurangi dengan beberapa alternatif, yaitu:

- Dengan meningkatkan kepemilikan saham perusahaan oleh manajemen (*managerial ownership*). Kepemilikan ini akan mensejajarkan kepentingan manajemen dengan kepentingan pemegang saham (Anom, 2002).
- Dengan meningkatkan rasio dividen terhadap laba bersih atau *dividen pay out ratio*. Dengan demikian tidak tersedia cukup banyak aliran kas bebas (*free cash flow*) dan manajemen terpaksa harus mencari sumber dana eksternal untuk membiayai investasi. Pengertian *free cash flow* sendiri merupakan keseluruhan dana dalam jumlah yang melebihi kebutuhan untuk pendanaan investasi yang menguntungkan.
- Dengan meningkatkan pendanaan dengan hutang. Peningkatan hutang akan menurunkan konflik antara pemegang saham dengan manajemen. (Jensen dan Meckling, 1976). Pembayaran bunga hutang dapat mengurangi kelebihan *cash flow*, selain itu manajer dikontrol oleh pihak kreditur.

#### *Asymmetric Information Theory*

*Asymmetric information* atau ketidaksamaan informasi menurut Brigham dan Houston (2001) adalah situasi dimana manajer memiliki informasi yang berbeda (yang lebih baik) mengenai kondisi perusahaan daripada pemegang saham. Asimetris informasi ini terjadi karena manajer mempunyai informasi yang lebih banyak daripada pemegang saham (Husnan, 1998). Misalnya, pihak manajemen memperkirakan bahwa harga saham saat ini sedang terlalu mahal (*over value*). Jika perkiraan ini benar terjadi, maka manajemen tentu akan berfikir untuk menawarkan saham baru (*emisi* saham baru), sehingga dapat dijual dengan harga yang lebih mahal dari yang seharusnya. Namun pemegang saham menafsirkan penerbitan saham baru sebagai kabar buruk, sehingga membuat harga saham turun. Pemegang saham mungkin menafsirkan bahwa harga saham saat ini sedang *over value*, sebagai akibatnya para pemegang saham akan menawarkan saham baru tersebut dengan harga yang lebih rendah (Husnan, 2000).

#### *Hubungan Free Agent dengan Kebijakan Hutang*

*Free agent* bertugas mengelola perusahaan (Wahidahwati, 2002). Salah satu kebijakan yang diambil *free agent* dalam menjalankan tugasnya mengelola perusahaan adalah menurunkan tingkat penggunaan hutang. Keputusan ini diambil karena beberapa alasan. Pertama, *free agent* merasa mempunyai tanggung jawab untuk dapat memaksimalkan kekayaan pemegang saham dan meningkatkan nilai perusahaan, sehingga *free agent* berfikir dengan menurunkan tingkat penggunaan hutang maka risiko perusahaan terkendali (Husnan, 2000). Kedua, *free agent* tetap menjaga profesionalitas kerja walaupun tidak memiliki proporsi kepemilikan saham perusahaan. Tindakan ini dilakukan *free agent* karena, jika kinerja *free agent* buruk maka selain akan merugikan perusahaan *free agent* juga dapat menerima resiko dikeluarkan dari perusahaan (dipecat). Ketiga, karena perusahaan yang dikelola *free agent* adalah perusahaan yang *listing* di BEJ, maka *free agent* harus mampu meningkatkan pendapatan perusahaan. Sehingga akan menarik investor untuk

berinvestasi dan dapat menghindari penilaian negatif investor yang disebabkan karena buruknya kinerja perusahaan (Gumantry, 2007).

### *Struktur Modal*

Teori struktur modal menjelaskan bahwa tersedianya sumber-sumber dana dan biaya modal berpengaruh terhadap perubahan struktur modal dan nilai perusahaan (Husnan, 2000). Fleksibilitas nilai suatu perusahaan pada dasarnya tergantung pada perkiraan seberapa besar arus dana dimasa datang dan tingkat pemulihan sebagai pengembalian (kapitalisasi) dari arus dana tersebut. Tingkat biaya modal yang dikeluarkan oleh perusahaan mencerminkan tingkat pemulihan bagi para investor. Struktur modal suatu perusahaan secara umum terdiri atas beberapa komponen yaitu:

1. Hutang jangka panjang (*long term debt*), yaitu hutang yang masa jatuh tempo pelunasannya lebih dari sepuluh tahun. Komponen ini terdiri dari:
  - a. Hutang hipotik (*mortgage*), adalah bentuk hutang jangka panjang yang dijamin dengan aktiva tidak bergerak (tanah dan bangunan).
  - b. Obligasi (*bond*), adalah sertifikat yang menunjukkan pengakuan bahwa perusahaan meminjam uang dan menyetujui untuk membayarnya kembali dalam jangka waktu tertentu.
2. Modal sendiri (*equity*), yang terdiri atas saham preferen (*preferred stock*) dan saham biasa (*common stock*).
  - a. Saham preferen (*preferred stock*), yaitu bentuk komponen modal jangka panjang yang merupakan kombinasi antara modal sendiri dengan hutang jangka panjang.
  - b. Saham biasa (*common stock*), yaitu bentuk komponen modal jangka panjang yang ditanamkan oleh para investor. Dengan memiliki saham berarti investor memiliki prospek dan siap menanggung segala risiko sebesar dana yang ditanamkan.

### *The Trade Off Theory*

*Theory Trade Off Model* menjelaskan adanya hubungan antara pajak, risiko kebangkrutan dan penggunaan hutang yang disebabkan keputusan struktur modal yang diambil perusahaan (Yuningsih, 2002). Menurut Wulaningsih (2005), teori ini menyatakan bahwa struktur modal yang optimal diperoleh pada saat terjadinya keseimbangan antara keuntungan *tax shield of leverage* dengan *financial distress* dan *agency cost of leverage*. Model ini secara implisit menyatakan bahwa perusahaan yang tidak menggunakan pinjaman sama sekali dan perusahaan yang menggunakan pembiayaan investasinya dengan pinjaman seluruhnya adalah buruk. Keputusan terbaik adalah keputusan yang moderat dan mempertimbangkan kedua instrumen pembiayaan.

*The Trade Off Model* memang tidak dapat digunakan untuk menentukan modal yang optimal secara akurat dari suatu perusahaan. Tetapi melalui model ini memungkinkan dibuat tiga kesimpulan tentang penggunaan *leverage* yaitu:

- Perusahaan dengan risiko usaha yang lebih rendah dapat meminjam lebih besar tanpa harus dibebani oleh *expected cost of financial distress* sehingga diperoleh keuntungan pajak penggunaan hutang yang lebih besar.

- Perusahaan yang memiliki *tangible asset* dan *marketable asset* seperti *real estate* seharusnya dapat menggunakan hutang lebih besar daripada perusahaan yang memiliki nilai terutama *intangible asset* seperti *patent* dan *goodwill*. Hal ini disebabkan karena *intangible asset* lebih mudah untuk kehilangan nilai apabila terjadi *financial distress* dibandingkan *standart asset* dan *tangible asset*.
- Perusahaan-perusahaan yang tingkat pajaknya tinggi seharusnya memuat hutang yang lebih besar dalam struktur modalnya daripada perusahaan yang membayar pajak pada tingkat yang lebih rendah, karena bunga yang dibayar diakui pemerintah sebagai biaya sehingga mengurangi pajak penghasilan.

#### *Hubungan Managerial Ownership dengan Kebijakan Hutang*

*Managerial ownership* atau kepemilikan manajerial adalah pemegang saham yang berasal dari pihak manajemen yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan perusahaan (Wahidahwati, 2002). Anom dan Jogiyanto (2002) menyatakan bahwa kepemilikan manajerial dalam hubungannya dengan kebijakan hutang mempunyai peranan penting dalam mengendalikan keuangan perusahaan agar sesuai dengan keinginan pemegang saham (*bonding mechanism*). Masdupi (2005) menyatakan bahwa ada hubungan yang positif antara kebijakan *Leverage* dengan *managerial ownership*. Anom (2002) juga menyatakan bahwa *managerial ownership* akan cenderung memilih pembiayaan dengan hutang untuk mengurangi dilusi kepemilikan saham. Sartono (1998) menyebutkan bahwa alternatif terakhir untuk mengatasi *agency conflict* adalah dengan meningkatkan penggunaan hutang. Karena hutang akan menurunkan *excess cash flow* yang ada dalam perusahaan. Sehingga pemborosan yang dilakukan manajer dapat dikurangi.

#### *Pengembangan Hipotesis*

Adanya pemisahan fungsi yang jelas antara manajer dengan pemegang saham menimbulkan suatu konflik yang disebut dengan *agency conflict* atau konflik keagenan. Untuk dapat mengatasi konflik keagenan tersebut dibutuhkan biaya yang dikenal dengan *agency cost*. *Agency cost* dapat dikurangi dengan beberapa cara, salah satunya dengan cara memberikan sebagian saham perusahaan untuk dimiliki oleh manajer. Kepemilikan saham perusahaan oleh manajer dinamakan dengan *managerial ownership* atau kepemilikan manajerial. Melalui *managerial ownership*, diharapkan manajer semakin berhati-hati dalam mengambil kebijakan yang bersifat oportunistik. Karena manajer akan ikut menanggung konsekuensi dari apa yang manajer putuskan.

Salah satu kebijakan di bidang keuangan yang dapat diputuskan oleh manajer, baik *managerial ownership* maupun *free agent* yaitu, kebijakan hutang (*leverage*). Dalam kaitannya dengan kebijakan *leverage*, *managerial ownership* mempunyai peranan penting, yaitu mengendalikan keuangan perusahaan agar sesuai dengan keinginan pemegang saham atau disebut dengan *bonding mechanism*. Begitu pentingnya peranan *managerial ownership* dan *free agent* dalam mengendalikan keuangan perusahaan, maka *managerial ownership* akan melakukan tindakan cenderung untuk menurunkan tingkat penggunaan hutang (*risk avoider*). Hal ini sesuai dengan hasil penelitian Wahidahwati (2002) yang menyatakan bahwa *managerial ownership* berhubungan negatif dengan tingkat hutang. Tarjo dan

Jogiyanto (2003) juga melakukan analisis *free cash flow* dan kepemilikan manajerial terhadap kebijakan hutang, hasilnya menyatakan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap hutang perusahaan. Namun dalam usaha mengendalikan keuangan perusahaan tersebut, *free agent* dapat melakukan tindakan sebaliknya. *Free agent* akan mengambil keputusan untuk meningkatkan penggunaan hutang (*risk taker*).

Hipotesis : Ada perbedaan kebijakan hutang antara *managerial ownership* dengan *free agent*.

## **METODOLOGI PENELITIAN**

### *Sumber Data Penelitian*

Teknik pengambilan sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah *purposive sampling*. *Purposive sampling* yaitu cara pengambilan sampel dengan kriteria sampel yang sudah ditentukan (Pasaribu, 1997). Dalam penelitian ini sampel yang dipergunakan adalah dua kelompok sampel. Pertama yaitu, perusahaan manufaktur yang di dalam struktur organisasinya terdapat *managerial ownership* dan perusahaan manufaktur yang di dalam struktur organisasinya terdapat *free agent*. Kedua kelompok sampel tersebut harus memiliki laporan keuangan yang telah dipublikasikan.

### *Pengukuran Variabel Penelitian*

- **Managerial Ownership**  
*Managerial ownership* adalah seseorang yang melakukan kegiatan manajemen perusahaan berupa proses perencanaan, pengorganisasian, pengawasan dan pengendalian kegiatan untuk mencapai tujuan perusahaan sekaligus memiliki proporsi kepemilikan saham perusahaan (Wahidahwati, 2002). Indikator dari variabel ini adalah manajer perusahaan tersebut memiliki proporsi kepemilikan saham perusahaan (Wahidahwati, 2002). Dalam proses pengolahan data, variabel ini selanjutnya diberi simbol angka 1. Jumlah proporsi kepemilikan saham perusahaan dapat dilihat pada ICMD (Indonesia Capital Market Directory)
- **Free Agent**  
*Free agent* (manajer) adalah seseorang yang melakukan kegiatan manajemen perusahaan berupa proses perencanaan, pengorganisasian, *pengawasan* dan pengendalian kegiatan untuk mencapai tujuan perusahaan (Hanafi, 1997). Indikator dari variabel ini adalah manajer perusahaan tersebut tidak memiliki proporsi kepemilikan atas saham perusahaan (Wahidahwati, 2002). Dalam proses pengolahan data, variabel ini selanjutnya diberi simbol angka 0.
- **Kebijakan Hutang**  
Kebijakan hutang adalah kebijakan yang diambil oleh manajer untuk menggunakan sejumlah hutang dalam komponen struktur modal perusahaan (Anom, 2002). Variabel ini dapat diukur dari cerminan rasio hutang perusahaan (*debt to equity ratio*). *Debt to equity ratio* merupakan perbandingan antara total hutang dengan total modal sendiri (Setya Atmaja, 1999). Dalam penelitian ini, peneliti menggunakan proksi untuk mengukur variabel kebijakan hutang. Dalam Husnan (2000), proksi yang digunakan adalah:

- a. Jika  $DER < 1$

$$\begin{aligned} DER &= \frac{\text{Total Hutang}}{\text{Total Modal Sendiri}} \\ &= \frac{100}{200} \\ &= 0,5 \end{aligned}$$

maka manajer tersebut termasuk manajer yang kurang senang menggunakan hutang (*risk avoider*), karena proporsi hutang yang digunakan dalam struktur modal lebih kecil dibandingkan proporsi modal sendiri.

- b. Jika  $DER > 1$

$$\begin{aligned} DER &= \frac{\text{Total Hutang}}{\text{Total Modal Sendiri}} \\ &= \frac{100}{50} \\ &= 2 \end{aligned}$$

maka manajer tersebut termasuk manajer yang senang menggunakan hutang (*risk taker*), karena proporsi hutang yang digunakan dalam struktur modal lebih besar dibandingkan dengan proporsi modal sendiri.

### *Model Analisis Pengujian Hipotesis*

#### *Analisis Kualitatif*

Analisis kualitatif yang digunakan dalam penelitian ini yaitu mencari nilai rata-rata *debt to equity ratio* (DER) dari perusahaan yang memiliki *managerial ownership* dan perusahaan yang memiliki *free agent*. Kemudian menentukan jumlah perusahaan yang termasuk *risk taker* dan yang termasuk perusahaan *risk avoider* dari sampel perusahaan yang memiliki *managerial ownership* dan perusahaan yang memiliki *free agent*.

Analisis Kuantitatif. Alat analisis kuantitatif yang digunakan dalam penelitian ini sebagai berikut:

1. Mengelompokkan perusahaan yang memiliki *managerial ownership* dalam struktur organisasi perusahaan dan perusahaan yang memiliki *free agent* dalam struktur organisasi perusahaan. Caranya dengan melihat pada laporan keuangan di ICMD (Indonesia Capital Market Directory).
2. Menghitung ratio hutang perusahaan (*debt to equity ratio*) per tahun dari masing-masing kelompok perusahaan. *Debt to equity ratio* (DER) dihitung dengan cara:

$$DER = \frac{\text{Total hutang}}{\text{Total modal sendiri}}$$

3. Melakukan uji hipotesis dengan menggunakan metode Mann-Whitney (Djarwanto, 2001):
  - a. Merumuskan formula hipotesis
  - b. Menentukan taraf signifikansi sebesar 2,5%



c. Merumuskan kriteria pengujian

1) Hipotesis alternatif ditolak apabila

$$-Z_{\alpha/2} \leq Z \leq Z_{\alpha/2}$$

2) Hipotesis alternatif diterima apabila

$$Z > Z_{\alpha/2} \text{ atau } Z < -Z_{\alpha/2}$$

d. Menghitung jumlah jenjang dan nilai Z

1) Menghitung nilai U dari kelompok sampel perusahaan yang memiliki *Managerial ownership*

$$U = (n_1 \times n_2) \times R_1$$

2) Menghitung nilai U dari kelompok sampel perusahaan yang memiliki *Free agent*

$$U = (n_1 \times n_2) \times R_2$$

3) Mengambil nilai U terkecil dari hasil perhitungan kedua kelompok sampel sebagai nilai U hasil perhitungan.

4) Menghitung nilai U yang diharapkan (expected U)

$$e(U) = \frac{n_1 \times n_2}{2}$$

5) Menghitung defiasi standart

$$s_U = \sqrt{\frac{n_1 \times n_2 \times (n_1 + n_2 + 1)}{12}}$$

6) Menghitung nilai Z

$$Z = \frac{U - e(U)}{s_U}$$

keterangan:

U = nilai U hasil perhitungan

Z = nilai Z hasil perhitungan

$Z_{\alpha/2}$  = nilai Z tabel

e(U) = nilai U yang diharapkan

$s_U$  = defiasi standar

$R_1$  = jumlah jenjang secara keseluruhan dalam kelompok sampel perusahaan yang memiliki *Managerial ownership*

$R_2$  = jumlah jenjang secara keseluruhan dalam kelompok sampel perusahaan yang memiliki *Free agent*

- $n_1$  = jumlah sampel perusahaan yang memiliki *Managerial ownership*  
 $n_2$  = jumlah sampel perusahaan yang memiliki *Free agent*

## HASIL PENGUJIAN HIPOTESIS

### Gambaran Umum Obyek Penelitian dan Pembahasan

Obyek penelitian yang digunakan dalam penelitian ini yaitu 146 perusahaan manufaktur yang *listing* di BEJ yang terdiri dari 19 sektor industri. Namun setelah disesuaikan dengan kriteria yang ditentukan, terdapat 128 perusahaan yang dapat dijadikan sampel penelitian. Perusahaan manufaktur tersebut terbagi menjadi dua kelompok yaitu perusahaan yang memiliki *managerial ownership* dan perusahaan yang memiliki *free agent* dalam struktur organisasinya. Jumlah masing-masing kelompok perusahaan yaitu sebanyak 37 perusahaan termasuk ke dalam perusahaan yang memiliki *managerial ownership* dan sebanyak 91 perusahaan termasuk ke dalam kelompok perusahaan yang memiliki *free agent* dalam struktur organisasinya. Perusahaan yang menjadi obyek penelitian harus menyajikan nilai *debt to equity ratio* (DER) dalam laporan keuangannya selama periode tiga tahun yaitu tahun 2003, 2004 dan 2005.

Tabel 1.  
Perusahaan *Free agent* dan DER

no	nama perusahaan	DER			Rata-rata
		2003	2004	2005	
1	ACAP (PT.Andhi Chandra Automotive Product Tbk)	0,2	0,25	0,26	0,236667
2	ADES (PT.Ades Waters Indonesia Tbk)	1,13	2,4	-3,39	0,046667
3	AISA (PT.Tiga Pilar Sejahtera Food Tbk)	257,96	260,67	276,28	264,97
4	AKPI (PT.Agha Karya Prima Industry Tbk)	1,41	1,44	1,41	1,42
5	AKRA (PT.AKR Corporindo Tbk)	1,18	0,8	0,86	0,946667
6	AMFG (PT.Asahimas Flat Glass Tbk)	0,73	0,52	0,3	0,516667
7	AQUA (PT.Aqua Golden Mississippi Tbk)	0,92	0,87	0,78	0,856667
8	ARNA (PT.Arwana Citramulia Tbk)	0,92	1,01	1,1	1,01
9	ASGR (PT.Astra Graphia Tbk)	1,12	0,72	0,82	0,886667
10	ASII (PT.Astra International Tbk)	0,74	0,63	0,6	0,656667
11	BATA (PT.Sepatu Bata Tbk)	0,47	0,53	0,73	0,576667
12	BATI (PT.BAT Indonesia Tbk)	0,54	0,77	0,64	0,65
13	CEKA(PT.Cahaya Kalbar Tbk)	0,29	0,43	0,87	0,53
14	CLPI(PT.Colorpak Indonesia Tbk)	0,25	0,57	0,84	0,553333
15	CNTX(PT.Century Textile Industry Tbk)	0,81	1,3	1,23	1,113333
16	CTBN(PT.Citra Tubindo Tbk)	0,3	0,19	0,7	0,396667
17	DAVO(PT.Davomas Abadi Tbk)	0,51	1,29	1,24	1,013333
18	DLTA(PT.Delta Djakarta Tbk)	0,24	0,28	0,32	0,28
19	DOID(PT.Delta Dunia Petroindo Tbk)	0,46	1,87	1,61	1,313333
20	DPNS(PT.Duta Pertiwi Nusantara Tbk)	0,28	0,28	0,2	0,253333
21	DSUC(PT.Daya Sakti Unggul Corporation Tbk)	3,87	4,21	12,69	6,923333

22	DVLA(Pt.Darya-Varia Laboratoria Tbk)	0,39	0,35	0,41	0,383333
23	EKAD(Pt.Ekadharma Tape Industries Tbk)	0,22	0,22	0,37	0,27
24	ESTI(Pt.Ever Shine Tex Tbk)	0,6	0,57	0,75	0,64
25	FAST(Pt.Fast Food Indonesia Tbk)	0,69	0,65	0,66	0,666667
26	FASW(Pt.Fajar Surya Wisesa Tbk)	1,47	1,46	1,69	1,54
27	FMII(Pt.Fortune Mate Indonesia Tbk)	0,18	0	0,56	0,246667
28	GDYR(Pt.Goodyear Indonesia Tbk)	0,47	0,54	0,68	0,563333
29	GJTL(Pt.Gajah Tunggal Tbk)	8,23	2,76	2,68	4,556667
30	GRIV(Pt.Great River International Tbk)	1,31	1,45	1,61	1,456667
31	HDTX(Pt.Panasia Indosyntex Tbk)	6,44	3,04	0,9	3,46
32	HEXA(Pt.Hexindo Adiperkasa Tbk)	1,83	1,25	2,1	1,726667
33	HMSP(Pt.Hanjaya Mandala Sampoerna Tbk)	0,73	1,34	1,55	1,206667
34	IGAR(Pt.Kageo Igar Jaya Tbk)	0,54	0,56	0,42	0,506667
35	IMAS(Pt.Indomobil Sukses Internasional Tbk)	11,24	18,59	19,56	16,46333
36	INAF(Pt.Indofarma (persero) Tbk)	1,5	1,05	0,96	1,17
37	INAI(Pt.Indah Aluminium Industry Tbk)	4,38	5,56	10,57	6,836667
38	INDF(Pt.Indofood Sukses Makmur Tbk)	2,58	2,56	2,33	2,49
39	INDR(Pt.Indorama Synthetics Tbk)	1,33	1,25	1,38	1,32
40	INDS(Pt.Indospring Tbk)	2,8	3,77	5,89	4,153333
41	INKP(Pt.Indah Kiat Pulp & Paper Tbk)	2,32	1,65	1,57	1,846667
42	INTP(Pt.Indocement Tunggal Prakasa Tbk)	1,24	1,1	0,87	1,07
43	JECC(Pt.Jembo Cable Company Tbk)	3,35	3,64	4,11	3,7
44	KAEF(Pt.Kimia Farma (persero) Tbk)	0,81	0,44	0,39	0,546667
45	KBLM(Pt.Kabelindo Murni Tbk)	0,51	0,83	0,83	0,723333
46	KDSI(Pt.Kedawung Setia Industrial Tbk)	2,55	3,36	3,85	3,253333
47	KKGI(Pt.Resources Alam Indonesia Tbk)	0,63	0,62	0,72	0,656667
48	KLBF(Pt.Kalbe Farma Tbk)	1,72	1,43	0,76	1,303333
49	LAPD(Pt.Lapindo Internasional Tbk)	0,56	0,71	1,24	0,836667
50	LPIN(Pt.Multi Prima Sejahtera Tbk)	0,59	0,76	0,88	0,743333
51	MASA(Pt.Multistrada Arah Sarana Tbk)	-1,12	1,51	0,95	0,446667
52	MDRN(Pt.Modern Photo Tbk)	3,77	5,1	6,08	4,983333
53	MERK(Pt.Merck Tbk)	0,26	0,3	0,21	0,256667
54	MLBI(Pt.Multi Bintang Indonesia Tbk)	0,8	1,22	1,52	1,18
55	MLPL(Pt.Multipolar Corporation Tbk)	0,74	3,08	2,39	2,07
56	MRAT(Pt.Mustika Ratu Tbk)	0,18	0,19	0,14	0,17
57	MYOR(Pt.Mayora Indah Tbk)	0,58	0,46	0,61	0,55
58	MYTX(Pt.Apac Citra Centertex Tbk)	5,83	9	15,29	10,04
59	PAFI panasia(Pt.Panasia Filament Inti Tbk)	7,56	5,88	9,06	7,5
60	PBRX(Pt.Pan Brothers Tex Tbk)	0,52	0,62	2,56	1,233333
61	PICO(Pt.Pelangi Indah Canindo Tbk)	5,37	5,8	3,5	4,89
62	RDTX(Pt.Roda Vivatex Tbk)	0,2	0,17	0,24	0,203333
63	RICY(Pt.Ricky Putra Globalindo Tbk)	18,49	0,36	0,64	6,496667
64	RMBA(Pt.Bentoel International Investama Tbk)	1,01	0,86	0,65	0,84
65	SCCO(Pt.Sucaco Tbk)	1,14	1,79	1,51	1,48
66	SCPI(Pt.Schering Plough Indonesia Tbk)	25,41	29,75	70,3	41,82

67	SHDA(PT.Sarihusada Tbk)	0,15	0,19	0,15	0,163333
68	SIMA(PT.Siwani Makmur Tbk)	0,39	0,41	0,53	0,443333
69	SIPD(PT.Sierad Produce Tbk)	5,13	23,02	0,23	9,46
70	SMCB(PT.Holcim Indonesia Tbk)	1,88	2,49	2,98	2,45
71	SMGR(PT.Semen Gresik Tbk)	0,95	0,81	0,61	0,79
72	SMPL(PT.Summitplast Tbk)	0,67	0,61	0,8	0,693333
73	SPMA(PT.Suparma Tbk)	3,65	2,3	2,26	2,736667
74	SQBI(PT.Bristol-Myers Squibb Indonesia Tbk)	0,46	0,53	0,63	0,54
75	SUBA(PT.Suba Indah Tbk)	2,03	3,25	-10,26	-1,66
76	SUGI(PT.Sugi Samapersada Tbk)	0,43	0,37	0,31	0,37
77	TBMS(PT.Tembaga Mulia Semanan Tbk)	3,83	5,46	8,19	5,826667
78	TCID(PT.Mandom Indonesia Tbk)	0,14	0,19	0,19	0,173333
79	TFCO(PT.Tifico Tbk)	1,88	2,83	5,62	3,443333
80	TIRA(PT.Tira Austenite Tbk)	2,49	1,48	1,37	1,78
81	TIRT(PT.Tirta Mahakam Resources Tbk)	2,39	3,1	3,2	2,896667
82	TKIM(PT.Pabrik Kertas Tjiwi Kimia Tbk)	4,06	2,5	2,38	2,98
83	TOTO(PT.Surya Toto Indonesia Tbk)	3,29	3,88	2,93	3,366667
84	TRST(PT.Trias Sentosa Tbk)	0,78	1	1,2	0,993333
85	TSPC(PT.Tempo Scan Pacific Tbk)	0,19	0,23	0,26	0,226667
86	TURI(PT.Tunas Ridean Tbk)	2,12	2,38	3,02	2,506667
87	ULTJ(PT.Ultra Jaya Milk Tbk)	1	0,61	0,54	0,716667
88	UNIC(PT.Unggul Indah Cahaya Tbk)	1,64	1,6	1,22	1,486667
89	UNTR(PT.United Tractors Tbk)	3,01	1,17	1,58	1,92
90	UNVR(PT.Unilever Indonesia Tbk)	0,63	0,61	0,76	0,666667
91	VOKS(PT.Voksel Electric Tbk)	-1,14	-0,81	0,48	-0,49
Rata-rata DER 3 tahun					5,254139

Tabel 2.  
Perusahaan Mown dan DER

No	nama perusahaan	DER			Rata-rata
		2003	2004	2005	
1	AKKU (PT.Aneka Kemasindo Utama Tbk)	0,07	0,11	0,18	0,12
2	ALMI (PT.Alumindo Light Metal Industry Tbk)	2,25	1,67	1,1	1,673333
3	APLI (PT.Asiaplast Industries Tbk)	1	1,22	1,17	1,13
4	AUTO (PT.Astra Otopart Tbk)	0,52	0,62	0,71	0,616667
5	BRAM(PT.Branta Mulia Tbk)	1,22	1,18	0,87	1,09
6	BRNA (PT.Berlina Tbk)	0,82	1,72	1,7	1,413333
7	BTON(PT.Betonjaya Manunggal Tbk)	0,08	0,25	0,12	0,15
8	BUDI (PT.Budi Acid Jaya Tbk)	5,3	3,68	3,76	4,246667
9	DYNA(PT.Dynaplast Tbk)	0,94	1,34	1,57	1,283333
10	ETWA(PT.Eterindo Wahanatama Tbk)	0,12	0,38	0,34	0,28
11	FPNI(PT.Fatrapolindo Nusa Industri Tbk)	1,25	1,8	3,52	2,19
12	GGRM(PT.Gudang Garam Tbk)	0,58	0,69	0,69	0,653333
13	IKAI(Pt.Intikeramik Alamasri Industri Tbk)	7,01	6,76	5,78	6,516667
14	IKBI(PT.Sumindo Kabel Tbk)	0,2	0,41	0,62	0,41

15	INCI(Pt.Intanwijaya Internasional Tbk)	0,17	0,17	0,12	0,153333
16	INTA(PT.Intraco Penta Tbk)	3,98	4,73	1,81	3,506667
17	JPRS(PT.Jaya Pari Steel Tbk)	0,93	0,89	0,25	0,69
18	KARW(PT.Karwell Indonesia Tbk)	7,6	10,64	9,89	9,376667
19	KICI(PT.Kedaung Indah Can Tbk)	0,59	0,85	1,09	0,843333
20	KONI(PT.Perdana Bangun Pusaka Tbk)	1,41	1,98	2,05	1,813333
21	LION(PT.Lion Metal Works Tbk)	0,19	0,22	0,23	0,213333
22	LMPI(PT.Langgeng Makmur Industri Tbk)	38,52	117,7	0,35	52,19
23	LMSH(PT.Lionmesh Prima Tbk)	1,8	1,45	0,99	1,413333
24	LTLS(PT.Lautan Luas Tbk)	1,94	2,01	2,1	2,016667
25	MTDL(PT.Metrodata Electronics Tbk)	0,93	1,42	1,42	1,256667
26	MYRX(PT.Hanson International Tbk)	0,96	1,14	1,36	1,153333
27	NIPS(PT.Nipress Tbk)	1,06	1,35	1,28	1,23
28	PRAS(PT.Prima Alloy Steel Universal Tbk)	2,23	2,51	3,33	2,69
29	PYFA(PT.Pyridam Farma Tbk)	0,12	0,13	0,21	0,153333
30	SIMM(PT.Surya Intrindo Makmur Tbk)	1,13	0,89	1,34	1,12
31	SMSM(PT.Selamat Sempurna Tbk)	0,59	0,71	0,61	0,636667
32	SOBI(PT.Sorini Corporation Tbk)	0,71	0,61	0,67	0,663333
33	SQMI(PT.Sanex Qianjiang Motor International Tbk)	1,01	0,21	0,14	0,453333
34	SRSN(PT.Sarasa Nugraha Tbk)	1,38	4,96	1,47	2,603333
35	SSTM(PT.Sunson Textile Manufacturer Tbk)	1,69	2,19	2,75	2,21
36	STTP(PT.Siantar Top Tbk)	0,68	0,48	0,45	0,536667
37	TBLA(PT.Tunas Baru Lampung Tbk)	1,29	1,65	1,83	1,59
Rata-rata DER 3 tahun					2,980721

Sumber: Laporan keuangan ICMD tahun 2006

Dari tabel 1 diketahui bahwa dari 91 perusahaan yang memiliki *free agent*, sebanyak 44 perusahaan memiliki nilai rata-rata *debt to equity ratio* (DER) yang lebih dari satu sehingga termasuk perusahaan yang *risk taker*. Sedangkan 47 perusahaan memiliki nilai rata-rata *debt to equity ratio* (DER) kurang dari satu sehingga termasuk perusahaan yang *risk avoider*. Nilai rata-rata *debt to equity ratio* (DER) terbesar pada perusahaan yang memiliki *free agent* adalah PT. Tiga Pilar Sejahtera Food Tbk yang berasal dari sektor industri *food and beverages* yaitu sebesar 264,97. PT. Tiga Pilar Sejahtera Food bergerak pada bisnis produksi mie dan memproduksi tiga jenis mie. Pertama, mie instant Mikita yang terdiri dari ha ha dan bossmie. Kedua, mie kering ayam dua telur, tanah air, manggis dan hula-hula. Ketiga, mie *snack* untuk anak-anak. Nilai *debt to equity ratio* (DER) perusahaan dari tahun 2003 sampai dengan 2005 terus mengalami peningkatan, yaitu sebesar 257,96 pada tahun 2003, 260,27 pada tahun 2004 dan 276,28 pada tahun 2005. Peningkatan nilai DER tersebut menyebabkan nilai rata-rata *debt to equity ratio* (DER) perusahaan menjadi besar. Sedangkan untuk nilai rata-rata *debt to equity ratio* (DER) terkecil dimiliki oleh PT. Suba Indah Tbk yang berasal dari sektor industri *food and beverages* yaitu sebesar -1,66. PT. Suba Indah bergerak pada bisnis produksi dan distributor makanan dan minuman ringan. Produksi makanan PT. Suba Indah meliputi saus, kecap, sambal dan saus untuk masakan. Sedangkan produk minuman ringan meliputi cordial, sirup jus buah, minuman karbonasi dan minuman beralkohol. PT. Suba Indah pada tahun 1995 menerima sertifikat ISO

9002 dari Llyod Register Quality Assurance Company United Kingdom. Nilai *debt to equity ratio* (DER) perusahaan dari tahun 2003 sampai dengan 2004 mengalami peningkatan, yaitu sebesar 2,03 menjadi 3,25 pada tahun 2004. Namun pada tahun 2005 nilai *debt to equity ratio* (DER) perusahaan menjadi negatif yaitu sebesar -10,26. Pada pengujian selanjutnya, data ekstrim dikeluarkan yaitu sebanyak 4 perusahaan (AISA, SCPI, SUBA dan VOKS) sehingga jumlah sample yang diolah sebanyak 87 perusahaan.

Dari tabel.2 diketahui bahwa dari 37 perusahaan yang memiliki *managerial ownership*, sebanyak 22 perusahaan memiliki nilai rata-rata *debt to equity ratio* (DER) lebih dari satu sehingga termasuk perusahaan yang *risk taker*. Sedangkan 15 perusahaan memiliki nilai rata-rata *debt to equity ratio* (DER) kurang dari satu sehingga termasuk perusahaan yang *risk avoider*. Nilai rata-rata *debt to equity ratio* (DER) terbesar pada perusahaan yang memiliki *managerial ownership* adalah PT. Karwell Indonesia Tbk yang berasal dari sektor industri *apparel and other textile products* yaitu sebesar 9,37. PT. Karwell Indonesia bergerak pada bisnis garmen yang memproduksi pakaian laki dan perempuan, piyama dan pakaian anak-anak. Nilai *debt to equity ratio* (DER) perusahaan dari tahun 2003 sampai dengan 2005 mengalami fluktuasi yaitu sebesar 7,60 pada tahun 2003, tahun 2004 sebesar 10,64 dan tahun 2005 sebesar 9,89. Sedangkan nilai rata-rata *debt to equity ratio* (DER) terkecil dimiliki oleh PT. Aneka Kemasindo Utama Tbk yang berasal dari sektor industri *plastic and glass products* yaitu sebesar 0,12. PT. Aneka Kemasindo Utama bergerak pada bisnis produksi plastik dan kemasan. Barang-barang yang diproduksi adalah botol galon, kaca dan botol plastik. Produk yang dihasilkan 70 % penjualan dilakukan secara langsung kepada perusahaan makanan dan minuman. Nilai *debt to equity ratio* (DER) perusahaan dari tahun 2003 sampai dengan 2005 mengalami peningkatan, yaitu sebesar 0,07 pada tahun 2003, 0,11 pada tahun 2004 dan sebesar 0,18 pada tahun 2005.

#### *Pembuktian Hipotesis dan Analisis Hasil*

Penelitian ini menggunakan alat analisis uji beda dua sample besar (uji Z). Perhitungan Z-hitung dilakukan menggunakan program SPSS for window 11.0. Analisis dilakukan pada dua sampel yaitu perusahaan yang memiliki *managerial ownership* dan perusahaan yang memiliki *free agent*. Hasil perhitungan Z-hitung disajikan dalam tabel 3.

Tabel 3.  
Hasil Perhitungan Z-Hitung

Keterangan	Rata-rata DER MOWN	Rata-rata DER FA	Z-hitung	Signifikansi
Nilai	2,98	5,25	2.118	0,182

Berdasarkan tabel 4.3. diketahui bahwa nilai Z-hitung sebesar 2.118 dan nilai signifikansi sebesar 0.182. Dari data tersebut maka dapat disimpulkan bahwa hasil perhitungan Z-hitung adalah signifikan, sehingga hipotesis alternatif diterima. Artinya bahwa ada perbedaan kebijakan hutang antara *managerial ownership*

dengan *free agent*. Hal ini menunjukkan bahwa antara *managerial ownership* dengan *free agent* memiliki perbedaan dalam menentukan kebijakan hutang. Kesamaan tersebut dapat ditunjukkan dari perhitungan secara kuantitatif terdapat perbedaan nilai rata-rata *debt to equity ratio* (DER) dari masing-masing sampel. Nilai Rata-rata *debt to equity ratio* (DER) perusahaan yang memiliki *managerial ownership* sebesar 2,98 dan nilai rata-rata *debt to equity ratio* (DER) perusahaan yang memiliki *free agent* sebesar 5,25. Dapat diartikan antara *managerial ownership* dan *free agent* memiliki perbedaan dalam menentukan kebijakan hutang namun perusahaan yang memiliki *free agent* lebih berani dalam mengambil kebijakan hutang (lebih *risk taker*) dibandingkan perusahaan yang memiliki *managerial ownership*. Hal ini ditunjukkan dari nilai rata-rata nilai *debt to equity ratio* (DER) perusahaan yang memiliki *free agent* lebih besar dibandingkan nilai rata-rata *debt to equity ratio* (DER) perusahaan *managerial ownership*.

Hasil penelitian ini tidak sesuai dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Anom (2002) yang menemukan bahwa struktur kepemilikan perusahaan tidak berpengaruh pada kebijakan *leverage*. Manajer perusahaan yang mempunyai kepemilikan saham perusahaan akan cenderung memilih pembiayaan dengan hutang untuk mengurangi dilusi kepemilikan saham yang dimiliki manajer. Dilusi kepemilikan saham yaitu penurunan prosentase kepemilikan saham oleh pemegang saham lama. Jika *managerial ownership* membuat kebijakan pendanaan dengan cara mengeluarkan saham baru, kemudian saham baru tersebut dibeli oleh investor eksternal maka proporsi kepemilikan saham perusahaan oleh *managerial ownership* menjadi semakin kecil (terjadi dilusi). Namun dilusi kepemilikan saham dapat dicegah apabila *managerial ownership* membeli saham baru yang dikeluarkan perusahaan atau dengan mengambil kebijakan pendanaan yang berasal dari eksternal (hutang).

Penelitian yang dilakukan dalam Masdupi (2005) juga menerangkan bahwa terdapat hubungan yang positif antara *managerial ownership* dengan *debt ratio*. Artinya bahwa dengan adanya *managerial ownership* maka akan diikuti dengan meningkatnya tingkat hutang perusahaan. Selanjutnya, besarnya tingkat hutang baik pada perusahaan yang memiliki *managerial ownership* maupun *free agent* diantaranya disebabkan oleh beberapa faktor. Pertama, karena tahun yang dijadikan objek penelitian dari tahun 2003 sampai dengan 2005 merupakan tahun-tahun setelah Indonesia dilanda krisis moneter. Dampak dari krisis moneter masih dirasakan oleh banyak perusahaan, salah satunya dampak pada kepemilikan hutang perusahaan. Jumlah hutang perusahaan yang nilainya besar sebelum krisis berubah menjadi semakin besar setelah krisis moneter melanda Indonesia dan beberapa negara di Asia. Berubahnya nilai hutang perusahaan disebabkan karena nilai mata uang rupiah mengalami depresiasi terhadap dollar AS. Karena hutang perusahaan kebanyakan harus dilunasi dalam bentuk mata uang dollar AS maka perusahaan membutuhkan dana dalam mata uang rupiah dalam jumlah yang besar untuk melunasi hutang. Hal inilah yang menyebabkan nilai hutang perusahaan semakin meningkat.

Kedua, akibat krisis moneter yang melanda Indonesia mengharuskan perusahaan untuk tetap bertahan. Salah satu usaha perusahaan agar tetap bertahan diantaranya adalah para manajer berusaha untuk memperoleh tambahan dana untuk membiayai investasi yang dianggap potensial atau untuk kegiatan operasional

perusahaan. Apabila laba ditahan yang dimiliki perusahaan tidak mencukupi untuk membiayai investasi dan kegiatan operasional perusahaan maka dana dari pihak eksternal (hutang) menjadi salah satu alternatif sumber pendanaan. Hutang tersebut akan semakin meningkat ketika investasi melebihi laba ditahan (Yuningsih, 2002).

Faktor ketiga yaitu adanya keinginan perusahaan untuk membayar dividen yang lebih tinggi kepada pemegang saham. Hal ini dilakukan untuk memberikan penilaian baik terhadap perusahaan dan untuk meningkatkan nilai perusahaan sehingga investor tertarik untuk membeli saham perusahaan. Apabila saham perusahaan diminati di pasaran, maka harga saham akan meningkat sehingga pendapatan yang diperoleh perusahaan akan semakin besar. Frank dan Goyal pada tahun 2000 menyatakan bahwa perusahaan besar akan menambah hutang untuk mendukung pembayaran dividen.

Bagi perusahaan publik, pembayaran dividen sangat diperhatikan karena pembayaran dividen dapat menjadi alat monitoring kemampuan manajemen dalam mengelola perusahaan (Coopeland, 1992). Pembayaran dividen dapat pula digunakan sebagai tindakan untuk memaksimalkan nilai perusahaan, untuk meminimalkan biaya karena konflik keagenan antara manajer dengan pemegang saham yang muncul pada perusahaan publik dan juga dapat memberikan semacam *survival value* bagi manajer. *Survival value* yang dimaksud adalah nilai yang akan diterima oleh manajer yang dapat meningkatkan kesejahteraan manajer (Anom, 2002).

## **SIMPULAN**

Nilai Z-hitung 2.118 sebesar dan nilai signifikansi sebesar 0,182, sehingga menyebabkan hipotesis alternatif diterima. Berarti ada perbedaan kebijakan hutang antara *managerial ownership* dengan *free agent*. *Managerial ownership* dan *free agent* merupakan kriteria manajer yang sama yaitu manajer yang suka terhadap risiko (*risk taker*), karena nilai rata-rata *debt to equity ratio* (DER) perusahaan *free agent* dan perusahaan *managerial ownership* lebih dari satu. Perhitungan secara kuantitatif menunjukkan nilai *debt to equity ratio* (DER) kedua sampel perusahaan berbeda. Nilai *debt to equity ratio* (DER) perusahaan *free agent* sebesar 5,25 sedangkan nilai rata-rata *debt to equity ratio* (DER) perusahaan *managerial ownership* sebesar 2,98. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan *free agent* lebih berani dalam menentukan kebijakan hutang (lebih *risk taker*) dibandingkan perusahaan *managerial ownership*.

*Free agent* dan *managerial ownership* lebih memilih pembiayaan dengan hutang. Alasan *managerial ownership* memilih pembiayaan dengan hutang adalah untuk mengurangi dilusi kepemilikan saham yang dimiliki manajer. Krisis moneter yang melanda Indonesia dan beberapa wilayah di negara lain merupakan salah satu kemungkinan penyebab *free agent* dan *managerial ownership* menggunakan hutang dalam jumlah yang besar. Penggunaan hutang lebih disukai oleh *free agent* dan *managerial ownership* dapat juga disebabkan adanya keinginan perusahaan untuk membayar dividen yang lebih tinggi kepada pemegang saham.

## **Keterbatasan Penelitian**

Penelitian ini hanya terbatas pada industri manufaktur sebagai sampel penelitian, sehingga hasil penelitian tidak dapat digunakan untuk menggeneralisasi



pada seluruh jenis industri. Variabel *managerial ownership* yang digunakan dalam penelitian ini tidak memperhatikan prosentase jumlah kepemilikan saham perusahaan, sehingga kemungkinan hasil penelitian ini tidak sama jika menggunakan variabel *managerial ownership* yang memperhatikan prosentase jumlah kepemilikan saham.

### **Saran Penelitian Selanjutnya**

Penelitian lebih lanjut dapat dikembangkan dengan menggunakan variabel *managerial ownership* yang memperhatikan prosentase jumlah kepemilikan saham perusahaan, misalnya dengan mengelompokkan variabel *managerial ownership* kedalam kelompok *managerial ownership* yang kepemilikan sahamnya lebih dari 50 % dan kurang dari 50 %. Langkah selanjutnya dilakukan pengujian secara terpisah pada masing-masing kelompok, sehingga nantinya dapat dibandingkan antara hasil penelitian menggunakan variabel *managerial ownership* yang memperhatikan prosentase jumlah kepemilikan saham dengan hasil penelitian menggunakan variabel *managerial ownership* tanpa memperhatikan persentase jumlah kepemilikan saham.

Pada penelitian yang akan datang diharapkan dapat mengelompokkan sampel yang pada tahun sebelum penelitian merupakan perusahaan *free agent* namun pada saat tahun penelitian berubah menjadi perusahaan *managerial ownership*. Hal ini dapat digunakan untuk mengetahui apakah kebijakan hutang yang diambil manajer pada saat menjadi *free agent* sama dengan kebijakan hutang yang diambil setelah menjadi *managerial ownership*, sehingga apabila nantinya dilakukan penelitian yang serupa hal ini dapat mendukung diperolehnya hasil penelitian yang lebih baik.

### **DAFTAR PUSTAKA**

- Anom, Putu. "Interdependensi antara Kebijakan Hutang dengan Kebijakan Dividen: Perspektif Teori Keagenan." *Jurnal Riset Akuntansi, Manajemen dan Ekonomi vol.2*, No 2, 2002, Hal. 201-220.
- Anom, Putu, dan Jogiyanto. "Uji Teori Keagenan dalam Hubungan Interdependensi antara Kebijakan Hutang dan Kebijakan Deviden" Simposium Nasional Akuntansi, 2005.
- Easterbrook."Two Agency Cost Explanation of Dividen". *American Economic Review*, 74:650-659, 1984.
- Husnan, Suad. *Manajemen Keuangan Teori dan Penerapan (Keputusan Jangka Panjang)*, Yogyakarta, BPFE, 2000.
- Tarjo dan Jogiyanto. "Analisis Free Cash Flow dan Kepemilikan Manajerial terhadap Kebijakan Hutang pada Perusahaan Publik di Indonesia", Simposium Nasional Akuntansi VI, Bandung, 2001.
- Masdupi, Erni. "Analisis Dampak Struktur Kepemilikan pada Kebijakan Hutang dalam Mengontrol Konflik Keagenan" *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia vol. 1. No. 2.* 2005. Hal. 57-69.
- Tatang Ary Gumantry." Bauran Pendanaan, Prinsip Keuangan dan Siklus Kehidupan Perusahaan." *Manajemen dan Usahawan Indonesia*, Februari, 2007. Hal. 41-48.