

## **ANALISIS KEBIJAKAN DIVIDEN DAN KEBIJAKAN LEVERAGE TERHADAP PREDIKSI KEPEMILIKAN MANAJERIAL DENGAN TEHNIK ANALISIS MULTINOMIAL LOGIT**

**Luciana Spica Almilia, S.E., M.Si.  
Meliza Silvy, S.E., M.Si.  
STIE Perbanas Surabaya**

### **Abstract**

*This research has a purpose to provide empirical evident about factors that affect probability of managers to engage in managerial ownership. The examined factors on this research are leverage policy, devidend policy, size, investment opportunity, profitability, tobins q and equity market value.*

*The samples consist of 337 firms which had not managerial ownership, 87 firms had 0,1% -14,61% managerial ownership and 42 firms which had 16,61% - 76,50% managerial ownership. Moreover, it is chosen by purposive sampling. The statistic method used to test on the research hypothesis is multinomial logit regression. The result show that leverage policy, investment opportunity, profitability, tobins q and equity market value are significant variables in determination managerial ownership. This research also indicate that investment opportunity and equity market value are significant variables in determination firms which had small and large managerial ownership.*

**Keywords:** *managerial ownership, leverage policy, devidend policy, tobins q, multinomial logit regression.*

### **LATAR BELAKANG PENELITIAN**

Perusahaan bertujuan untuk memaksimalkan kesejahteraan pemilik (*shareholder*) melalui keputusan atau kebijakan investasi, keputusan pendanaan dan keputusan dividen yang tercermin dalam harga saham di pasar modal, demikian jika dilihat berdasarkan sudut pandang manajemen keuangan,. Tujuan ini sering diterjemahkan sebagai suatu usaha untuk memaksimumkan nilai perusahaan. Dalam mencapai tujuan tersebut, banyak *shareholder* yang menyerahkan pengelolaan perusahaan kepada para professional yang bertanggungjawab mengelola perusahaan, yang disebut manajer. Para manajer yang diangkat oleh *shareholder* diharapkan akan bertindak atas nama *shareholder* tersebut, yakni memaksimumkan nilai perusahaan sehingga kemakmuran *shareholder* akan dapat tercapai.

Para manajer dalam menjalankan operasi perusahaan, seringkali tindakannya bukan memaksimalkan kemakmuran *shareholder*, melaikan justru tergoda untuk meningkatkan kesejahteraannya sendiri. Kondisi ini akan mengakibatkan munculnya perbedaan kepentingan antara *external shareholder* dengan manajeri. Konflik yang disebabkan oleh pemisahan antara kepemilikan dan fungsi pengelolaan dalam teori keuangan disebut konflik keagenan atau *agency conflict*.

Konflik keagenan yang terjadi dalam perusahaan pada hubungan antara : (1) pemegang saham dan manajer, (2) manajer dan kreditor, (3) manajer, pemegang saham dan kreditor (Brigham, Gapenski : 1999). Sedangkan biaya yang timbul atau dikeluarkan oleh perusahaan untuk mengatasi konflik keagenan disebut biaya keagenan.

Peningkatan kepemilikan manajerial dapat digunakan sebagai cara untuk mengurangi konflik keagenan (Crutchley dan Hansen : 1989; Jensen, Solberg dan Zorn : 1992). Perusahaan meningkatkan kepemilikan manajerial untuk mensejajarkan kedudukan manajer dengan pemegang saham sehingga bertindak sesuai dengan keinginan pemegang saham. Dengan meningkatkan persentase kepemilikan, manajer termotivasi untuk meningkatkan kinerja dan bertanggung jawab meningkatkan kemakmuran pemegang saham. Pada kepemilikan yang menyebar, masalah keagenan terjadi antara pihak manajemen dengan pemegang saham. Hal ini menyebabkan kekuasaan pemegang saham dan menyerahkan kepada manajer. Sebagai konsekuensinya, manajer menuntut kompensasi yang tinggi sehingga meningkatkan biaya keagenan. Pada kondisi ini, konflik keagenan diatasi dengan meningkatkan kepemilikan manajerial. Sebaliknya pada kepemilikan yang terkonsentrasi masalah keagenan disebabkan oleh hubungan antara pemegang saham dan kreditor. Masalah ini dijumpai pada perusahaan-perusahaan di Indonesia. Pada kepemilikan terpusat terdapat dua kelompok pemegang saham, yaitu *controlling majority stockholder* dan *minority stockholder*. Manajer diangkat dan

diberhentikan oleh *controlling majority stockholder* sehingga menunjukkan kinerja baik dihadapan pemegang saham. Kondisi ini memperkecil biaya keagenan ekuitas tetapi menimbulkan biaya keagenan baru yaitu biaya keagenan hutang (Husnan : 2000).

Peningkatan dividen diharapkan dapat mengurangi biaya keagenan. Hal ini disebabkan dimana *Dividend* yang besar menyebabkan rasio laba ditahan akan kecil sehingga perusahaan membutuhkan tambahan dana dari sumber eksternal, seperti emisi saham baru. Penambahan dana menyebabkan kinerja manajer dimonitor oleh bursa dan penyedia dana baru. Pengawasan kinerja menyebabkan manajer bertindak sesuai dengan kepentingan pemegang saham sehingga mengurangi biaya yang berkaitan dengan emisi saham baru (*floating cost*). (Crutchley dan Hansen : 1989)

Penggunaan hutang diharapkan dapat mengurangi konflik keagenan. Penambahan hutang dalam struktur modal dapat mengurangi penggunaan saham sehingga mengurangi biaya keagenan ekuitas. Perusahaan memiliki kewajiban untuk mengembalikan pinjaman dan membayar beban bunga secara periodik. Kondisi ini menyebabkan manajer bekerja keras untuk meningkatkan laba sehingga dapat memenuhi kewajiban dari penggunaan hutang. Sebagai konsekuensi dari kebijakan ini, perusahaan menghadapi biaya keagenan hutang dan risiko kebangkrutan (Crutchley dan Hansen : 1989).

Berdasarkan latar belakang diatas maka masalah dalam penelitian ini dapat dirumuskan sebagai berikut : apakah kebijakan dividend, kebijakan *leverage*, *size*, kesempatan investasi, profitabilitas, nilai perusahaan dan nilai pasar ekuitas dapat dipergunakan untuk memprediksi kepemilikan manajerial dalam perspektif teori keagenan. Sedangkan tujuan penelitian ini adalah mengembangkan model Multinomial Logit untuk memprediksi kepemilikan manajerial dalam perspektif teori keagenan

## **KAJIAN TEORI DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS**

### **Hubungan antara Kebijakan Hutang dengan Kepemilikan Manajerial**

Menurut Chen dan Steiner (1999), hutang memiliki hubungan kausal terbalik dengan kepemilikan manajerial. Hubungan kausalitas ini menunjukkan hubungan substitusi antara kebijakan hutang dengan kepemilikan manajerial dalam mengurangi konflik keagenan. Penggunaan hutang tinggi meningkatkan risiko kebangkrutan sehingga manajer mengurangi proporsi kepemilikan saham. Pada kondisi ini diperlukan pembatasan terhadap penggunaan hutang untuk mengurangi masalah keagenan antara *stockholder* dan *bondholder*.

Menurut Friend dan Lang (1988), Crutchley dan Hansen (1989) dan Jensen, Solberg dan Zorn (1992) terdapat hubungan negative antara kepemilikan manajerial dengan kebijakan hutang. Sedangkan Putu Anom (2003) mengatakan bahwa kebijakan hutang dapat digunakan untuk memprediksi kepemilikan manajerial satu tahun kedepan

Berdasarkan analisis dan temuan penelitian terdahulu, maka hipotesis penelitian ini dirumuskan sebagai berikut:

***H1: Kebijakan hutang dapat digunakan untuk memprediksi kepemilikan manajerial***

### **Hubungan antara Kebijakan Dividen dengan Kepemilikan Manajerial**

Hubungan antara dividen dengan kepemilikan manajerial dijelaskan melalui hipotesis aliran kas bebas (Jensen : 1986) Melalui hipotesis ini kebijakan dividen digunakan untuk mempengaruhi kepemilikan manajerial sehingga mengurangi biaya keagenan yang berkaitan dengan *free cash flow*. Penelitian ini membuktikan hubungan substitusi antara

kebijakan dividen dan kepemilikan manajerial. Mekanisme pengurangan masalah keagenan ini dilakukan dengan cara :

- (1) Menggunakan *free cash flow* untuk membayar dividen kas sehingga menghindari alokasi pada tindakan yang tidak menguntungkan. (Jensen : 1986).
- (2) Meningkatkan dividen untuk memperkuat posisi perusahaan dalam mencari tambahan dana dari pasar modal. Perusahaan diawasi oleh tim pengawas pasar modal atau kreditur sehingga manajer termotivasi mempertahankan atau meningkatkan kinerja. (Crutchley dan Hansen : 1989).
- (3) Meningkatkan dividen untuk memuaskan sebagian *stockholder* yang menyukai dividen besar atau penganut *the bird in the hand theory*, (Brigham, Gapenski : 1999). Peningkatan dividen menyebabkan perusahaan memiliki sumber internal dalam jumlah sedikit sehingga manajer memilih melakukan diversifikasi pada kesempatan investasi yang lebih menguntungkan.

Berdasarkan analisis dan temuan penelitian terdahulu, maka hipotesis penelitian ini dirumuskan sebagai berikut:

***H2: Kebijakan dividen dapat digunakan untuk memprediksi kepemilikan manajerial***

### **Hubungan Size Perusahaan dengan Kepemilikan Manajerial**

Hasil penelitian yang dilakukan oleh Putu Anom (2003) memberikan bukti bahwa *size* perusahaan dapat digunakan untuk memprediksi kepemilikan manajerial. Penelitian Putu Anom (2003) memberikan bukti bahwa *size* perusahaan memiliki hubungan negatif dan signifikan terhadap kepemilikan manajerial, hal ini menunjukkan bahwa tingkat *size* perusahaan yang rendah akan meningkatkan probabilitas perusahaan untuk meningkatkan kepemilikan manajerial.

Penelitian yang dilakukan oleh Wahidahwati (2002) menunjukkan bahwa ukuran perusahaan yang semakin besar akan mengurangi kepemilikan manajerial atau perusahaan besar akan memberikan batasan bagi manajer jika mereka mempunyai kepemilikan saham perusahaan yang besar.

Berdasarkan analisis dan temuan penelitian terdahulu, maka hipotesis penelitian ini dirumuskan sebagai berikut:

***H3: Size perusahaan dapat digunakan untuk memprediksi kepemilikan manajerial***

### **Hubungan Kesempatan Investasi dengan Kepemilikan Manajerial**

Crutchley dan Hansen (1989) menyatakan bahwa perusahaan yang memiliki nilai *book to market* yang tinggi berarti perusahaan tersebut memiliki kesempatan investasi yang rendah. Kesempatan investasi yang rendah akan mengurangi keatraktifan manajer daripada perusahaan yang memiliki kesempatan investasi yang tinggi dengan kata lain manajer akan mengurangi kepemilikannya dalam perusahaan jika perusahaan memiliki nilai *book to market ratio* yang tinggi. Hasil penelitian yang dilakukan oleh Putu Anom (2003) memberikan bukti kesempatan investasi perusahaan yang di proksikan dengan *book to market value* dapat digunakan untuk memprediksi kepemilikan manajerial. Penelitian Putu Anom (2003) memberikan bukti bahwa kesempatan investasi perusahaan memiliki hubungan negatif dan signifikan terhadap kepemilikan manajerial, hal ini menunjukkan bahwa semakin rendah *book to market ratio* atau semakin tinggi kesempatan investasi akan meningkatkan keinginan manajer untuk meningkatkan kepemilikannya dalam perusahaan.

Berdasarkan analisis dan temuan penelitian terdahulu, maka hipotesis penelitian ini dirumuskan sebagai berikut:

***H4: Kesempatan investasi dapat digunakan untuk memprediksi kepemilikan manajerial***

## **Hubungan antara Nilai Pasar Ekuitas, Nilai Perusahaan dan Profitabilitas dengan Kepemilikan Manajerial**

Crutchley dan Hansen (1989) menyatakan nilai pasar ekuitas yang meningkat akan membuat manajer mengurangi kepemilikan berbeda dengan penelitian yang dilakukan oleh Wahidahwati (2002) menunjukkan bahwa pada umumnya pemilik dan manajer adalah keluarga, dengan demikian meskipun nilai pasar ekuitas perusahaan naik tidak membuat para manajer mengurangi kepemilikan bahkan mereka cenderung meningkatkan kepemilikannya daripada jatuh ke pihak lain.

Penelitian lain dilakukan oleh Eddy Suranta dan Mas'ud Machfoedz (2003) menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial mempengaruhi nilai perusahaan dan nilai perusahaan juga mempengaruhi kepemilikan manajerial. Penelitian Eddy Suranta dan Mas'ud Machfoedz (2003) juga memberikan bukti bahwa profitabilitas perusahaan juga mempengaruhi kepemilikan manajerial perusahaan.

Berdasarkan analisis dan temuan penelitian terdahulu, maka hipotesis penelitian ini dirumuskan sebagai berikut:

*H5: Nilai Pasar Ekuitas dapat digunakan untuk memprediksi kepemilikan manajerial*

*H6: Nilai Perusahaan dapat digunakan untuk memprediksi kepemilikan manajerial*

*H7: Profitabilitas dapat digunakan untuk memprediksi kepemilikan manajerial*

## **METODA PENELITIAN**

### **Variabel Dependen**

Kepemilikan Manajerial

Merupakan variable dummy dimana :D=0 (tidak memiliki), D=1 (kepemilikan kecil), D=2 (kepemilikan besar). Sehingga sample perusahaan terbagi menjadi 3 kelompok:

- Kelompok 1 adalah perusahaan-perusahaan yang tidak memiliki kepemilikan manajerial.
- Kelompok 2 adalah perusahaan-perusahaan yang memiliki kepemilikan manajerial katogeri kecil.
- Kelompok 3 adalah perusahaan-perusahaan yang memiliki kepemilikan manajerial kategori besar.

Pembagian kelompok kepemilikan manajerial besar dan kecil didasarkan atas analisis cluster.

### **Variabel Independen**

#### 1. Hutang

Variabel ini merupakan kondisi dari kebijakan hutang. Variabel ini diberi simbol Debt yang diukur dari rasio totaol hutang terhadap total aset. Variabel Debt diperoleh dalam ICMD pada bagian summary of financial statement. Secara matematis, Debt diformulasikan sebagai berikut : (Jensen, Solberg dan Zorn : 1992).

$$\text{Debt}_{it} = \frac{\text{TD}_{it}}{\text{Total Asset}_{it}}$$

Keterangan :

$\text{TD}_{it}$  = Jumlah total hutang perusahaan i pada periode t

$\text{Total Asset}_{it}$  = Total aset yang dimiliki perusahaan i pada periode t.

#### 2. Dividen

Variabel ini diukur dari rasio dividen yang dibayarkan terhadap Earning After Tax (EAT). Penggunaan EAT disebabkan dividen yang dibayarkan kepada pemegang saham merupakan pendapatan bersih setelah dikurangi pajak dan pembayaran bunga

pinjaman. Variabel DIV diperoleh dalam ICMD pada bagian DPR. Secara matematis Div diformulasikan sebagai berikut : (Chen dan Steiner : 1999).

$$\text{Dividen}_{it} = \frac{\text{Div. per share}_{it}}{\text{EAT per share}_{it}}$$

Keterangan :

$\text{Div per share}_{it}$  = Dividen dibayarkan oleh perusahaan i pada periode t pada setiap lembar saham

$\text{EAT per share}_{it}$  = Besarnya earning per share pada perusahaan i periode t.

### 3. Size

Variabel ini diukur dari *natural log total asset* perusahaan. Variabel *size* diperoleh dalam ICMD dalam *summary of financial statement*. Secara matematis variabel *size* diformulasikan sebagai berikut (Chen dan Steiner : 1999).

$$\text{Size} = \text{Ln Total Asset}_{it}$$

Keterangan :

$\text{Total Asset}_{it}$  = Total aset yang dimiliki perusahaan i pada periode t.

### 4. Investment opportunity

Variabel ini diukur dari *book to market value*, dimana semakin tinggi *book to market* maka semakin rendah *investment opportunity*nya. Secara matematis variable Investment opportunity diformulasikan sebagai berikut (Crutchley dan Hansen : 1989)

$$\text{Investment opportunity} = \text{book to market value}$$

### 5. Profitabilitas

Variabel ini diproksi dari ROA. Variabel ROA dinyatakan sebagai perbandingan EBIT terhadap total aset. Variabel ROA diperoleh dari ICMD pada bagian *summary of financial statement*. Secara matematis variabel ROA diformulasikan sebagai berikut: (Bathala, Moon dan Rao : 1994).

$$ROA_{it} = \frac{EBIT_{it}}{\text{Total Asset}_{it}}$$

Keterangan :

$EBIT_{it}$  = Earning before interest & tax perusahaan i pada periode t.

$\text{Total Asset}_{it}$  = Jumlah total asset perusahaan i pada periode t.

#### 6. Tobins'Q

Variabel ini merupakan perbandingan antara Nilai Kapitalisasi Pasar Ekuitas + Nilai Buku Hutang terhadap Nilai Buku Ekuitas + Nilai Buku Hutang Nilai Buku Ekuitas + Nilai Buku Hutang. Secara matematis variable Tobin's Q diformulasikan sebagai berikut : (Edy S. dan Mas'ud M., 2003)

$$\text{Tobin's Q} = \frac{\text{Nilai Kapitalisasi Pasar Ekuitas} + \text{Nilai Buku Hutang}}{\text{Nilai Buku Ekuitas} + \text{Nilai Buku Hutang}}$$

#### 7. Nilai pasar ekuitas

variabel Val diformulasikan sebagai berikut (Chen dan Steiner 1999).

$$\text{Val}_{it} = \text{Ln} (\text{Closing Price}_{it} \times \text{Total Share Outstanding}_{it})$$

Keterangan :

$\text{Closing Price}_{it}$  = Harga penutupan saham perusahaan i akhir periode t.

$\text{Total share outstanding}_{it}$  = Jumlah saham beredar perusahaan i periode t

### **Data dan Sampel**

Sampel adalah seluruh perusahaan yang listed di Jakarta Stock Exchange (JSX) dengan periode observasi tahun 1995 sampai 2003. Seluruh data diperoleh dari Capital Market Directory. Berdasarkan data yang ada maka observasi dalam penelitian ini adalah sebanyak 466 observasi, yang terdiri dari 337 observasi yang tidak memiliki kepemilikan manajerial,

87 observasi yang memiliki kepemilikan manajerial kecil dan 42 observasi yang memiliki kepemilikan manajerial besar.

## **Tehnik Analisis Data**

### **Pengujian Hipotesis**

Model yang digunakan dalam penelitian ini yaitu dengan menggunakan tehnik analisis Multinomial Logit dengan model sebagai berikut:

$$Z_j = b_{j1} X_1 + b_{j2} X_2 + \dots + b_{j6} X_6$$

j = kelompok perusahaan mulai 1 sampai 3 yaitu:

Status 0 = Perusahaan Kelompok 1

Status 1 = Perusahaan Kelompok 2

Status 2 = Perusahaan Kelompok 3

$X_1$  = Total Debt / Total Assets

$X_2$  = Dividend Per Share / EAT Per Share

$X_3$  = Ln Total Asset

$X_4$  = Investment Opportunity

$X_5$  = EBIT / Total Assets

$X_6$  = Tobin's Q

$X_7$  = Nilai pasar ekuitas

$$P_j = \exp(Z_j) / \sum_{j=1}^j \exp(Z_j)$$

Adapun pengujian secara statistik terhadap hipotesis yang dikemukakan sebelumnya dengan langkah-langkah sebagai berikut:

1. Analisa data dilakukan dengan menilai kelayakan model regresi,
2. Menguji koefisien regresi, dan
3. Menganalisis daya klasifikasi model prediksi untuk masing-masing kelompok.

## HASIL PENELITIAN

### Analisis Deskriptif

Sebelum melakukan pengujian hipotesis terlebih dahulu disajikan gambaran tentang karakteristik sample penelitian. Sampel penelitian di kelompokkan menjadi 3 kelompok yaitu kelompok perusahaan yang tidak memiliki kepemilikan manajerial, perusahaan yang memiliki kepemilikan manajerial kecil yaitu perusahaan yang memiliki kepemilikan manajerial 0.1% - 14.61% dan perusahaan yang memiliki kepemilikan manajerial besar yaitu perusahaan yang memiliki kepemilikan manajerial 16.61% - 76.50%. Sedangkan rata-rata dari variable independen akan disajikan pada Tabel 1 berikut ini.

**TABEL 1.**  
**Rata-Rata Variabel Independen**

Variabel Independen	Kelompok Perusahaan		
	Kelompok 1 (Manajerial = 0%)	Kelompok 2 (Manajerial = 0.1 – 14.61%)	Kelompok 3 (Manajerial = 16.61 – 76.50%)
DEBT	0.46532	0.42334	0.40548
DIV	0.01306	0.00766	0.02724
LNTA	12.88754	12.83603	11.82869
INVS_OPR	1.53834	1.22059	1.41571
ROA	0.13028	0.09916	0.10622
TOBINS	1.33304	1.35909	1.28106
LNVAL	12.22311	12.33623	11.12953

### Pengujian Hipotesis

Hasil analisis model multinomial logit adalah sebagai berikut: model ini memiliki angka –2LL pada model awal (*intercept only*) sebesar 712.613 dan angka –2LL pada model final sebesar 658.247. Karena hasil ini menunjukkan adanya penurunan, sehingga dapat ditarik kesimpulan bahwa model ini menunjukkan model multinomial logit yang lebih baik.

Nilai Nagelkerke untuk model ini sebesar 0,141 yang berarti variabilitas variabel dependen yang dapat dijelaskan oleh variabilitas variabel independen sebesar 14,1%. Secara keseluruhan model ini memiliki daya klasifikasi sebesar 72.3%. Berdasarkan nilai Nagelkarke tersebut dapat dikatakan bahwa variabel kebijakan dividend, kebijakan *leverage*, *size*, kesempatan investasi, profitabilitas, nilai perusahaan dan nilai pasar ekuitas dapat digunakan untuk memprediksi kepemilikan manajerial perusahaan.

Hasil pengujian regresi *multinomial logit* pada tabel 3 menunjukkan bahwa :

1. Variabel yang dapat digunakan untuk mengklasifikasikan kelompok 1 dengan kelompok 2, dan 3 adalah variabel **DEBT**, **INVS\_OPR**, dan **LINVAL** yang secara statistik signifikan pada tingkat 5%, sedangkan variable **ROA** dan **TOBINS** merupakan variable yang secara statistik signifikan pada tingkat 10%.
  - a. Variabel **DEBT** mempunyai hubungan positif dan secara statistik signifikan dengan probabilitas perusahaan pada kelompok 2 dan 3 artinya semakin tinggi tingkat hutang perusahaan maka semakin tinggi tingkat kepemilikan manajerial perusahaan. Hasil penelitian ini tidak konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Putu Anom (2003) yaitu semakin tinggi tingkat hutang perusahaan maka semakin rendah tingkat kepemilikan manajerial perusahaan. Hasil penelitian yang tidak konsisten ini dapat disebabkan karena periode krisis juga dimasukkan dalam penelitian ini, nilai hutang yang tinggi bukan disebabkan karena adanya penambahan hutang tetapi karena penurunan nilai tukar rupiah yang berdampak pada peningkatan nilai hutang luar negeri perusahaan. Hal lain yang dapat dijadikan justifikasi ketidakkonsistenan hasil penelitian adalah banyaknya sampel penelitian yang tidak memiliki kepemilikan manajerial.

- b. Variabel **INVS\_OPR** mempunyai hubungan positif dan secara statistik signifikan dengan probabilitas perusahaan pada kelompok 2 dan 3 artinya semakin tinggi kesempatan investasi perusahaan maka semakin tinggi tingkat kepemilikan manajerial perusahaan. Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Putu Anom (2003) yaitu semakin tinggi kesempatan investasi perusahaan maka semakin tinggi tingkat kepemilikan manajerial perusahaan.
  - c. Variabel **LINVAL** mempunyai hubungan positif dan secara statistik signifikan dengan probabilitas perusahaan pada kelompok 2 dan 3 artinya semakin tinggi nilai pasar ekuitas suatu perusahaan maka semakin tinggi tingkat kepemilikan manajerial perusahaan. Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Wahidahwati (2002) yaitu semakin tinggi nilai pasar ekuitas perusahaan maka semakin tinggi tingkat kepemilikan manajerial perusahaan.
  - d. Variabel **ROA** mempunyai hubungan positif dan secara statistik signifikan dengan probabilitas perusahaan pada kelompok 2 dan 3 artinya semakin tinggi profitabilitas suatu perusahaan maka semakin tinggi tingkat kepemilikan manajerial perusahaan.
  - e. Variabel **TOBINS** mempunyai hubungan negatif dan secara statistik signifikan dengan probabilitas perusahaan pada kelompok 2 dan 3 artinya semakin tinggi nilai perusahaan maka semakin rendah tingkat kepemilikan manajerial perusahaan.
2. Sedangkan variabel yang dapat digunakan untuk mengklasifikasikan kelompok 2 dengan kelompok 3 ternyata adalah **LINVAL** yang merupakan variabel yang secara statistik signifikan pada tingkat 5% dan variabel **INVS\_OPR** yang merupakan variabel yang secara statistik signifikan pada tingkat 10%.

- a. Variabel **LINVAL** mempunyai hubungan positif dan secara statistis signifikan dengan probabilitas perusahaan pada kelompok 3 artinya semakin tinggi nilai pasar ekuitas maka semakin besar prosentase kepemilikan manajerial suatu perusahaan.
- b. Variabel **INVS\_OPR** mempunyai hubungan positif dan secara statistis signifikan dengan probabilitas perusahaan pada kelompok 3 artinya semakin kesempatan investasi perusahaan maka semakin besar prosentase kepemilikan manajerial suatu perusahaan.

**TABEL 2**  
**HASIL PENGUJIAN REGRESI MULTINOMIAL LOGIT**

	<b>Kelompok 1 VS Kelompok 2 dan 3</b>		<b>Kelompok 2 VS Kelompok 3</b>	
	<b>B</b>	<b>Sig.</b>	<b>B</b>	<b>Sig.</b>
Intercept	-8.478	0.000	-8.123	0.001
DEBT	2.812	0.036**	1.344	0.364
DUV	-0.472	0.858	-6.808	0.378
LNTA	-0.593	0.321	-0.716	0.277
INVS_OPR	0.725	0.042**	0.664	0.080*
ROA	3.372	0.089*	-2.136	0.394
TOBINS	-0.423	0.075*	-0.449	0.104
LINVAL	1.356	0.024**	1.464	0.026**
-2 Log Likelihood (Intercept Only)	712.613			
-2 Log Likelihood (Final)	658.247			
Nagelkerke	0.141			
<b>Daya Klasifikasi Model</b>				
	<b>Jumlah Observasi</b>		<b>%</b>	
Daya Klasifikasi Kelompok 1	337		100.00%	
Daya Klasifikasi Kelompok 2	1		0.01%	
Daya Klasifikasi Kelompok 3	0		0.00%	
Total Daya Klasifikasi	338		79.30%	

\*\* Signifikan pada tingkat 5%

\* Signifikan pada tingkat 10%

Analisis lebih lanjut berkaitan dengan daya klasifikasi untuk kelompok 1, kelompok 2, dan kelompok 3. Model multinomial logit memiliki daya klasifikasi

perusahaan: kelompok 1 sebesar 100%; kelompok 2 sebesar 0.01%; dan kelompok 3 sebesar 0.00%. Dari hasil analisis daya klasifikasi ini menunjukkan bahwa model dalam penelitian ini merupakan model prediksi yang tepat untuk perusahaan yang tidak memiliki kepemilikan manajerial dengan perusahaan yang memiliki kepemilikan manajerial, tetapi model dalam penelitian ini tidak dapat digunakan untuk memprediksi tingkat kepemilikan manajerial prosentase yang besar dengan tingkat kepemilikan manajerial prosentase yang kecil.

## **SIMPULAN, KETERBATASAN PENELITIAN DAN SARAN**

Penelitian ini berusaha menguji apakah kebijakan dividend, kebijakan *leverage*, *size*, kesempatan investasi, profitabilitas, nilai perusahaan dan nilai pasar ekuitas dapat dipergunakan untuk memprediksi kepemilikan manajerial dalam perspektif teori keagenan. Penelitian ini menggunakan 466 observasi yang terdiri dari 337 observasi yang tidak memiliki kepemilikan manajerial, 87 observasi memiliki prosentase kepemilikan manajerial kecil dan 42 observasi memiliki prosentase kepemilikan manajerial besar.

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa variabel **DEBT**, **INVS\_OPR**, **LNVAL**, **ROA** dan **TOBINS** adalah merupakan variable yang dapat digunakan untuk memprediksikan perusahaan yang tidak memiliki kepemilikan manajerial dan yang memiliki kepemilikan manajerial. Sedangkan variabel **LNVAL** dan **INVS\_OPR** adalah variabel yang dapat digunakan untuk memprediksikan perusahaan yang memiliki prosentase kepemilikan manajerial kecil dengan perusahaan yang memiliki prosentase kepemilikan manajerial besar. Penelitian ini juga memberikan bukti bahwa dari hasil analisis daya klasifikasi ini menunjukkan bahwa model dalam penelitian ini merupakan model prediksi yang tepat untuk perusahaan yang tidak memiliki kepemilikan manajerial dengan perusahaan yang memiliki kepemilikan manajerial, tetapi model dalam penelitian

ini tidak dapat digunakan untuk memprediksi tingkat kepemilikan manajerial prosentase yang besar dengan tingkat kepemilikan manajerial prosentase yang kecil. Sehingga untuk penelitian selanjutnya dapat mengeksplorasi lebih lanjut tentang variabel-variabel yang dapat digunakan untuk memprediksi tingkat kepemilikan manajerial besar dengan tingkat kepemilikan manajerial kecil.

## DAFTAR PUSTAKA

- Agrawal, Anub, dan Knoeber, 1996, Firm Performance and Mechanisms to Control Agency Problem Between Managers and Shareholder, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 31, No. 2, pp. 377 – 397
- Agrawal, Anub dan Nagarajan. Nandu. J, 1990, Corporate Capital Structure, Agency Cost, and Ownership Control : *The Case of All-Equity Firm*, Vol. 45, No. 4, pp. 1325-1331
- Bathala. C. T., K.P. Moon dan Rao, 1994, Managerial Ownership, Debt Policy and The Impact of Institutional Holding : an Agency Perspective, *Financial Management*, 23, pp. 38-50
- Brigham, E.F., dan L.C., Gapenski, 2000, *Intermediate Financial Management*, The Dryden Press, New York
- Crutclley, C dan Hansen, 1989, A Test of The Agency Theory of Managerial Ownership, Corporate Leverage and Corporate Dividends, *Financial Management*, 18, pp.34-36
- Chen, R. Carl, Steiner, T.L, 1999, Managerial Ownership and Agency Conflict : a Nonlinear Simultaneous Equation Analysis of Managerial Ownership , Risk Taking, Debt Policy and Dividend Policy, *Financial Review*, Vol. 34, pp. 119-137
- Demsetz, H., dan K. Lehn, 1985, The Structure of Corporate Ownership : Causes and Consequences, *Journal of Political Economy*, 93, 1155 – 1177
- Edy Suranta dan Mas'ud Machfoedz. 2003. “Analisis Struktur Kepemilikan, Nilai Perusahaan, Investasi dan Ukuran Dewan Direksi”. *Makalah Simposium Nasional Akuntansi VI*. Universitas Airlangga Surabaya.
- Fama. E.F, 1980, Agency Problem and The Teory of The Firm, *Journal of Economy*, 88, pp. 288-307
- Friend. I., dan L.H.P. Lang, 1988, An Empirical Test of The Impact of Managerial Self Interest on Corporate Capital Structure, *Journal of Finance*, 43, pp. 271-282.
- Gudjarati, D.N., 1995, *Basic Econometrics*, Third Edition, Mc. Graw-Hill, International Edition
- Husnan. S, 2001, Corporate Governance dan Keputusan Pendanaan : Perbandingan Kinerja Perusahaan dengan Pemegang Saham Pengendali Perusahaan Multinasional dan Bukan Multinasional, *Journal of Accounting, Management, Economics Research*, hal. 1-10
- Jensen, Solberg, Zorn, 1992, Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt and Dividend Policies, *Journal of Financial Economics*, 3, pp. 305-360

- Jensen, M. dan W.H. Mackling, 1976, Theory of The Firm : Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vo. 27, No. 2. pp. 247-263
- Putu Anom Mahadwartha, 2003, Predictability Power of Devidend Policy and Leverage Policy to Managerial Ownership: An Agency Theory Perspective, *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*, Vol 18, No. 3, pp. 288 – 297.
- Rozeff, M.S, 1982, Growth, Beta and Agency Cost as Determinants of Dividend Payout Ratios, *Journal of Financial Research*, 5, pp. 249 -259.
- Tandelilin,E. dan Wilberforce. T, 2002, Can Debt and Dividend Policies Substitute Insider Ownership in Controlling Equity Agency Conflict?, *Gadjah Mada International Journal of Business*, January, Vol. 1, No. 1, pp. 31 –43
- Wahidahwati, 2002, Kepemilikan Manajerial dan Agency Conflicts: Analisis Persamaan Simultan Non Linier dari Kepemilikan Manajerial, Penerimaan Risiko (Risk Taking), Kebijakan Utang dan Kebijakan Dividen, *Makalah Simposium Nasional Akuntansi V*. Universitas Diponegoro Semarang.