

KEPEMILIKAN MANAJERIAL DAN KEBIJAKAN KEUANGAN PERUSAHAAN

Oleh:

Ella Anastasya Sinambela, Rahayu Mardikaningsih

Universitas Mayjen Sungkono Mojokerto

ABSTRACT

Managerial ownership aligns the incentives of managers and shareholders in agency theory, thereby reducing conflicts of interest. At low to moderate ownership levels, increased ownership encourages more optimal debt, dividend, and investment policies. At very high ownership levels, an entrenchment effect occurs in which managers become overly powerful. The relationship between managerial ownership and firm value follows an inverted U-curve with an optimal point at moderate ownership levels. Endogeneity issues complicate the identification of causal relationships because both variables are jointly determined. Interactions with other governance mechanisms, such as institutional ownership and board composition, influence the effectiveness of managerial ownership. Family-owned firms exhibit different patterns due to non-financial motivations such as reputation and the desire to pass on the business. Governance design must consider the cost-benefit trade-offs and the firm's specific characteristics.

Keywords: managerial ownership, financial policy, agency theory, entrenchment, corporate governance.

PENDAHULUAN

Kepemilikan manajerial merupakan kondisi di mana para manajer atau direktur perusahaan memiliki saham secara langsung dalam perusahaan yang mereka kelola. Struktur kepemilikan ini menciptakan keselarasan kepentingan antara manajer dan pemegang saham karena manajer juga ikut menanggung risiko finansial dari keputusan yang mereka buat (Florackis et al., 2009). Dalam teori keagenan klasik, konflik kepentingan antara pemilik (prinsipal) dan manajer (agen) muncul karena manajer cenderung memaksimalkan kesejahteraan mereka sendiri daripada nilai perusahaan. Namun ketika manajer memiliki saham perusahaan, mereka akan lebih berhati-hati untuk mengambil keputusan karena keputusan yang merugikan perusahaan juga akan merugikan kekayaan pribadi mereka (Kiefer et al., 2017). Jensen dan Meckling (1976) dalam karya fundamental mereka tentang teori keagenan memperkenalkan konsep bahwa kepemilikan saham oleh manajer menyelaraskan insentif antara agen dan prinsipal. Semakin besar porsi saham yang dimiliki manajer, semakin kecil kecenderungan mereka untuk melakukan

tindakan yang merugikan pemegang saham lainnya. Namun hubungan antara kepemilikan manajerial dan nilai perusahaan tidak bersifat linear karena adanya efek entrenchment ketika kepemilikan terlalu besar (Fahlenbrach & Stulz, 2009). Mekanisme penyalarsan kepentingan ini menjadi fondasi bagi berbagai penelitian tentang tata kelola perusahaan dan kebijakan keuangan.

Kebijakan keuangan perusahaan mencakup tiga keputusan utama yaitu keputusan pendanaan, keputusan investasi, dan keputusan dividen yang saling terkait satu sama lain (Meutia et al., 2018). Keputusan pendanaan berkaitan dengan bagaimana perusahaan memperoleh dana untuk membiayai operasi dan investasinya, apakah melalui utang, penerbitan saham baru, atau menggunakan laba ditahan (Andayani & Darmawan, 2010). Keputusan investasi berkaitan dengan bagaimana perusahaan mengalokasikan dana yang tersedia ke dalam berbagai proyek atau aset yang diharapkan menghasilkan keuntungan di masa depan. Keputusan dividen berkaitan dengan berapa banyak laba yang dibagikan kepada pemegang saham dan berapa banyak yang ditahan untuk diinvestasikan kembali. Efektivitas kebijakan keuangan perusahaan dapat tercermin dari kinerja keuangan seperti pertumbuhan penjualan, pertumbuhan laba, return on investment, dan kemampuan perusahaan menjaga pembagian dividen kepada pemegang saham (Lestari & Mahmudah, 2017). Ketiga keputusan ini tidak dapat dibuat secara terpisah karena perubahan dalam satu keputusan akan mempengaruhi optimalitas keputusan lainnya. Misalnya keputusan untuk meningkatkan dividen akan mengurangi laba ditahan yang tersedia untuk investasi. Keputusan untuk menerbitkan utang baru akan meningkatkan risiko kebangkrutan sehingga mempengaruhi keputusan investasi. Dalam lingkup kepemilikan manajerial, para manajer yang juga pemegang saham akan membuat kebijakan keuangan yang berbeda dari manajer yang tidak memiliki saham. Mereka cenderung lebih menghindari risiko karena kekayaan pribadi mereka juga dipertaruhkan dalam keputusan tersebut (Jadiyappa et al., 2018).

Teori keagenan memprediksi bahwa kepemilikan manajerial yang lebih tinggi akan mengurangi konflik kepentingan dan mendorong kebijakan keuangan yang lebih optimal (Wang & Rowe, 2009). Jensen dan Meckling (1976) menunjukkan bahwa biaya keagenan dapat dikurangi dengan memberikan insentif kepada manajer dalam bentuk kepemilikan saham. Manajer yang juga pemegang saham akan termotivasi untuk memaksimalkan nilai perusahaan karena setiap peningkatan nilai akan meningkatkan kekayaan pribadi mereka. Keterlibatan manajer sebagai pemegang saham menciptakan pengambilan keputusan yang lebih partisipatif sehingga kebijakan keuangan perusahaan lebih selaras dengan tujuan keberlanjutan perusahaan dibandingkan kebijakan yang hanya ditetapkan secara sepihak dari tingkat manajemen atas (Putra et al., 2017). Dalam lingkup kebijakan dividen, manajer dengan kepemilikan saham tinggi cenderung membagikan dividen yang lebih tinggi karena mereka mendapatkan manfaat langsung dari dividen tersebut.

Sebaliknya manajer yang tidak memiliki saham mungkin lebih suka menahan laba untuk memperbesar skala perusahaan dan meningkatkan kekuasaan serta gaji mereka. Dalam lingkup kebijakan utang, manajer dengan kepemilikan saham tinggi mungkin lebih berhati-hati menggunakan utang karena mereka menanggung risiko kebangkrutan secara langsung. Utang yang terlalu tinggi meningkatkan probabilitas kebangkrutan yang akan menghancurkan nilai saham yang mereka miliki. Manajer yang tidak memiliki saham mungkin lebih berani mengambil utang karena mereka tidak menanggung risiko penurunan nilai saham (Huiyuan, 2012). Dengan demikian kepemilikan manajerial berfungsi sebagai mekanisme tata kelola internal yang menyelaraskan kebijakan keuangan dengan kepentingan pemegang saham.

Permasalahan utama yang dihadapi dalam hubungan antara kepemilikan manajerial dan kebijakan keuangan adalah adanya efek nonlinear atau efek entrenchment pada tingkat kepemilikan yang sangat tinggi. Morck et al. (1988) menemukan bahwa hubungan antara kepemilikan manajerial dan nilai perusahaan berbentuk kurva terbalik atau inverted U shape. Pada tingkat kepemilikan rendah hingga sedang, peningkatan kepemilikan manajerial meningkatkan nilai perusahaan karena menyelaraskan insentif. Namun pada tingkat kepemilikan yang sangat tinggi, peningkatan kepemilikan manajerial justru menurunkan nilai perusahaan karena manajer menjadi terlalu berkuasa dan tidak dapat dikendalikan (Wang & Rowe, 2009). Fenomena entrenchment ini terjadi ketika manajer memiliki cukup banyak saham sehingga suara mereka tidak dapat dikalahkan oleh pemegang saham lainnya. Manajer dapat membuat keputusan yang menguntungkan diri sendiri meskipun merugikan pemegang saham minoritas. Dalam lingkup kebijakan keuangan, manajer yang entrenched mungkin memilih tingkat utang yang terlalu rendah untuk menghindari pengawasan dari kreditur. Mereka juga mungkin memilih tingkat dividen yang terlalu rendah untuk menahan laba yang dapat digunakan untuk proyek proyek yang menguntungkan mereka secara pribadi. Lebih buruk lagi, manajer yang entrenched dapat melakukan ekspansi yang tidak efisien atau akuisisi yang merusak nilai hanya untuk meningkatkan gengsi dan kekuasaan. Mengidentifikasi titik optimal kepemilikan manajerial yang memaksimalkan nilai perusahaan menjadi tantangan empiris yang penting karena berbeda antar industri dan antar periode waktu.

Permasalahan selanjutnya berhubungan dengan endogenitas kepemilikan manajerial yang berarti bahwa kepemilikan manajerial dan kebijakan keuangan saling mempengaruhi secara dua arah. Dalam model teoritis, kepemilikan manajerial ditentukan secara bersama-sama dengan kebijakan keuangan perusahaan. Perusahaan dengan prospek pertumbuhan tinggi mungkin memberikan lebih banyak saham kepada manajer sebagai insentif untuk bekerja keras. Sebaliknya kebijakan keuangan yang konservatif mungkin membuat manajer lebih bersedia memiliki saham karena risiko perusahaan lebih rendah. Demsetz (1983) mengkritik pendekatan yang menganggap

kepemilikan manajerial sebagai variabel eksogen yang independen dari karakteristik perusahaan lainnya. Menurutnya, struktur kepemilikan adalah hasil optimal dari proses ekonomi internal perusahaan yang mempertimbangkan berbagai faktor seperti skala usaha, risiko, dan prospek pertumbuhan. Akibatnya, hubungan kausal antara kepemilikan manajerial dan kebijakan keuangan sulit diidentifikasi dengan metode statistik sederhana. Peneliti perlu menggunakan instrumen atau metode simultan untuk memisahkan arah sebab akibat. Tantangan metodologis ini menyebabkan hasil penelitian empiris tentang hubungan kedua variabel menjadi beragam dan kadang saling bertentangan. Perusahaan dengan kebijakan keuangan yang baik mungkin menarik manajer yang lebih kompeten yang juga diberikan lebih banyak saham. Observasi bahwa kepemilikan manajerial dan kebijakan keuangan berkorelasi positif belum tentu berarti kepemilikan manajerial menyebabkan kebijakan keuangan yang baik. Bisa juga sebaliknya atau keduanya disebabkan oleh faktor ketiga seperti kualitas tata kelola perusahaan secara keseluruhan.

Jika kepemilikan manajerial terlalu rendah, manajer akan termotivasi untuk melakukan tindakan yang menguntungkan diri sendiri seperti mengonsumsi fasilitas perusahaan secara berlebihan atau membuat keputusan investasi yang berisiko tinggi (Florackis et al., 2009). Jika kepemilikan manajerial terlalu tinggi, manajer dapat menjadi entrenched dan tidak dapat dikendalikan oleh dewan komisaris atau pemegang saham lainnya. Menentukan tingkat kepemilikan optimal memerlukan pemahaman tentang berbagai faktor termasuk struktur industri, persaingan pasar, dan karakteristik spesifik perusahaan. Selain itu, kepemilikan manajerial hanyalah salah satu mekanisme tata kelola perusahaan. Mekanisme lain seperti kepemilikan institusional, dewan komisaris yang independen, dan pasar untuk pengendalian korporat juga berperan untuk mengendalikan perilaku manajer. Interaksi antara berbagai mekanisme tata kelola ini perlu dipahami secara sistemik karena masing-masing dapat saling melengkapi atau menggantikan. Perusahaan dengan tata kelola yang kuat mungkin memerlukan kepemilikan manajerial yang lebih rendah karena sudah ada mekanisme pengawasan lain yang efektif. Sebaliknya perusahaan dengan tata kelola yang lemah mungkin sangat bergantung pada kepemilikan manajerial untuk menyelaraskan insentif. Desain tata kelola perusahaan harus mempertimbangkan trade off antara biaya dan manfaat dari setiap mekanisme.

Tujuan penulisan studi ini adalah menguraikan secara teoretis hubungan antara kepemilikan manajerial dan kebijakan keuangan serta implikasinya bagi praktik tata kelola perusahaan. Pencapaian tujuan ini diharapkan memberikan kontribusi bagi pengayaan literatur keuangan perusahaan dan tata kelola. Secara praktis, kerangka konseptual yang dihasilkan dapat menjadi panduan bagi perusahaan untuk merancang skema kepemilikan saham bagi manajer yang optimal.

METODE PENELITIAN

Studi pustaka ini bertujuan untuk mengeksplorasi hubungan antara kepemilikan manajerial dan kebijakan keuangan perusahaan. Pendekatan kualitatif dipilih karena fenomena hubungan ini bersifat kompleks dan melibatkan interaksi antara berbagai mekanisme tata kelola serta faktor kontekstual yang mempengaruhinya. Creswell (2009) menjelaskan bahwa penelitian kualitatif sangat sesuai untuk menggali fenomena keuangan yang multidimensi seperti konflik keagenan, penyelarasan insentif, dan pengambilan keputusan strategis oleh manajer. Sumber data utama berasal dari buku teks keuangan perusahaan, buku tentang tata kelola perusahaan, serta publikasi ilmiah yang relevan. Seluruh referensi mencakup literatur tentang teori keagenan dan penelitian empiris awal tentang kepemilikan manajerial.

Analisis data dalam penelitian ini menggunakan metode analisis isi kualitatif seperti yang dikembangkan oleh Krippendorff (2004). Proses analisis dimulai dengan membaca seluruh bahan pustaka secara saksama untuk menangkap argumen kunci dari setiap penulis. Selanjutnya adalah pengorganisasian bahan ke dalam kategori tematik yang mencerminkan berbagai aspek hubungan kepemilikan manajerial dan kebijakan keuangan. Kategori pertama berisi konsep tentang dasar teori keagenan dan asumsi tentang perilaku manajer. Kategori kedua mengelompokkan berbagai penelitian tentang hubungan kepemilikan manajerial dengan kebijakan utang perusahaan. Kategori ketiga menghimpun literatur tentang hubungan kepemilikan manajerial dengan kebijakan dividen. Kategori keempat mengorganisasikan bahan tentang hubungan kepemilikan manajerial dengan kebijakan investasi. Kategori kelima berisi diskusi tentang efek nonlinear atau entrenchment pada tingkat kepemilikan yang tinggi. Setelah kategorisasi selesai, dilakukan pembacaan ulang untuk menemukan pola hubungan antar konsep konsep tersebut. Pola yang teridentifikasi kemudian dibandingkan antar penulis untuk menilai konsistensi dan titik temu argumen. Proses triangulasi ini penting untuk memastikan kesimpulan tidak bias oleh sudut pandang satu penulis saja. Tahap terakhir adalah sintesis di mana berbagai pola hubungan diintegrasikan menjadi kerangka konseptual tentang pengaruh kepemilikan manajerial terhadap kebijakan keuangan. Validitas temuan dijaga melalui audit jejak yang mendokumentasikan setiap langkah analisis secara sistematis.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Teori keagenan yang dikembangkan oleh Jensen dan Meckling (1976) menjadi fondasi utama untuk memahami hubungan antara kepemilikan manajerial dan kebijakan keuangan. Dalam perusahaan modern yang dipisahkan antara kepemilikan dan pengelolaan, pemegang saham sebagai prinsipal mendelegasikan wewenang kepada manajer sebagai agen untuk menjalankan perusahaan (Khasanah et al., 2010). Namun karena manajer memiliki informasi

yang lebih baik tentang kondisi perusahaan dan dapat mengambil tindakan yang tidak teramati oleh pemegang saham, muncul potensi konflik kepentingan. Ketersediaan sistem informasi keuangan yang terintegrasi memungkinkan perusahaan melakukan analisis yang lebih mendalam terhadap berbagai keputusan keuangan (Sinambela & Mauliyah, 2016). Manajer mungkin memilih untuk mengonsumsi fasilitas perusahaan secara berlebihan (*perquisite consumption*), menghindari proyek berisiko meskipun menguntungkan (*risk aversion* yang berlebihan), atau memperbesar skala perusahaan melampaui ukuran optimal (*empire building*). Semua tindakan ini mengurangi nilai perusahaan dan merugikan pemegang saham. Jensen dan Meckling (1976) mengusulkan bahwa pemberian saham kepada manajer dapat menyelaraskan kepentingan manajer dengan pemegang saham karena manajer juga akan menanggung konsekuensi dari keputusan yang merugikan. Ketika manajer memiliki saham perusahaan, setiap pengurangan nilai perusahaan akibat tindakan mereka akan mengurangi kekayaan pribadi mereka. Dengan demikian insentif untuk melakukan tindakan yang merugikan pemegang saham akan berkurang. Namun biaya keagenan tidak dapat dihilangkan sepenuhnya karena akan selalu ada trade off antara biaya pemberian insentif dan manfaat dari pengurangan konflik (Kiefer et al., 2017).

Dalam lingkup kebijakan utang, kepemilikan manajerial mempengaruhi preferensi manajer terhadap penggunaan utang sebagai sumber pendanaan. Jensen (1986) mengembangkan teori *free cash flow* yang menjelaskan bahwa utang berfungsi sebagai mekanisme pengendalian yang mengurangi kebebasan manajer untuk menggunakan arus kas bebas. Ketika perusahaan memiliki utang, manajer wajib membayar bunga dan pokok utang secara periodik sehingga arus kas yang tersedia untuk dibelanjakan secara bebas menjadi lebih kecil. Hal ini membatasi kemampuan manajer untuk melakukan investasi yang tidak menguntungkan atau mengonsumsi fasilitas perusahaan secara berlebihan. Pengelolaan modal kerja yang baik melalui pengendalian aktiva lancar, utang lancar, dan piutang sangat penting untuk menjaga likuiditas perusahaan agar kewajiban utang dapat dipenuhi tanpa mengganggu kelancaran operasional perusahaan (Ernawati, 2016). Manajer dengan kepemilikan saham rendah mungkin sangat tidak menyukai utang karena utang mengurangi kebebasan mereka dan meningkatkan risiko kebangkrutan (Mardikaningsih & Darmawan, 2012). Sebaliknya manajer dengan kepemilikan saham tinggi mungkin lebih bersedia menerima utang karena mereka memahami bahwa utang dapat menjadi disiplin yang meningkatkan nilai perusahaan. Namun ada batasan dari argumen ini karena utang yang terlalu tinggi juga meningkatkan risiko kebangkrutan yang akan menghancurkan nilai saham yang dimiliki manajer. Friend dan Lang (1988) menemukan bahwa perusahaan dengan kepemilikan manajerial yang lebih tinggi cenderung menggunakan utang yang lebih rendah, yang bertentangan dengan prediksi teori *free cash flow*. Ini menunjukkan bahwa efek risiko dari utang mungkin lebih dominan daripada efek disiplin bagi manajer yang memiliki saham.

Kebijakan dividen juga dipengaruhi oleh kepemilikan manajerial melalui mekanisme yang terkait dengan arus kas bebas (Lin et al., 2017). Jensen (1986) berargumen bahwa pembayaran dividen mengurangi arus kas yang tersedia bagi manajer, sehingga membatasi kemampuan mereka untuk melakukan investasi yang tidak menguntungkan. Perusahaan dengan peluang pertumbuhan rendah namun arus kas tinggi seharusnya membayar dividen yang tinggi untuk mencegah manajer membuang uang pada proyek proyek yang merusak nilai. Manajer dengan kepemilikan saham rendah mungkin lebih suka menahan laba untuk memperbesar skala perusahaan dan meningkatkan kekuasaan mereka. Sebaliknya manajer dengan kepemilikan saham tinggi mungkin lebih mendukung pembayaran dividen yang tinggi karena mereka mendapatkan manfaat langsung dari dividen tersebut (Jiraporn et al., 2016). Namun penelitian empiris menunjukkan hasil yang beragam. Beberapa studi menemukan hubungan positif antara kepemilikan manajerial dan rasio pembayaran dividen, yang konsisten dengan argumen bahwa manajer yang memiliki saham ingin menikmati dividen. Studi lain menemukan hubungan negatif, yang konsisten dengan argumen bahwa manajer dengan kepemilikan saham tinggi lebih suka menahan laba untuk menghindari pajak dividen atau untuk mendanai investasi. Perbedaan hasil ini mungkin disebabkan oleh perbedaan karakteristik sampel seperti ukuran perusahaan, peluang pertumbuhan, dan sistem pajak di berbagai negara. Rozef (1982) dalam penelitian awal menemukan bahwa perusahaan dengan kepemilikan manajerial yang lebih tinggi cenderung membayar dividen yang lebih rendah, konsisten dengan preferensi terhadap capital gain yang dikenakan pajak lebih rendah.

Kepemilikan manajerial juga mempengaruhi kebijakan investasi perusahaan melalui pengaruhnya terhadap sikap manajer terhadap risiko. Manajer yang tidak memiliki saham atau memiliki saham dalam jumlah kecil cenderung lebih menghindari risiko karena kegagalan proyek berisiko dapat menyebabkan mereka kehilangan pekerjaan (Bova et al., 2014). Kehilangan pekerjaan berarti kehilangan gaji, bonus, dan reputasi yang lebih berharga daripada potensi keuntungan dari proyek berisiko. Sebaliknya manajer dengan kepemilikan saham yang signifikan mungkin bersedia mengambil risiko yang lebih besar karena mereka berpartisipasi dalam keuntungan jika proyek berhasil. Namun argumen ini menjadi lebih kompleks karena manajer dengan kepemilikan saham sangat besar mungkin menjadi terlalu menghindari risiko karena kekayaan pribadi mereka terkonsentrasi pada satu perusahaan. Kekayaan yang tidak terdiversifikasi membuat mereka sangat sensitif terhadap kemungkinan kebangkrutan yang akan menghancurkan seluruh kekayaan mereka. Penelitian oleh Morck et al. (1988) menemukan bahwa hubungan antara kepemilikan manajerial dan nilai perusahaan berbentuk kurva terbalik, yang mencerminkan trade off antara efek insentif dan efek entrenchment. Pada tingkat kepemilikan rendah hingga sedang, peningkatan kepemilikan meningkatkan nilai perusahaan karena menyelaraskan insentif. Pada tingkat

kepemilikan sangat tinggi, peningkatan kepemilikan menurunkan nilai perusahaan karena manajer menjadi terlalu berkuasa dan tidak terkendali (Fahlenbrach & Stulz, 2009). Temuan ini menunjukkan bahwa kebijakan investasi yang optimal memerlukan tingkat kepemilikan manajerial yang tidak terlalu rendah dan tidak terlalu tinggi.

Efek entrenchment atau posisi manajer yang terlalu kuat terjadi ketika kepemilikan saham manajer mencapai tingkat di mana mereka tidak dapat diberhentikan oleh pemegang saham lainnya (Yuan, 2009). Pada tingkat kepemilikan ini, manajer dapat membuat keputusan yang menguntungkan diri sendiri tanpa takut dipecat. Mereka mungkin memilih tingkat investasi yang terlalu rendah untuk menghindari risiko yang tidak perlu atau terlalu tinggi untuk memperbesar gengsi. Mereka mungkin memilih tingkat utang yang terlalu rendah untuk menghindari pengawasan dari kreditur atau tingkat utang yang terlalu tinggi untuk mengambil manfaat dari tax shield tanpa memperhatikan risiko kebangkrutan. Mereka mungkin memilih tingkat dividen yang terlalu rendah untuk menahan laba yang dapat digunakan untuk proyek proyek yang menguntungkan mereka secara pribadi. Morck et al. (1988) menemukan bahwa titik balik dari efek positif ke efek negatif terjadi pada sekitar lima persen kepemilikan untuk sampel perusahaan Amerika pada tahun 1980an. Namun titik balik ini bervariasi tergantung pada karakteristik perusahaan dan periode waktu. Perusahaan dengan dewan komisaris yang independen dan kuat mungkin dapat mentolerir kepemilikan manajerial yang lebih tinggi karena masih ada pengawasan yang efektif. Perusahaan dengan pemegang saham institusional yang besar mungkin juga dapat mengendalikan manajer meskipun kepemilikan manajerial tinggi. Selain itu, efek entrenchment mungkin tidak muncul secara linear tetapi bertahap setelah melewati ambang batas tertentu. Penelitian oleh Short dan Keasey (1999) menemukan bukti efek entrenchment pada tingkat kepemilikan sekitar dua belas persen untuk sampel perusahaan Inggris.

Struktur modal atau capital structure perusahaan juga dipengaruhi oleh kepemilikan manajerial melalui berbagai saluran yang kompleks (Lundstrum, 2009). Friend dan Lang (1988) menguji hubungan antara kepemilikan manajerial dan rasio utang pada sampel perusahaan Amerika dan menemukan hubungan negatif yang signifikan. Perusahaan dengan manajer yang memiliki saham lebih banyak cenderung menggunakan utang yang lebih sedikit dibandingkan perusahaan dengan manajer yang memiliki saham sedikit. Temuan ini konsisten dengan argumen bahwa manajer yang memiliki saham lebih menghindari risiko kebangkrutan yang dapat menghancurkan kekayaan pribadi mereka. Utang meningkatkan variabilitas laba dan probabilitas kebangkrutan, sehingga manajer dengan kekayaan yang terkonsentrasi pada satu perusahaan akan sangat dirugikan oleh kebangkrutan. Sebaliknya manajer dengan kepemilikan saham rendah mungkin lebih berani menggunakan utang karena mereka tidak menanggung risiko penurunan nilai

saham secara langsung. Namun penelitian lain oleh Berger et al. (1997) menemukan bahwa hubungan antara kepemilikan manajerial dan utang tidak linear. Pada tingkat kepemilikan rendah hingga sedang, peningkatan kepemilikan menurunkan rasio utang (konsisten dengan Friend dan Lang). Namun pada tingkat kepemilikan yang sangat tinggi, peningkatan kepemilikan justru meningkatkan rasio utang. Temuan ini menunjukkan bahwa pada tingkat entrenchment, manajer mungkin menggunakan utang sebagai mekanisme untuk membatasi disiplin dari pemegang saham atau untuk melakukan leveraged buyout. Dengan utang yang tinggi, manajer dapat mengakuisisi saham yang tidak mereka miliki dan meningkatkan persentase kepemilikan mereka. Interpretasi ini menunjukkan bahwa efek entrenchment dapat memmanifestasikan diri dalam berbagai bentuk tergantung pada tujuan manajer (Lotto, 2015).

Pengujian empiris hubungan antara kepemilikan manajerial dan kebijakan keuangan menghadapi tantangan serius karena masalah endogenitas. Demsetz (1983) berargumen bahwa struktur kepemilikan adalah hasil dari proses ekonomi yang rasional, bukan variabel eksogen yang independen. Perusahaan dengan prospek pertumbuhan tinggi mungkin secara sengaja memberikan lebih banyak saham kepada manajer sebagai insentif untuk bekerja keras. Perusahaan dengan risiko bisnis tinggi mungkin secara sengaja memberikan lebih sedikit saham kepada manajer karena mereka tidak mau membebani manajer dengan risiko yang tidak perlu. Dengan demikian hubungan yang diamati antara kepemilikan manajerial dan kebijakan keuangan mungkin mencerminkan hubungan terbalik atau adanya variabel ketiga yang mempengaruhi keduanya. Pihak manajerial juga memiliki tanggung jawab untuk mengambil kebijakan yang tidak hanya menguntungkan perusahaan tetapi juga menjaga kepentingan para pemangku kepentingan dan lingkungan sosial tempat perusahaan beroperasi (Lestari, 2017). Penelitian oleh Himmelberg et al. (1999) menggunakan metode variabel instrumental untuk mengatasi masalah endogenitas dan menemukan bahwa setelah mengendalikan karakteristik perusahaan, kepemilikan manajerial tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Temuan ini mendukung argumen Demsetz bahwa struktur kepemilikan adalah hasil optimal dari karakteristik perusahaan, bukan penentu nilai perusahaan. Namun penelitian oleh Palia (2001) dengan metode yang lebih canggih menemukan bahwa masih ada pengaruh kepemilikan manajerial setelah mengendalikan endogenitas. Perdebatan tentang endogenitas ini belum terselesaikan dan terus menjadi topik penelitian aktif dalam keuangan perusahaan. Implikasi praktisnya adalah bahwa perusahaan tidak dapat begitu saja mengadopsi tingkat kepemilikan manajerial yang ditemukan optimal dalam satu penelitian karena optimalitas tersebut tergantung pada karakteristik spesifik perusahaan.

Kepemilikan manajerial juga berinteraksi dengan mekanisme tata kelola lainnya seperti kepemilikan institusional, komposisi dewan, dan pasar untuk pengendalian korporat. Perusahaan dengan kepemilikan institusional yang besar mungkin memerlukan kepemilikan manajerial yang lebih rendah karena institusi besar dapat melakukan monitoring secara aktif (Bolton, 2009). Pemegang saham institusional seperti dana pensiun dan reksa dana memiliki sumber daya dan keahlian untuk mengawasi manajer serta kapasitas untuk mempengaruhi keputusan perusahaan melalui hak suara mereka. Kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional berfungsi sebagai substitusi, bukan komplementasi. Sebaliknya perusahaan dengan dewan komisaris yang independen dan kuat mungkin juga dapat mengawasi manajer dengan kepemilikan saham tinggi. Dewan independen tidak memiliki hubungan bisnis atau keluarga dengan manajer sehingga dapat mengambil keputusan objektif tentang kompensasi dan suksesi. Namun efektivitas dewan independen tergantung pada keberanian mereka untuk menentang manajer dan pada informasi yang mereka terima. Penelitian oleh Weisbach (1988) menemukan bahwa dewan dengan komposisi independen lebih cenderung mengganti CEO berkinerja buruk dibandingkan dewan yang didominasi manajer. Dalam lingkup kepemilikan manajerial, dewan independen mungkin menjadi lebih penting ketika kepemilikan manajerial tinggi karena risiko entrenchment meningkat. Pasar untuk pengendalian korporat yaitu ancaman pengambilalihan oleh pihak luar juga berfungsi sebagai mekanisme disiplin bagi manajer. Namun ancaman ini menjadi tidak relevan jika manajer memiliki cukup saham untuk menghalangi pengambilalihan (Mardikaningsih & Darmawan, 2011).

Peran dewan komisaris untuk mengawasi manajer dengan kepemilikan saham menjadi sangat kritis ketika kepemilikan tersebut mendekati tingkat entrenchment (Courteau et al., 2017). Dewan komisaris bertanggung jawab untuk melindungi kepentingan pemegang saham minoritas dari kemungkinan ekspropriasi oleh manajer yang memiliki kendali. Fama dan Jensen (1983) menjelaskan bahwa dewan komisaris adalah mekanisme pengendalian internal tertinggi dalam perusahaan yang memiliki otoritas untuk mempekerjakan, memberhentikan, dan memberi kompensasi kepada manajer puncak. Efektivitas dewan sangat tergantung pada independensi anggotanya dari manajemen. Dewan yang didominasi oleh mantan eksekutif perusahaan atau memiliki hubungan bisnis dengan perusahaan akan sulit bertindak objektif ketika menghadapi manajer yang melakukan kesalahan. Dalam lingkup kepemilikan manajerial, dewan komisaris perlu lebih waspada ketika CEO memiliki porsi saham yang signifikan. CEO yang juga pemegang saham besar memiliki insentif untuk meningkatkan nilai perusahaan tetapi juga memiliki kekuasaan yang lebih besar untuk mempengaruhi komposisi dewan. Penelitian oleh Hermalin dan Weisbach (1998) menunjukkan bahwa kekuatan tawar menawar CEO mempengaruhi komposisi dewan. CEO yang kuat cenderung memiliki dewan yang lebih ramah sehingga pengawasan menjadi lebih lemah.

Hal ini menjadi masalah ketika kepemilikan manajerial sudah mencapai tingkat entrenchment karena tidak ada lagi mekanisme internal yang efektif untuk mengendalikan manajer. Dalam situasi seperti ini, pemegang saham harus bergantung pada mekanisme eksternal seperti ancaman pengambilalihan atau litigasi.

Perbedaan antara perusahaan keluarga dan non keluarga dalam hal hubungan kepemilikan manajerial dan kebijakan keuangan menarik untuk dicermati. Dalam perusahaan keluarga, manajer seringkali adalah anggota keluarga pendiri yang memiliki porsi saham yang sangat besar. Kepemilikan manajerial dalam perusahaan keluarga jauh lebih tinggi daripada rata-rata perusahaan non keluarga (Latrous & Trabelsi, 2012). Pada tingkat kepemilikan yang sangat tinggi ini, efek entrenchment mungkin sudah terjadi sejak awal. Manajer dari keluarga pendiri mungkin membuat keputusan yang menguntungkan keluarga mereka sendiri dengan mengorbankan pemegang saham minoritas. Namun penelitian oleh Anderson dan Reeb (2003) menemukan bahwa perusahaan keluarga justru berkinerja lebih baik daripada perusahaan non keluarga, bertentangan dengan prediksi entrenchment. Temuan ini menunjukkan bahwa dalam perusahaan keluarga, hubungan antara kepemilikan dan nilai perusahaan mungkin berbeda karena adanya faktor non keuangan seperti reputasi keluarga dan keinginan untuk mewariskan perusahaan ke generasi berikutnya. Anggota keluarga pendiri mungkin lebih mementingkan kelangsungan jangka panjang perusahaan daripada keuntungan jangka pendek. Dalam lingkup kebijakan keuangan, perusahaan keluarga cenderung menggunakan utang yang lebih rendah dan memiliki rasio pembayaran dividen yang berbeda. Mereka mungkin lebih konservatif karena ingin melindungi kekayaan keluarga dari risiko kebangkrutan. Mereka mungkin membayar dividen yang lebih rendah untuk menahan laba yang dapat digunakan untuk mendanai pertumbuhan. Perbedaan ini menunjukkan bahwa hubungan kepemilikan manajerial dan kebijakan keuangan tidak bersifat universal tetapi tergantung pada jenis kepemilikan dan motivasi pemilik.

PENUTUP

Kepemilikan manajerial berfungsi sebagai mekanisme penyalarsan insentif antara manajer dan pemegang saham dalam teori keagenan. Pada tingkat kepemilikan rendah hingga sedang, peningkatan kepemilikan manajerial mengurangi konflik keagenan dan mendorong kebijakan keuangan yang lebih optimal. Kepemilikan manajerial mempengaruhi kebijakan utang, dividen, dan investasi melalui pengaruhnya terhadap sikap terhadap risiko dan insentif untuk mengendalikan arus kas bebas. Pada tingkat kepemilikan yang sangat tinggi, terjadi efek entrenchment di mana manajer menjadi terlalu berkuasa dan tidak dapat dikendalikan. Hubungan antara kepemilikan manajerial dan nilai perusahaan berbentuk kurva terbalik atau inverted U shape dengan titik optimal pada tingkat kepemilikan menengah. Masalah endogenitas

menyulitkan identifikasi hubungan kausal karena kepemilikan manajerial dan kebijakan keuangan ditentukan secara bersama sama. Interaksi dengan mekanisme tata kelola lain seperti kepemilikan institusional, komposisi dewan, dan pasar untuk pengendalian korporat mempengaruhi efektivitas kepemilikan manajerial. Perusahaan keluarga menunjukkan pola yang berbeda karena adanya motivasi non keuangan seperti reputasi dan keinginan untuk mewariskan perusahaan. Desain tata kelola perusahaan harus mempertimbangkan trade off antara biaya dan manfaat dari kepemilikan manajerial serta karakteristik spesifik perusahaan.

Implikasi teoretis dari studi ini adalah perlunya model yang mengintegrasikan efek nonlinear, endogenitas, dan interaksi dengan mekanisme tata kelola lain dalam analisis kepemilikan manajerial. Peneliti selanjutnya dapat menguji secara empiris model nonlinear dengan mempertimbangkan faktor kontekstual seperti tingkat persaingan industri dan kualitas institusi legal. Bagi praktisi tata kelola perusahaan, rekomendasi utama adalah tidak mengadopsi tingkat kepemilikan manajerial secara seragam tetapi menyesuaikan dengan karakteristik perusahaan. Perusahaan dalam industri dengan persaingan ketat mungkin memerlukan kepemilikan manajerial yang lebih rendah karena persaingan sudah berfungsi sebagai mekanisme disiplin. Perusahaan dengan aset tidak berwujud tinggi seperti perusahaan teknologi mungkin memerlukan kepemilikan manajerial yang lebih tinggi karena biaya monitoring yang mahal. Dewan komisaris harus lebih waspada ketika kepemilikan manajerial mendekati tingkat yang dapat menyebabkan entrenchment. Pemegang saham institusional perlu secara aktif menggunakan hak suara mereka untuk mengawasi manajer terutama ketika kepemilikan manajerial tinggi. Skema kompensasi manajer harus dirancang dengan kombinasi antara kepemilikan saham dan opsi saham untuk menciptakan insentif yang seimbang antara jangka pendek dan jangka panjang. Perusahaan yang akan go public perlu mempertimbangkan tingkat kepemilikan manajerial setelah penawaran umum karena akan mempengaruhi persepsi investor tentang kualitas tata kelola. Evaluasi berkala terhadap struktur kepemilikan dan kebijakan keuangan perlu dilakukan seiring perubahan kondisi bisnis dan regulasi.

DAFTAR PUSTAKA

- Andayani, D., & Darmawan, D. (2010). Teori keputusan manajerial. Metromedia, Surabaya.
- Anderson, R. C., & Reeb, D. M. (2003). Founding family ownership and firm performance: Evidence from the S&P 500. *Journal of Finance*, 58(3), 1301-1328.
- Berger, P. G., Ofek, E., & Yermack, D. L. (1997). Managerial entrenchment and capital structure decisions. *Journal of Finance*, 52(4), 1411-1438.

- Bolton, B. (2009). Incentives vs. entrenchment: a comparison of competing governance mechanisms. *Corporate Ownership and Control*, 7(1), 204–221. <https://doi.org/10.22495/COCV7I1C1P5>
- Bova, F., Kolev, K., Thomas, J. K., & Zhang, F. (2014). Non-Executive Employee Ownership and Corporate Risk. *Social Science Research Network*. <https://doi.org/10.2139/SSRN.2297996>
- Courteau, L., Pietra, R. D., Giudici, P., & Melis, A. (2017). The role and effect of controlling shareholders in corporate governance. *Journal of Management & Governance*, 21(3), 561–572. <https://doi.org/10.1007/S10997-016-9365-1>
- Creswell, J. W. (2009). *Research design: Qualitative, quantitative, and mixed methods approaches* (3rd ed.). Sage Publications.
- Darmawan, D. (2011). Mekanisme liquidity trap dan kegagalan kebijakan moneter konvensional setelah krisis global. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis*, 1(1), 73–84.
- Darmawan, D. (2013). *Prinsip-prinsip perilaku organisasi*. Pena Semesta – PT. JePe Press Media Utama, Surabaya.
- Darmawan, D., & Mardikaningsih, R. (2012). Pengukuran Kinerja Organisasi Melalui Key Performance Indicators yang Efektif. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis*, 2(2), 59–72.
- Darmawan, D., Mardikaningsih, R., & Putra, A. R. (2013). Proses integrasi fungsi SDM dengan fungsi pemasaran, produksi, dan keuangan. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis*, 3(1), 32–42.
- Demsetz, H. (1983). The structure of ownership and the theory of the firm. *Journal of Law and Economics*, 26(2), 375–390.
- Ernawati, E. (2016). Efektifitas manajemen piutang dalam upaya meningkatkan modal kerja PT. BPR Aridha Arta Nugraha. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis*, 6(2), 18–28.
- Fahlenbrach, R., & Stulz, R. M. (2009). Managerial ownership dynamics and firm value. *Journal of Financial Economics*, 92(3), 342–361. <https://doi.org/10.1016/J.JFINECO.2008.06.005>
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*, 26(2), 301–325.
- Florackis, C., Kostakis, A., & Ozkan, A. (2009). Managerial ownership and performance. *Journal of Business Research*, 62(12), 1350–1357. <https://doi.org/10.1016/J.JBUSRES.2008.12.001>
- Friend, I., & Lang, L. H. P. (1988). An empirical test of the impact of managerial self interest on corporate capital structure. *Journal of Finance*, 43(2), 271–281.
- Hariani, M., & Mardikaningsih, R. (2016). Makna Penghargaan dalam Sistem Kompensasi dan Tunjangan Karyawan. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis*, 6(2), 42–56.

- Hariani, M., Mardikaningsih, R., & Sinambela, E. A. (2014). Desain Kompensasi Strategis untuk Menyelaraskan Perilaku Kerja dengan Tujuan Organisasi. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis*, 4(1), 51–62.
- Hermalin, B. E., & Weisbach, M. S. (1998). Endogenously chosen boards of directors and their monitoring of the CEO. *American Economic Review*, 88(1), 96-118.
- Himmelberg, C. P., Hubbard, R. G., & Palia, D. (1999). Understanding the determinants of managerial ownership and the link between ownership and performance. *Journal of Financial Economics*, 53(3), 353-384.
- Huiyuan, C. (2012). Effect of manager shareholding on performance of listed companies: Based on the assumption that the private return of the manager shall be larger than the return on equity. 620–623. <https://doi.org/10.1109/ISRA.2012.6219265>
- Irfan, M., Darmawan, D., & Arifin, S. (2014). Proses Penataan Ulang Fungsi SDM Seiring Perubahan Strategi Korporasi. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis*, 4(1), 63–74.
- Jadiyappa, N., Saikia, N., & Parikh, B. (2018). Managerial Stock Ownership and Debt Diversification. *International Review of Finance*, 20(3), 747–755. <https://doi.org/10.1111/IRFI.12229>
- Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review*, 76(2), 323-329.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Jiraporn, P., leelalai, veeranuch, & Tong, S. (2016). The effect of managerial ability on dividend policy: how do talented managers view dividend payouts? *Applied Economics Letters*, 23(12), 857–862.
- Khasanah, H., Arum, S., & Darmawan, D. (2010). Pengantar manajemen bisnis. Spektrum Nusa Press, Jakarta.
- Kiefer, M., Jones, E., & Adams, A. T. (2017). Shareholders and managers as principal-agent hierarchies and cooperative teams. *Qualitative Research in Financial Markets*, 9(1), 48–71. <https://doi.org/10.1108/QRFM-04-2016-0014>
- Krippendorff, K. (2004). *Content analysis: An introduction to its methodology* (2nd ed.). Sage Publications, Thousand Oaks.
- Latrous, I., & Trabelsi, S. (2012). Do family firms use more or less debt. *International Journal of Corporate Governance*, 3, 182–209.
- Lestari, U. P. (2017). Pengaruh socially responsible marketing dan corporate social responsibility terhadap brand image di perusahaan Ziebart Rust Proof Cabang Surabaya. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis*, 7(1), 16-25.

- Lestari, U. P., & Mahmudah, N. (2017). Analisis perbandingan kinerja perusahaan prospector dan defender dengan alat ukur rasio keuangan pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). *Jurnal Ekonomi dan Bisnis*, 7(2), 8-19.
- Lin, T.-J., Chen, Y.-P., & Tsai, H.-F. (2017). The relationship among information asymmetry, dividend policy and ownership structure. *Finance Research Letters*, 20(20), 1–12. <https://doi.org/10.1016/J.FRL.2016.06.008>
- Lotto, J. (2015). The effect of separating ownership from control on corporate leverage. *Business Management Review*, 16(1), 1–17.
- Lundstrum, L. L. (2009). Entrenched management, capital structure changes and firm value. *Journal of Economics and Finance*, 33(2), 161–175. <https://doi.org/10.1007/S12197-008-9037-3>
- Mardikaningsih, R. (2015). Perempuan dan Kemandirian Ekonomi Melalui Kegiatan Wirausaha. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis*, 5(2), 61–72.
- Mardikaningsih, R., & Darmawan, D. (2011). Mekanisme pengelolaan bakat dalam memperkuat posisi kompetitif perusahaan. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis*, 1(1).
- Mardikaningsih, R., & Darmawan, D. (2011). Pengaruh representativeness, availability, dan anchoring terhadap keputusan investasi. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis*, 1(2), 61-75.
- Mardikaningsih, R., & Darmawan, D. (2012). Studi tentang karakteristik individu, kepemimpinan, kompensasi, organizational citizenship behavior, dan budaya organisasi untuk membentuk kepuasan kerja dan kinerja. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis*, 2(2), 7-25.
- Mardikaningsih, R., & Darmawan, D. (2013). Desain kompensasi strategis untuk keberlanjutan organisasi. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis*, 3(1), 55–66.
- Mardikaningsih, R., & Darmawan, D. (2014). Strategi Kognitif Wirausahawan untuk Menghadapi Ketidakpastian Radikal. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis*, 4(2), 63-74.
- Mardikaningsih, R., & Darmawan, D. (2016). Strategi Pengembangan Kompetensi Inti untuk Keunggulan Bersaing. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis*, 6(1), 35–48.
- Mardikaningsih, R., & Hariani, M. (2015). Implementasi Pengendalian Kualitas pada Usaha Mikro Kecil dan Menengah Modern dengan Sumber Daya Terbatas. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis*, 5(1), 41–52.
- Meutia, R., Erlina, R. B., & K, A. F. (2018). Analysis of Interdependence Relationship Between Investment Decisions, Financing Decisions and Dividend Decisions on Manufacturing Companies in Indonesia Stock Exchange Period 2010-2017. *Eurasian Journal of Analytical Chemistry*, 13(6), 303–307.
- Morck, R., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1988). Management ownership and market valuation: An empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, 20(1-2), 293-315.

- Palia, D. (2001). The endogeneity of managerial compensation in firm valuation: A solution. *Review of Financial Studies*, 14(3), 735-764.
- Putra, A. R., Arifin, S., & Darmawan, D. (2017). Total quality management dalam membangun kualitas dan kemampuan keberlanjutan perusahaan. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis*, 7(1), 57-73.
- Putra, A. R., Arifin, S., & Darmawan, D. (2017). Total Quality Management dalam Membangun Kualitas dan Kemampuan Keberlanjutan Perusahaan. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis*, 7(1), 57-73.
- Putra, A. R., Darmawan, D., & Al Hakim, Y. R. (2014). Mekanisme Penciptaan dan Perlindungan Keahlian Inti untuk Keunggulan Kompetitif Berkelanjutan. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis*, 4(1), 37-50.
- Rojak, J. A., & Darmawan, D. (2015). Strategi Kompensasi yang Kompetitif untuk Mendukung Retensi Karyawan. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis*, 5(1), 53-64.
- Rozef, M. S. (1982). Growth, beta and agency costs as determinants of dividend payout ratios. *Journal of Financial Research*, 5(3), 249-259.
- Short, H., & Keasey, K. (1999). Managerial ownership and the performance of firms: Evidence from the UK. *Journal of Corporate Finance*, 5(1), 79-101.
- Sinambela, E. A., & Aprilianti, E. T. (2013). Value based pricing sebagai pendekatan optimal dalam penentuan harga. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis*, 3(1), 43-54.
- Sinambela, E. A., & Darmawan, D. (2011). Analisis dampak penerapan sistem informasi akuntansi terhadap kualitas laporan keuangan melalui sistem pengendalian internal sebagai variabel intervening. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis*, 1(1), 18-29.
- Sinambela, E. A., & Mauliyah, N. I. (2016). Sistem informasi keuangan sebagai pendorong pengembangan organisasi dari akurasi pelaporan hingga transparansi. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis*, 6(2), 57-70.
- Sinambela, E. A., & Mauliyah, N. I. (2016). Sistem Informasi Keuangan Sebagai Pendorong Pengembangan Organisasi Dari Akurasi Pelaporan Hingga Transparansi. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis*, 6(2), 57-70.
- Wang, C., & Rowe, W. (2009). Do changes in managerial ownership matter. *Corporate Ownership and Control*, 6(3), 371-387.
- Weisbach, M. S. (1988). Outside directors and CEO turnover. *Journal of Financial Economics*, 20(1-2), 431-460.
- Yuan, C. (2009). A study of the effect of managerial entrenchment on CEO turnover in Chinese listed companies. 1168-1173.