

**PENGARUH KEPEMILIKAN MANAJERIAL, TERHADAP NILAI PERUSAHAAN DENGAN  
KEBIJAKAN HUTANG SEBAGAI VARIABEL PENJELAS PADA PERUSAHAAN PUBLIK DI  
INDONESIA**

**Sri Hermuningsih**

Fakultas Ekonomi, Universitas Sarjanawiyata Tamansiswa Yogyakarta

*[Email: hermun\\_feust@yahoo.co.id](mailto:hermun_feust@yahoo.co.id)*

**ABSTRACT**

*The objective of this research is to examine whether there is a effect of insider ownership on firm value with debt policy are explain variabel at companies which were listed in Indonesia Stock Exchange. The samples are drawn from all firms listed at the Indonesia Stock Exchange 2008. Using the Structural Equation Modelling, the results show the existence of 1) insider ownership have an effect to firm value 2) insider ownership have not a significant effect to debt policy 3) insider ownership and debt policy have an effect to firm value*

**Keywords:** *kepemilikan manajerial , kebijakan hutang dan nilai perusahaan*

### I. PENDAHULUAN

Pengelolaan Perusahaan lazimnya bertujuan untuk memakmurkan pemiliknya. Semakin tinggi harga saham berarti semakin memakmurkan pemilik saham. Harga pasar saham menunjukkan nilai perusahaan. Perusahaan mempunyai tujuan 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.

Untuk mencapai tujuan tersebut, para pemilik modal (sebagai principal) bisa mempercayakan kepada para profesional (manajerial) atau *insiders* atau sering disebut agen. Para professional itu atau manajer akan bertanggung jawab *pertama* terhadap keputusan alokasi dana baik yang dana yang berasal dari dalam perusahaan maupun dari luar perusahaan untuk investasi, *kedua* adalah menyangkut keputusan pembelanjaan. Keputusan ini akan terkait dengan optimasi pembelanjaan, *Ketiga* adalah menyangkut keputusan dividen (Martono & Hardjito, 2006).

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.

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 uraian di atas, peneliti ingin melakukan penelitian ” Pengaruh Kepemilikan Manajerial Terhadap Nilai Perusahaan dengan Kebijakan Hutang sebagai variabel Penjelas Pada Perusahaan Publik Di Indonesia”

## **II. TINJAUAN PUSTAKA, KERANGKA PEMIKIRAN, DAN HIPOTESIS**

### **2.1. Tinjauan Pustaka.**

#### **2.1.1. Nilai Perusahaan**

Nilai perusahaan lazim diindikasikan dengan *price to book value*. *Price to book value* yang tinggi akan membuat pasar percaya atas prospek perusahaan ke depan. Hal ini juga menjadi keinginan para pemilik perusahaan, sebab nilai perusahaan yang tinggi mengindikasikan kemakmuran pemegang saham juga tinggi ( Soliha & Taswan, 2002). Dalam realitasnya tidak semua perusahaan menginginkan harga saham tinggi ( mahal ), karena takut tidak laku dijual atau tidak menarik investor untuk membelinya. Hal ini bisa dibuktikan dengan adanya perusahaan-perusahaan yang go publik di Bursa Efek Indonesia yang melakukan stock split ( memecah saham ). Itulah sebabnya harga saham harus dapat di buat seoptimal mungkin. Artinya harga saham tidak boleh terlalu tinggi atau terlalu rendah . Harga saham yang terlalu murah dapat berdampak buruk pada citra perusahaan dimata investor.

Tujuan pokok yang ingin dicapai oleh perusahaan adalah memaksimalkan profit, pandangan ini semakin lama telah bergeser akibat kelemahan-kelemahan yang ditemui dalam tujuan ini (Agus Sartono, 2001:7).

Kelemahan-kelemahan tersebut antara lain:

Pertama, standar ekonomi mikro dengan memaksimalkan profit adalah bersifat statis karena tidak memperhatikan dimensi waktu, sehingga tidak ada perbedaan antara profit dalam jangka pendek maupun panjang. Kedua, pengertian profit itu sendiri, apakah memaksimalkan jumlah profit secara nominal ataukah tingkat profit. Ketiga, adalah menyangkut risiko yang berkaitan dengan setiap alternatif keputusan, memaksimalkan profit tanpa mempertimbangkan risiko yang akan terjadi adalah suatu kesalahan fatal. Keempat, memaksimalkan profit bisa saja dilakukan dengan menanamkan dana hasil penjualan saham melalui deposito, namun pemegang saham akan meminta tingkat keuntungan yang lebih besar dari tingkat deposito atas risiko yang lebih besar, sehingga harga pasar menurun akibatnya nilai perusahaan akan menurun pula.

### **2.1.2. Kepemilikan Manajerial**

Kepemilikan manajerial adalah situasi dimana manajer memiliki saham perusahaan atau dengan kata lain manajer tersebut sekaligus sebagai pemegang saham perusahaan. Dalam laporan keuangan, keadaan ini ditunjukkan dengan besarnya persentase kepemilikan saham perusahaan oleh manajer. Karena hal ini merupakan informasi penting bagi pengguna laporan keuangan maka informasi ini akan diungkapkan dalam

catatan atas laporan keuangan. Adanya kepemilikan manajerial menjadi hal yang menarik jika dikaitkan dengan *agency theory*. Dalam kerangka *agency theory*, hubungan antara manajer dan pemegang saham digambarkan sebagai hubungan antara *agent* dan *principal* (Schroeder et al. 2001). *Agent* diberi mandat oleh *principal* untuk menjalankan bisnis demi kepentingan *principal*. Manajer sebagai *agent* dan pemegang saham sebagai *principal*. Keputusan bisnis yang diambil manajer adalah keputusan untuk memaksimalkan sumber daya (utilitas) perusahaan. Suatu ancaman bagi pemegang saham jikalau manajer bertindak untuk kepentingannya sendiri, bukan untuk kepentingan pemegang saham. Dalam konteks ini masing-masing pihak memiliki kepentingan sendiri-sendiri. Inilah yang menjadi masalah dasar dalam *agency theory* yaitu adanya konflik kepentingan. Pemegang saham dan manajer masing-masing berkepentingan untuk memaksimalkan tujuannya. Masing-masing pihak memiliki risiko terkait dengan fungsinya, manajer memiliki risiko untuk tidak ditunjuk lagi sebagai manajer jika gagal menjalankan fungsinya, sementara pemegang saham memiliki risiko kehilangan modalnya jika salah memilih manajer. Kondisi ini merupakan konsekuensi adanya pemisahan fungsi pengelolaan dengan fungsi kepemilikan. Situasi tersebut di atas tentunya akan berbeda, jika kondisinya manajer juga sekaligus sebagai pemegang saham atau pemegang saham juga sekaligus manajer atau disebut juga kondisi perusahaan dengan kepemilikan manajerial. Keputusan dan aktivitas di perusahaan dengan kepemilikan manajerial tentu akan berbeda dengan perusahaan tanpa kepemilikan manajerial. Dalam perusahaan dengan kepemilikan manajerial, manajer yang sekaligus pemegang saham tentunya akan

menselaraskan kepentingannya dengan kepentingannya sebagai pemegang saham. Sementara dalam perusahaan tanpa kepemilikan manajerial, manajer yang bukan pemegang saham kemungkinan hanya mementingkan kepentingannya sendiri.

### 2.1.3. Kebijakan Hutang

MM berpendapat bahwa semakin besar penggunaan hutang akan semakin besar pula risiko dan berarti biaya modal sendiri bertambah. Dengan demikian penggunaan hutang tidak akan meningkatkan nilai perusahaan karena keuntungan dari biaya hutang yang lebih murah ditutup dengan naiknya biaya modal sendiri. Pendapat ini kemudian diintrodusir sendiri oleh MM pada tahun 1963, yaitu bila ada pajak penghasilan perusahaan maka penggunaan hutang akan meningkatkan nilai perusahaan karena biaya bunga hutang adalah biaya yang mengurangi pembayaran pajak (*tax deductible expense*).

Peningkatan penggunaan *debt financing* akan mempengaruhi pemindahan *equity capital*. Jensen (1986) menyatakan bahwa dengan adanya hutang dapat digunakan untuk mengendalikan penggunaan *free cash flow* secara berlebihan oleh manajemen, dengan demikian menghindari investasi yang sia-sia. Penggunaan hutang akan meningkatkan nilai perusahaan. Peningkatan nilai tersebut dikaitkan dengan harga saham dan penerunan hutang akan menurunkan harga saham (Masulis, 1988). Namun demikian peningkatan hutang juga akan

menimbulkan peningkatan risiko kebangkrutan bila tidak diimbangi dengan penggunaan hutang yang hati-hati.

#### 2.1.4. Kepemilikan Manajerial dan Kebijakan Hutang

Kepemilikan manajerial menunjukkan adanya peran ganda seorang manajer, yakni manajer bertindak juga sebagai pemegang saham. Sebagai seorang manajer sekaligus pemegang saham, ia tidak ingin perusahaan mengalami kesulitan keuangan atau bahkan kebangkrutan. Kesulitan keuangan atau kebangkrutan usaha akan merugikan ia baik sebagai manajer atau sebagai pemegang saham. Sebagai manajer akan kehilangan insentif dan sebagai pemegang saham akan kehilangan *return* bahkan dana yang diinvestasikannya. Cara untuk menurunkan resiko ini adalah dengan menurunkan tingkat *debt* yang dimiliki perusahaan (Friend and Lang dalam Brailsford 1999). *Debt* yang tinggi akan meningkatkan resiko kebangkrutan perusahaan, karena perusahaan akan mengalami *financial distress*. Karena itulah maka manajer akan berusaha menekan jumlah *debt* serendah mungkin. Tindakan ini di sisi lain tidak menguntungkan karena perusahaan hanya mengandalkan dana dari pemegang saham. Perusahaan tidak bisa berkembang dengan cepat, dibandingkan jika perusahaan juga menggunakan dana dari kreditor.

Penelitian tentang hubungan antara kepemilikan manajerial dengan *debt ratio* (*debt ratio* menggambarkan hasil keputusan pendanaan manajer) menunjukkan hasil yang berbeda diantara beberapa

peneliti. Beberapa peneliti menemukan hubungan positif antara kepemilikan manajerial dengan *debt ratio* perusahaan. (Kim dan Sorensen 1986, Agrawal dan Mendelker 1987, Mehran 1998 dalam Wahidahwati 2002, Soliha dan Taswan 2002, Brailsford 1999). Sementara peneliti lain menemukan bahwa kepemilikan manajerial mempunyai pengaruh dan berhubungan negative dengan *debt ratio* (Moh'd 1998 dalam Wahidahwati 2002, Wahidahwati 2002, Mahadwartha 2003).

Dari penjelasan dan beberapa penelitian empiris di atas dapat disimpulkan bahwa kebijakan hutang perusahaan tanpa kepemilikan manajerial akan berbeda dengan perusahaan dengan kepemilikan manajerial.

Jensen dan Meckling (1976) menemukan bahwa kepemilikan manajerial berhasil menjadi mekanisme untuk mengurangi masalah keagenan dari manajer dengan menyelaraskan kepentingan-kepentingan manajer dengan pemegang saham. Penelitian mereka menemukan bahwa kepentingan manajer dengan pemegang saham eksternal dapat disatukan jika kepemilikan saham oleh manajer diperbesar sehingga manajer tidak akan memanipulasi laba untuk kepentingannya. Dalam kepemilikan saham yang rendah, maka insentif terhadap kemungkinan terjadinya perilaku oportunistik manajer akan meningkat (Shleifer dan Vishny 1986). Watfield et al (1995) dalam penelitiannya yang menguji kepemilikan manajerial dengan *discretionary accrual* dan kandungan informasi laba menemukan bukti bahwa kepemilikan manajerial berhubungan dengan negatif dengan *discretionary accrual*. Demikian halnya penelitian oleh Midiastuty dan Machfoedz (2003) menyatakan bahwa kepemilikan manajerial merupakan salah satu mekanisme yang dapat membatasi perilaku oportunistik

manajer dalam bentuk *earnings management*, walaupun Wedari (2004) menyimpulkan bahwa kepemilikan manajerial juga memiliki motif lain. Dalam penelitian ini mengacu pada teori yang ada yang menyatakan kepemilikan manajerial dapat berfungsi sebagai mekanisme *corporate governanace* sehingga dapat mengurangi tindakan manajer dalam memanipulasi laba. Hal ini berarti kepemilikan manajerial berhubungan negatif dengan *earnings management*

### **2.1.5. Kepemilikan Manajerial dan Nilai Perusahaan**

Beberapa konsep nilai yang menjelaskan nilai suatu perusahaan adalah: nilai nominal, nilai pasar, nilai intrinsik, nilai buku dan nilai likuidasi. Nilai nominal adalah nilai yang tercantum secara formal dalam anggaran dasar perseroan, disebutkan secara eksplisit dalam neraca perusahaan, dan juga ditulis jelas dalam surat saham kolektif. Nilai pasar, sering disebut kurs adalah harga yang terjadi dari proses tawar-menawar di pasar saham.

Nilai ini hanya bisa ditentukan jika saham perusahaan dijual di pasar saham. Nilai intrinsik merupakan konsep yang paling abstrak, karena mengacu pada perkiraan nilai riil suatu perusahaan.

Nilai perusahaan dalam konsep nilai intrinsik ini bukan sekadar harga dari sekumpulan aset, melainkan nilai perusahaan sebagai entitas bisnis yang memiliki kemampuan menghasilkan keuntungan di kemudian hari. Sedangkan nilai buku adalah nilai perusahaan yang dihitung dengan dasar konsep akuntansi. Secara sederhana

dihitung dengan membagi selisih antara total aktiva dan total utang dengan jumlah saham yang beredar. Nilai likuidasi itu adalah nilai jual seluruh aset perusahaan setelah dikurangi semua kewajiban yang harus dipenuhi. Nilai sisa itu merupakan bagian para pemegang saham. Nilai likuidasi bisa dihitung dengan cara yang sama dengan menghitung nilai buku, yaitu berdasarkan neraca performa yang disiapkan ketika suatu perusahaan akan likuidasi. Jika mekanisme pasar berfungsi dengan baik, maka harga saham tidak mungkin berada di bawah nilai likuidasi. Karena nilai likuidasi ini hanya dihitung bila perusahaan akan dilikuidasi maka investor bisa menggunakan nilai buku sebagai pengganti untuk tujuan yang sama yaitu memperkirakan batas bawah harga saham. Sehingga nilai buku dapat digunakan sebagai batas aman mengukur nilai perusahaan untuk keperluan investasi. Namun demikian ada beberapa catatan yang harus diperhatikan dalam memahami konsep nilai buku ini. Pertama, sebagian besar aset dinilai dalam nilai historis. Karena itu pada beberapa aset nilai jualnya bisa jadi jauh lebih tinggi dari nilai bukunya. Kedua, di dalam aset kadang terdapat aktiva tak berwujud, yang dalam likuidasi sering tidak memiliki nilai jual. Ketiga, nilai buku sangat dipengaruhi oleh metode dan estimasi akuntansi seperti metode penyusutan aktiva tetap, metode penilaian persediaan, dan lain-lain. Keempat, ada kemungkinan timbul kewajiban-kewajiban yang tidak tercatat dalam laporan keuangan karena belum diatur pelaporannya oleh standar akuntansi keuangan. Berdasarkan penjelasan di atas dapat disimpulkan bahwa konsep yang paling representatif untuk menentukan nilai perusahaan adalah pendekatan konsep nilai intrinsik. Tetapi memperkirakan nilai intrinsik sangat sulit, sebab untuk menentukannya orang

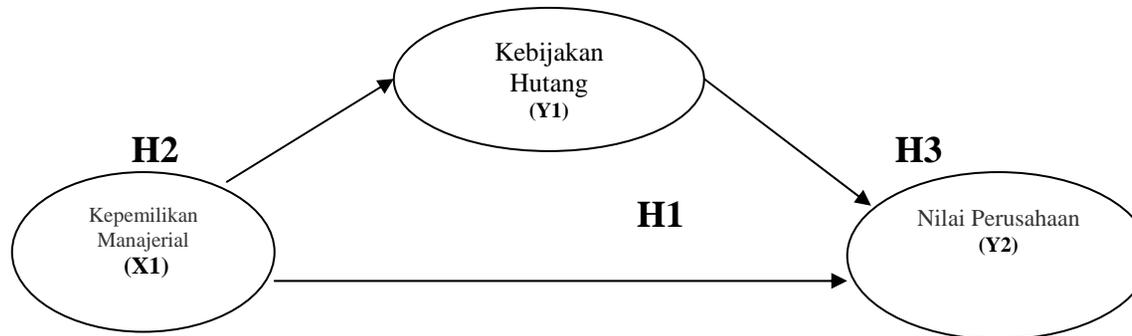
membutuhkan kemampuan mengidentifikasi variabel-variabel signifikan yang menentukan keuntungan suatu perusahaan. Variabel itu berbeda dari satu perusahaan ke perusahaan yang lain. Selain itu, penentuan nilai intrinsik juga memerlukan kemampuan memprediksi arah kecenderungan yang akan terjadi di kemudian hari. Karena itulah, maka nilai pasar digunakan dengan alasan kemudahan data juga didasarkan pada penilaian yang moderat. Manajer yang sekaligus pemegang saham akan meningkatkan nilai perusahaan, karena dengan meningkatnya nilai perusahaan maka nilai kekayaannya sebagai individu pemegang saham akan ikut meningkat pula.

Penelitian yang mengkaitkan kepemilikan manajerial dengan nilai perusahaan menunjukkan hasil yang berbeda diantara peneliti. (Soliha dan Taswan 2002) menemukan hubungan yang signifikan dan positif antara persentase kepemilikan manajerial dan nilai perusahaan. Sementara peneliti lain menemukan hubungan yang lemah antara kepemilikan kepemilikan manajerial dan nilai perusahaan (Laster dan Faccio 1999). Dari penjelasan dan beberapa penelitian empiris di atas dapat disimpulkan bahwa nilai perusahaan dengan kepemilikan manajerial akan berbeda dengan perusahaan tanpa kepemilikan manajerial. Berdasarkan penjelasan tersebut di atas maka penelitian ini didasarkan pada hipotesis bahwa keputusan bisnis di perusahaan dengan kepemilikan manajerial akan berbeda dengan di perusahaan tanpa kepemilikan manajerial. Keputusan bisnis yang diambil manajer akan terlihat dari kebijakan hutang, kinerja perusahaan dan nilai perusahaan. Sehingga dapat juga dihipotesiskan bahwa kebijakan hutang, kinerja perusahaan dan nilai

perusahaan di perusahaan dengan kepemilikan manajerial akan berbeda dengan di perusahaan tanpa kepemilikan manajerial.

## 2.2. Kerangka Pemikiran

Kerangka pemikiran dari penelitian ini, digambarkan sebagai berikut:



## 2.3. Hipotesis

### 2.3.1. Kepemilikan Manajerial dan Nilai perusahaan

Struktur kepemilikan dapat dibagi menjadi kepemilikan orang luar (*outsider ownership*) dan kepemilikan orang dalam (*insider ownership*) atau kepemilikan manajer (*managerial ownership*). Singh dan Davidson III, 2003, mereka menyatakan bahwa kepemilikan manajer dalam perusahaan besar secara signifikan dapat

mengurangi konflik antara prinsipal dan agen. Struktur kepemilikan juga digunakan sebagai alat penilaian oleh investor untuk menginvestasikan dananya di suatu perusahaan.

Untuk mengurangi biaya keagenan dapat dilakukan dengan peningkatan *insider ownership* dengan harapan akan terjadi penyebaran risiko. Para manajer umumnya mempunyai kecenderungan untuk menggunakan kelebihan keuntungan untuk konsumsi dan perilaku oportunistik. Para manajer juga mempunyai kecenderungan untuk menggunakan hutang yang tinggi bukan untuk memaksimalkan nilai perusahaan, melainkan untuk kepentingan oportunistik manajer. Hal ini akan meningkatkan beban bunga hutang karena risiko kebangkrutan perusahaan yang meningkat, sehingga *agency cost of debt* semakin tinggi. *Agency cost of debt* yang tinggi pada gilirannya akan berpengaruh pada penurunan nilai perusahaan. Dengan adanya kepemilikan saham oleh pihak *insider*, maka *insider* akan ikut memperoleh manfaat langsung atas keputusan-keputusan yang diambilnya, namun juga akan menanggung risiko secara langsung bila keputusan itu salah. Kepemilikan oleh *insider* juga akan mengurangi alokasi sumber daya yang tidak benar (*misallocation*). Dengan demikian kepemilikan saham oleh *insider* merupakan insentif untuk meningkatkan kinerja perusahaan.

Sementara itu Leland dan Pyle (1977) berpendapat bahwa *insider* berkeinginan untuk menginvestasikan modalnya kedalam proyek mereka yang berkualitas, dan hal ini dapat mengindikasikan bahwa ekuitas yang dipegang oleh *insider* dapat bertindak sebagai signal nilai perusahaan. Vermalen (1981) membuktikan bahwa

dalam penilaian terhadap pembelian kembali saham yang telah dijual, para investor memandang proporsi pemegang saham insider sebagai informasi penting. Sedangkan Hirschey dan Zaima (1989) memberikan bukti bahwa keputusan menjual perusahaan dengan pemilik insider yang lebih besar akan memperoleh respon investor yang lebih menguntungkan daripada perusahaan dengan pemilik insider yang lebih rendah. Dengan demikian hipotesis yang dapat dibangun adalah:

***H1 : Kepemilikan Manajerial berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan***

### **2.3.2. Kepemilikan Manajerial dan Kebijakan Hutang**

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. Menurut Bathala et al (1994)

dalam *agency model* yang dikemukakan oleh Jensen dan Meckling, perusahaan merupakan subyek terhadap meningkatnya konflik, karena adanya penyebaran keputusan dan risiko. Dalam konteks ini para manajer cenderung untuk menggunakan kelebihan keuntungan untuk konsumsi perilaku oportunistik yang lain. Mereka menerima manfaat penuh tapi tidak menanggung risiko ataupun biaya yang oleh Jensen dan Meckling (1976) disebut *agency cost of equity*.

Disisi lain para manajer juga mempunyai kecenderungan untuk menggunakan hutang yang tinggi bukan atas dasar maksimalisasi nilai perusahaan, melainkan untuk kepentingan oportunistik. Ini jelas akan menimbulkan risiko kebangkrutan. Untuk menekan hal ini Jensen and Meckling (1976) menyarankan untuk meningkatkan kepemilikan insider dalam perusahaan. Dengan demikian akan memaksa para manajer untuk menanggung risiko sebagai konsekuensi apabila mereka melakukan kesalahan dalam keputusan. Kepemilikan saham oleh para manajer/insider akan membuat mereka semakin hati-hati dalam menentukan hutang.

Dengan demikian hipotesis yang dibangun adalah

***H2 : Kepemilikan Manajerial berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang***

### 2.3.3. Kepemilikan Manajerial, Kebijakan Hutang dan Nilai Perusahaan.

MM berpendapat bahwa semakin besar penggunaan hutang akan semakin besar pula risiko dan berarti biaya modal sendiri bertambah. Dengan demikian penggunaan hutang tidak akan meningkatkan nilai perusahaan karena keuntungan dari biaya hutang yang lebih murah ditutup dengan naiknya biaya modal sendiri. Pendapat ini kemudian diintrodusir sendiri oleh MM pada tahun 1963, yaitu bila ada pajak penghasilan perusahaan maka penggunaan hutang akan meningkatkan nilai perusahaan karena biaya bunga hutang adalah biaya yang mengurangi pembayaran pajak (tax deductible expense).

Peningkatan penggunaan *debt financing* akan mempengaruhi pemindahan *equity capital*. Jensen (1986) menyatakan bahwa dengan adanya hutang dapat digunakan untuk mengendalikan penggunaan *free cash flow* secara berlebihan oleh manajemen, dengan demikian menghindari investasi yang sia-sia. Penggunaan hutang akan meningkatkan nilai perusahaan. Peningkatan nilai tersebut dikaitkan dengan harga saham dan penerunan hutang akan menurunkan harga saham (Masulis, 1988). Namun demikian peningkatan hutang juga akan menimbulkan peningkatan risiko kebangkrutan bila tidak diimbangi dengan penggunaan hutang yang hati-hati. Oleh karena itu hipotesis yang dapat dibangun adalah :

***H3: Kepemilikan Manajerial dan Kebijakan hutang berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.***

### III. Metode Penelitian

#### 3.1. Populasi dan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan yang telah terdaftar di Bursa Efek Indonesia 2008. Sedangkan pemilihan sampel dengan menggunakan metode *purposive sampling*, yaitu : 1) Memiliki laporan keuangan selama periode penelitian 2) tersedia data tentang persentase kepemilikan saham oleh direktur dan komisaris (*insider ownership*) 3) membayar dividen 4) memiliki data jumlah hutang. Pada penelitian ini diperoleh sampel sejumlah 106 perusahaan.

#### 3.2. Variabel Penelitian

Terdapat dua golongan variabel dalam penelitian ini, yaitu variabel bebas (*independent variable*) dan variabel tak bebas (*dependent variable*). Dalam penelitian ini variabel bebasnya adalah kepemilikan manajerial dan kebijakan hutang, sedangkan variabel terikatnya adalah nilai perusahaan.

##### 3.2.1. Nilai perusahaan

Nilai perusahaan diberi simbol PBV. Pengukuran variabel nilai perusahaan adalah rasio kenaikan/penurunan harga saham tahun  $t_{+1}$  dengan nilai buku per saham pada neraca akhir tahun  $t$ . Adapun rumusnya sebagai berikut :

$$\text{PBV} = \frac{\text{Harga saham}}{\text{BV}}$$

Nilai Buku (*Book Value*/BV) adalah rasio harga yang dihitung dengan membagi total aset bersih (Aset - Hutang) dengan total saham yang beredar.

$$\text{BV (book value)} = \frac{\text{Total Ekuitas}}{\text{Jumlah saham beredar}}$$

### 3.2.2. Kepemilikan manajerial

Kepemilikan manajerial diberi simbol *OWNSP* adalah prosentase saham yang dimiliki oleh manajemen yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan perusahaan (komisaris dan direksi). Kepemilikan manajerial diukur sesuai dengan proporsi kepemilikan saham yang dimiliki oleh manajerial. Adapun besarnya dapat dihitung sebagai berikut :

$$\text{OWNSP} = \frac{\text{Jumlah saham yang dimiliki manajerial}}{\text{Total saham beredar}}$$

### 3.2.3. Kebijakan hutang

Tingkat penggunaan hutang dari suatu perusahaan dapat ditunjukkan oleh salah satunya menggunakan rasio hutang terhadap ekuitas (DER), yaitu rasio jumlah hutang terhadap jumlah modal sendiri. Adapun rumusnya sebagai berikut :

$$\text{DER} = \frac{\text{Total Hutang atau Kewajiban}}{\text{Total Modal Sendiri}}$$

### 3.3. Model Analisis

Data dianalisis dengan menggunakan *Structural Equation Modelling*. Variabel–variabelnya terdiri dari :

- 1)  $Y_2$  = Nilai Perusahaan (PBV)
- 2)  $X_1$  = Kepemilikan Manajerial (*OWNSP*)
- 3)  $Y_1$  = Kebijakan hutang (DER)

Adapun pengaruh kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan dengan kebijakan hutang sebagai variabel penjelas pada perusahaan publik di Indonesia dapat dinyatakan dengan formula sebagai berikut :

$$Y_2 = \beta_1 X_1 + \varepsilon$$

$$Y_1 = \beta_1 X_1 + \varepsilon$$

$$Y_2 = \beta_1 X_1 + \delta_1 Y_1 + \varepsilon$$

## IV. Hasil Penelitian dan Pembahasan

### 4.1. Diskripsi Data Penelitian

Dari hasil pengambilan sampel sebanyak 106 perusahaan yang *go public* di Bursa Efek Jakarta diperoleh gambaran nilai rata-rata dan standar deviasi dari masing-masing variabel yang diamati sebagai berikut:

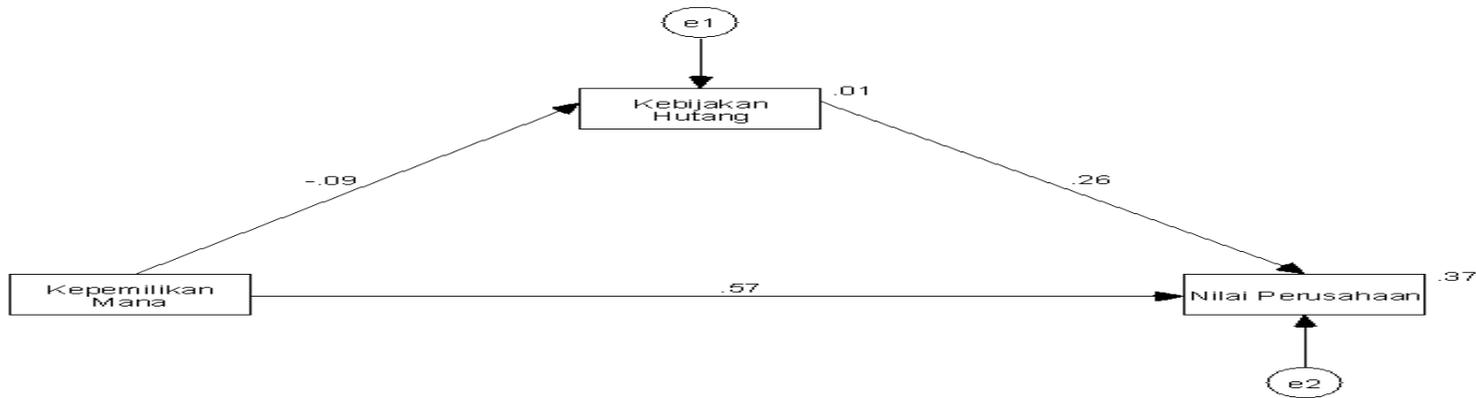
**Tabel 4.1. Nilai Rata-rata dan Nilai Standar Deviasi Variabel**

No	Nama Variabel	Mean	Standar Deviasi
1	X1(Kepemilikan Manajerial)	1,0665	1,27531
2	X2 (Kebijakan Hutang)	1,7863	2,82708
3	X3 (Nilai Perusahaan)	1,7856	1,53136

Sumber: Data diolah

Dari tabel 4.1 di atas dapat diperoleh gambaran bahwa rata-rata kepemilikan manajerial perusahaan yang *go public* di Bursa Efek Indonesia sebesar 1,0665; dengan tingkat kebijakan hutang sebesar 1,7863 dan rata-rata nilai perusahaan sebesar 1,7856

## 4.2. Hasil Uji Struktural



Ada tiga persamaan dalam model tersebut, pertama persamaan nilai perusahaan yang dipengaruhi kepemilikan manajerial, kedua persamaan kepemilikan manajerial yang dipengaruhi kebijakan hutang dan ketiga persamaan nilai perusahaan yang dipengaruhi oleh kepemilikan manajerial bersama kebijakan hutang Adapun Persamaannya sebagai berikut:

### 1). Persamaan Nilai Perusahaan dengan variabel kepemilikan manajerial sebagai variabel bebas :

$$PBV = 0,57 OWNSP$$

$$CR = 3.208$$

$$P = 0.001$$

Dalam persamaan ini, memiliki CR sebesar 3,208 dan p sebesar 0.001, nilai  $p < 0,05$  berarti signifikan. Sehingga dapat dijelaskan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Hasil ini mampu mendukung secara penuh kajian Jensen dan Meckling (1976), Chen dan Steiner (2000). Jensen dan Meckling (1976) menegaskan bahwa kepemilikan yang terkonsentrasi akan meningkatkan nilai perusahaan karena kepemilikan terkonsentrasi sebagai mekanisme mengurangi masalah agensi. Sedangkan Chen dan Steiner (2000) menemukan bahwa *Price to book value* mempunyai hubungan positif dan signifikan dengan kepemilikan manajerial. Namun, mereka menemukan hubungan yang tidak linier antara kepemilikan manajerial dengan *Price to book value* ketika diketahui adanya hubungan negatif ketika rasio *insider ownership* melebihi 28.83%. Dari hasil ini menunjukkan bahwa hipotesis (1) terbukti. Hipotesis (1) yang menyatakan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan

### 2). Persamaan Hutang dengan kepemilikan manajerial sebagai variabel bebas :

$$\text{DER} = -0.9 \text{ OWNSP}$$

$$\text{CR} = -0.873$$

$$\text{P} = 0.383$$

Dalam persamaan ini, memiliki nilai CR sebesar -0.873 dan probabilitas (p) sebesar 0.383, nilai  $p > 0.05$  menandakan tidak signifikan. Sehingga dapat dijelaskan bahwa kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang

Hasil kajian ini tidak mendukung hipotesis kedua (H2) yang menyatakan kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang. Hubungan langsung antara kepemilikan manajerial dengan hutang ini menunjukkan bahwa peningkatan hutang akan menyebabkan penurunan kepemilikan manajerial. Dalam konteks pengawasan menunjukkan bahwa peranan kepemilikan manajerial di Indonesia dapat menggantikan peranan hutang dalam mekanisme pengawasan masalah agen meskipun tidak efektif. Oleh karena itu, kedua mekanisme pengawasan tersebut perlu dilakukan secara bersama-sama

**3). Persamaan Nilai Perusahaan dengan kepemilikan manajerial dan kebijakan hutang sebagai variabel bebas :**

$$PBV = 0.57 OWNSP + 0.26 DER$$

$$CR \quad 7.2182 \quad 3.208.$$

$$P \quad 0.000 \quad 0.000$$

Dalam persamaan ini, memiliki nilai CR sebesar 7,2182 dan 3.208 dan p sebesar 0.000, nilai  $p < 0,05$  berarti signifikan. Sehingga dapat dijelaskan bahwa kepemilikan manajerial dan kebijakan hutang berpengaruh

terhadap nilai perusahaan, artinya bahwa kepemilikan manajerial dan kebijakan hutang berpengaruh terhadap nilai perusahaan dengan persentase yang dijelaskan oleh keduanya sebesar 37.0%. Hasil penelitian ini mendukung hipotesis (3) yang diusulkan. Hipotesis (3) menyatakan bahwa kepemilikan manajerial dan kebijakan hutang berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Selanjutnya, pengaruh variabel kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan adalah positif dan signifikan. Ini menunjukkan bahwa peningkatan jumlah saham yang dipegang manajer kemungkinan akan meningkatkan nilai perusahaan.

## V. KESIMPULAN DAN SARAN

Berdasarkan hasil analisis dan pembahasan dalam laporan penelitian, maka dapat ditarik kesimpulan sebagai berikut:

### **Kesimpulan :**

1. Kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang dengan nilai CR sebesar -0.873 memiliki probabilitas (p) sebesar 0.383, nilai  $p > 0.05$  menandakan tidak signifikan
2. Kepemilikan manajerial dan kebijakan hutang berpengaruh terhadap nilai perusahaan dengan nilai  $p < 0,05$  berarti signifikan. Persentase yang dijelaskan oleh keduanya sebesar 37.0%.

### Saran :

Penelitian ini belum memberikan informasi seberapa jauh kepemilikan manajerial mempengaruhi kebijakan hutang tetapi sudah memberikan informasi bahwa kepemilikan manajerial dan kebijakan hutang mempengaruhi nilai perusahaan pada perusahaan publik di Indonesia, sehingga bagi peneliti yang akan melakukan penelitian dengan topik yang sama sebaiknya menambah variabel bebasnya mungkin bisa ditambahkan variabel *good corporate governance* dan dengan periode yang lebih panjang, sehingga akan bisa menghasilkan hasil penelitian yang lebih informatif

## DAFTAR PUSTAKA

- Anonim.....”Pengaruh Kepemilikan Institusional Terhadap Nilai Perusahaan: Sebuah Tinjauan Hubungan Non-Linear (Studi Empiris Pada Perusahaan Yang Terdaftar Di Bursa Efe Indonesia)”, *The 2 nd National Conference UKWMS Surabaya, 6 September 2008*
- Bathala, CT., Moon, KP., Rao, RP.1994.”Managerial Ownership, Debt Policy, and The Impact of Institutional Holding: An Agency Perspective”. *Financial Management, Vol 23, No. 3. P. 38-50.*
- Brailsford, Timothy J., Barry R. Oliver, Sandra L. H. Pua. 1999. “Theory and Evidence on the Relationship between Onwership Structure and Capital Structure”. <http://ssrn.com/>
- Brigham, Eugene F. and Louis C. Gapenski, 1990, *Intermediate Financial Management*, Florida: The Dryden Press
- Christiawan, Yulius Jogi dan Josua Tarigan. 2006. ”Kepemilikan Manajeral: Kebijakan Hutang, Kinerja, dan Nilai Perusahaan”. <http://puslit.petra.ac.id/journals/accounting>

Crutchley,C.E., and Hansen,R.S. February 1998. “A Test of Agency Theory of Managerial Ownership, Corporate Leverage and Corporate Dividends”. *Financial Management*, 36 – 46.

Friend I, and L. H. P. Lang.1988. “An empirical test of the impact of managerial self-interest on corporate capital structure”. *Journal of Finance*, 43, 271-281.

Harjito, Dwipraptono Agus.2006.” Hubungan Kebijakan Hutang, Insider Ownership dan Kebijakan Dividen dalam Mekanisme Pengawasan Masalah Agensi di Indonesia”. *Jurnal Akuntansi dan Auditing Indonesia*10 (2): 161-182, *Fakultas Ekonomi UII Yogyakarta, Desember 2006*.

Harjito, Dwipraptono Agus.2007.” Analisis Hubungan antara Kepemilikan Insider, Leverage Perusahaan dan Kebijakan Dividen”. *Telaah Bisnis* 8 (1), *PPPM Sekolah Tinggi Ilmu Manajemen, YKPN, Yogyakarta, Juli, 2007*

Hermuningsih, Harjito dan Dewi ,” Pengaruh *insider ownership*, kebijakan deviden, dan kebijakan hutang terhadap nilai perusahaan pada perusahaan yang terdaftar di bursa efek indonesia dan bursa efek malaysia”, *hasil penelitian tidak dipublikasikan* ,2008

Jensen, M.C. 1986. “Agency Costs Of Free Cash Flow, Corporate Finance, And Takeovers”. *American Economic Review*, vol. 76, No.2, pp. 323-329.

Jensen, M., C. dan WH Meckling.1976.”Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost, and Ownership Structure”.*Journal of Financial Economics*, p 3-24.

Jensen, M., & Meckling .1976. “Theory of the firm: Managerial behavior, agency, and ownership structure”. *Journal of Financial Economics*, 4, 305-360.

Jensen, Solberg, & Zorn.1992. “Simultaneous determination of insider ownership, debt, and dividend policies”. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 27, No.2, 247-263

Kim, W., and E. Sorensen.1986. “Evidence on the impact of the agency cost of debt on corporate debt policy”.  
*Journal of Financial and Quantitative Analysis*, p. 247-

Leland,H.,&D.Pyle.1977.“Informational Asymetries, Financial Structure, And Financial Intermediation”.  
*Journal of Finance*, 32, 371-388.

Martono dan Harjito ,”Manajemen Keuangan ,Ekonomia FE UII Yogyakarta, 2006

Mahadwartha, Putu Anom. 2003. “Predictability Power of Dividend Policy and Leverage Policy to Managerial  
Ownership in Indonesia:An Agency Theory Perspective”. <http://ssrn.com>

Masulis, R., W. 1988.*Debt / Equity Choice*.Canbridge: Ballinger.

Soliha, Euis, Taswan. 2002. “Pengaruh Kebijakan Hutang terhadap Nilai Perusahaan serta Beberapa Faktor  
yang Mempengaruhinya”. *Jurnal Bisnis dan Ekonomi*, STIE STIKUBANK Semarang.

Sumani. 2007. *Pengaruh Faktor Internal dan Faktor Eksternal serta Struktur Keuangan dan Dividend Payout Ratio terhadap Nilai Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Jakarta*. Disertasi Program Pasca Sarjana Universitas Airlangga. [www.unair.ac.id](http://www.unair.ac.id)

Vermaelen, 1981. Common Stock Repurchases and Market Signaling: An Empirical Study, *Journal of Financial Economics*, June, p. 163-181

Wahidahwati. 2002. "Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Institusional pada Kebijakan Hutang Perusahaan: Sebuah Perspektif Theory Agency". *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, Vol. 5, No. 1, Ikatan Akuntan Indonesia-Kompartemen Akuntan Pendidik, Yogyakarta

Wahyudi, Untung dan Hartini Prasetyaning Prameswari. 2006. *Implikasi Struktur Kepemilikan terhadap Nilai Perusahaan: Dengan Kaputusan Keuangan sebagai Variabel Intervening*. Makalah Simposium Nasional Akuntansi (SNA) 9 Padang

Yulius dan Tarigan, "Kepemilikan Manajerial: Kebijakan Hutang, Kinerja Dan Nilai Perusahaan". *Jurnal Akuntansi Dan Keuangan*, Vol. 9, No. 1, Mei 2007: 1-8