

**“ANALISIS PENGARUH KEPEMILIKIAN INSTITUSIONAL, KEPEMILIKAN MANAJERIAL, RESIKO TERHADAP KEBIJAKAN HUTANG PERUSAHAAN YANG LISTED DI BURSA EFEK INDONESIA (BEI) TAHUN 2010-2012”**

Oleh : Sri Rahayuningsih \*)

**Abstract**

*The purpose of this research is to examine the influence of managerial ownership, institutional ownership, risk, and several control variable toward the firm's debt equity ratio. Those control variable cover the size, dividend payout ratio, and earning volatility.*

*This research is focused on the manufacture firm that is listed in Indonesian Stock Exchange, along the period 2010-2012. The collecting data method that is used is pooling data, and then it is obtained 33 samples of firms, so that along that research period, those are 99 observations. Those samples are obtained based on purposive sampling and the statistical method that used is multiple regressions. The result of this research shows that the factor of managerial ownership and risk are not influence, so that it is indicating that they are useless to explain and predict the factor of firm's debt equity ratio. It is opposite to the institutional ownership that it is influence and able to predict the debt equity ratio. The using of control variable in this research is to investigate the factors determining of the structure of firm's debt equity ratio, which can be used as consideration material in determining the financing through the debt. By the result, it can be known that the firm size and the earning volatility are influence. Therefore, it is indicating that the factor of size and earning volatility in this research are able to explain and predict the debt equity ratio. On the other hand, the dividend pay out ratio is not influence or cannot predict the debt equity ratio.*

**Keywords:** *Institutional ownership, managerial ownership, risk, firm size, dividend payout ratio, and earning*

## 1. PENDAHULUAN

Pemegang saham, *debtholders* dan manajemen adalah pihak - pihak yang mempunyai kepentingan masing-masing dalam perusahaan. Penyatuan kepentingan pihak - pihak ini seringkali menimbulkan masalah-masalah dalam bidang keuangan. Pemegang saham menginginkan imbal hasil yang sesuai dengan risiko yang ditanggungnya dan terkait juga dengan biaya yang dikeluarkannya. Sedangkan pihak *debtholders* menginginkan dana yang dipinjamkannya mendapat imbal hasil yang sesuai dengan kesepakatan, risiko serta pengembalian yang tepat waktu. Manajemen juga mempunyai kepentingan untuk memperoleh imbalan yang sesuai dengan kemampuan yang sudah dikeluarkannya.

Manajemen diharapkan dalam mengambil kebijakan perusahaan terutama kebijakan keuangan yaitu keputusan mengenai struktur modal harus melihat dari beberapa faktor kontekstual yang berdampak pada risiko dan kontrol, tetapi juga nilai, tujuan dan keinginan dari beberapa pihak serta keinginan dari manajer itu sendiri.

Peneliti ingin memperluas bidang penelitian dengan mempertimbangkan sebuah model empiris dimana kepemilikan manajerial, pengambilan risiko, kebijakan deviden dan kebijakan hutang masing-masing ditentukan sebagai variabel endogen yang ditentukan secara gabungan (bagian integral dari pembuatan keputusan perusahaan dalam kerangka kerja agensi), sedangkan kepemilikan Institusional bersama dengan variabel kontrol lainnya berada di luar perusahaan dan karenanya mereka bukan variabel keputusan perusahaan.

Berdasarkan uraian di atas, maka peneliti merumuskan masalahnya sebagai berikut : Apakah kepemilikan institusional berpengaruh terhadap kebijakan hutang; Apakah kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap kebijakan hutang; Apakah pengambilan risiko berpengaruh terhadap kebijakan hutang.

Tujuan dari penelitian ini adalah untuk menguji pengaruh kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial dan risiko perusahaan terhadap kebijakan hutang (struktur modal) perusahaan.

\*) Dosen FE UNISBANK Semarang  
E-mail : ayu\_1961@yahoo.com

## 2. TINJAUAN PUSTAKA

### Masalah keagenan antara manajer dengan pemegang saham

Masalah keagenan tidak akan timbul jika kepemilikan dan pengelolaan perusahaan tidak dijalankan secara terpisah. Pemilik (pemegang saham) bertujuan untuk memaksimalkan kekayaannya dengan melihat nilai sekarang dari arus kas yang dihasilkan oleh investasi perusahaan, sedangkan manajer bertujuan pada peningkatan pertumbuhan perusahaan. Tujuan ini dilandasi oleh dua alasan, yaitu :

1. Pertumbuhan yang meningkat akan memberikan peluang bagi manajer bawah dan menengah untuk dipromosikan, selain itu manajer dapat membuktikan diri sebagai karyawan yang produktif sehingga diperoleh penghargaan lebih dan wewenang menentukan pengeluaran atau biaya-biaya.
2. Ukuran perusahaan yang semakin besar memberikan keamanan pekerja atau mengurangi kemungkinan *lay off* dan kompensasi yang semakin besar.

### Masalah keagenan antara pemegang saham dan kreditor

Mekanisme penggunaan hutang dalam struktur modal merupakan salah satu upaya pihak pemegang saham untuk mengatasi masalah keagenan yang timbul karena pemisahan antara pengelolaan dan kepemilikan perusahaan. Dua konsep yang melandasi penggunaan hutang sebagai peredam masalah keagenan adalah (Jansen dan Meckling, 1976) :

1. Penggunaan hutang sebagai pembiayaan eksternal akan memperkecil penerbitan saham sehingga proporsi saham terhadap hutang didalam struktur modal akan semakin kecil. Alternatif hutang tersebut akan dipilih jika pembiayaan eksternal yang menggunakan saham akan menimbulkan biaya keagenan lebih besar daripada peningkatan proporsi kepemilikan pemegang saham.
2. Penggunaan hutang akan mencegah manajer untuk menggunakan *free cash flow* secara berlebihan bagi kepentingan pribadi karena :
  - a. Perusahaan harus menyediakan arus kas bagi pembayaran bunga pinjaman secara reguler dan tetap jumlahnya. Konsep ini disebut *control hypothesis*.
  - b. Kekurangan arus kas akan menimbulkan risiko gagal bayar (*default*) sehingga pemegang obligasi akan menyita asset perusahaan dan manajer akan kehilangan pekerjaannya. Konsep ini disebut *threat hypothesis*.

### Implikasi positif dari penggunaan hutang adalah sebagai berikut :

1. Hutang dapat meningkatkan kinerja manajer akibat kekhawatiran kehilangan pekerjaannya, dan jika kinerjanya meningkat, pemegang saham mau membayar harga saham perusahaan lebih mahal.
2. Menggunakan hutang akan membuat tindakan manajer dikendalikan oleh pasar modal, dimana jika pemegang obligasi memandang negatif terhadap kompetensi manajer, maka mereka akan meminta pembayaran bunga pinjaman lebih besar dan atau perjanjian (*covenant*) lebih banyak.

Salah satu alternatif pemecahan masalah keagenan ( A. Utama, 2003) yaitu dengan melaksanakan kontrak kerja optimal (*financial contract*). Walaupun kontrak meminimasi masalah keagenan, tetapi setidaknya dapat digunakan sebagai salah satu alternatif untuk meredamnya.

Kebijakan hutang menyebabkan perusahaan dimonitor oleh pihak *debtholder*, karena monitoring dalam perusahaan yang ketat, menyebabkan manajer akan bertindak sesuai dengan kepentingan dari *debtholder* maupun *shareholder*, hal ini mendorong masuknya kepemilikan institusional yang lebih mementingkan adanya stabilitas pendapatan yang disebabkan karena berkurangnya konflik keagenan dalam perusahaan.

Chen dan Steiner (1999). Penelitiannya berjudul "*Managerial ownership dan Agency Conflict A Nonlinear Simultaneous Equation Analysis of Managerial Ownership, Risk Taking, Debt Policy and Dividen Policy*" menguji secara simultan non linear antara kepemilikan manajerial, kebijakan *debt*, kebijakan deviden dan *risk taking*. Hasil yang diperoleh menunjukkan bahwa hubungan kepemilikan manajerial dengan risiko adalah non linear

Penelitian yang dilakukan oleh Rozeff (1982) bahwa *dividend payout ratio* mempunyai pengaruh yang signifikan dan berhubungan negatif terhadap *debt equity ratio*. Dengan demikian hasil tersebut menunjukkan bahwa semakin besar *deviden payout* perusahaan belum mampu meningkatkan kemampuan perusahaan dalam hal kebijakan pembayaran hutang.

Penelitian yang dilakukan oleh Rozeff (1982) bahwa *Earning volatility* tidak berpengaruh yang signifikan terhadap *debt equity ratio*. Dengan demikian hasil ini menunjukkan jika perusahaan risiko bisnisnya tinggi akan memiliki risiko hutang yang rendah.

#### Hubungan antar Variabel Penelitian

##### Pengaruh antara Kepemilikan Institusional dan Kebijakan Hutang

Pengaruh kebijakan hutang terhadap kepemilikan institusional adalah positif. Kebijakan hutang menyebabkan perusahaan dimonitor oleh pihak *debtholder*, karena monitoring dalam perusahaan yang ketat, menyebabkan manajer akan bertindak sesuai dengan kepentingan dari *debtholder* maupun *shareholder*, hal ini mendorong masuknya kepemilikan institusional yang lebih mementingkan adanya stabilitas pendapatan yang disebabkan karena berkurangnya konflik keagenan dalam perusahaan (Crutchley, Jensen, Jahera dan Raymond, 1999)

H1: Kepemilikan Institusional berpengaruh secara positif terhadap kebijakan hutang perusahaan

##### Pengaruh antara Manajerial Ownership dengan Kebijakan Hutang (*Debt ratio*)

*Managerial ownership* adalah pemegang saham dari pihak manajemen yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan perusahaan (direktur dan komisaris). Manajerial komisaris diharapkan bertindak yang terbaik bagi pemegang saham dengan memaksimalkan nilai perusahaan, sehingga kemakmuran pemegang saham dapat tercapai. Variabel ini diukur dari jumlah prosentase saham yang dimiliki oleh manajerial. Variabel ini digunakan untuk mengetahui manfaat kepemilikan manajerial dalam mekanisme pengurangan *agency conflict*. Diharapkan bahwa dengan peningkatan kepemilikan manajerial, biaya keagenan yang ditimbulkan oleh hutang (*agency cost of debt*) akan semakin menurun, koefisien manajerial *ownership* menghasilkan negatif terhadap ratio hutang.

Hasil penelitian Friend and Lang (1998) dalam jurnal Wahidahwati menguji apakah struktur modal (*debt ratio*) perusahaan sebagian dimotivasi oleh kepentingan manajemen. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa *manajerial ownership* mempunyai hubungan yang negatif dengan *debt ratio*.

### Saran – saran

Adapun saran yang dapat dikemukakan setelah dilakukan analisis penelitian adalah sebagai berikut

1. Bagi Investor, bila akan berinvestasi sebaiknya melihat indikator penggerak risiko pasar seperti *stock volatility*. Hal ini disebabkan karena faktor *stock volatility* dalam penelitian ini dapat digunakan untuk menjelaskan dan memprediksi peningkatan *Debt Equity Ratio*
2. Bahwa kepemilikan manajerial dan kebijakan deviden masih relevan digunakan oleh perusahaan, sehingga bagi perusahaan dapat menetapkan strategi untuk menurunkan biaya keagenan dengan memperhatikan komposisi pembayaran deviden yang tepat.
3. Melihat struktur kepemilikan saham yang ada di Indonesia dan perolehan sampel, penelitian selanjutnya dapat mengkhususkan pada hubungan kepemilikan saham institutional dengan nilai perusahaan dan faktor yang mempengaruhinya tanpa mengamati hubungan dengan kepemilikan manajerial.

### DAFTAR PUSTAKA

- Amihud, Y. and B. Lev, 1981, Risk reduction as a managerial motive for conglomerate mergers, *Bell Journal of Economics* 12, 605-617
- Bathala C.T., K.P. Moon, dan R.P. Rao (1994) "Managerial Ownership, Debt Policy and the Impact of Institutional Holding: An Agency Perspective", *Financial Management*, 23, 38-50
- Chen, C.R., Lease dan C.W Smith (1988), Ownership Structure and Voting on anti takeover Amendments " *Journal of Financial Economics* 20, 267-291
- Chen, C.R., Steiner, T.L., dan Whyte, A.M. (1998). "Risk-Taking Behavior and Management Ownership in Diostory Institutionals", *The Journal of Financial Review*, Vol,34, hal 119-137
- Cruthley, C.E, dan R.S. Hansen (1989), "A Test of the Agency Theory of Managerial Ownership, Corporate Leverage, and Corporate Dividends", *Financial Management*, 36-46
- Cruthley, C.E., M.R.H. Jensen., J.S. Jahera Jr., dan J.E. Raymond (1999), "Agency Problems and The Simultaneity Decision Making The Role of Institutional Ownership", *International Review Of Financial Analysis*, 8:2
- Demsetz, Harold and Kenneth Lehn, 1985. The Structure of corporate ownership causes and consequences, *Journal of finance* 43, 271-282
- Friend, I. Dan L.H.P. Lang (1988), " An Empirical Test of the Impact of Managerial Self-Interest on Corporate Capital Structure," *The Journal of Finance* 43, 271-282
- Galai, D. and R.W. Masulis, 1976 The Option Pricing Model and The Risk Factor of Stock, *Journal of Financial Economic* 3, 53-81
- Ghozali, Imam, 2001, Aplikasi Analisis Multivariate SPSS, Semarang Badan Penerbit Universitas Diponegoro
- Jensen, G.R. D.P. Solberg dan T.S. Zorn (1992), " Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt and Dividend Policies," *Journal of Financial and Quantitative Analysis* "247-263
- Jensen, M. C. (1986), " Agency cost and Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers", *American Economics Review*, 323-329
- Kim. W.S. and E.H. Sorenson, 1986 evidence on the impact of the Agency cost of debt on corporate debt policy, *Journal of Finance and Quantitative analysis* 21, 131-144
- Leland, H. and D. Pyle 1977, " Information Asymetries, Financial Structure, and Financial Intermediation, " *Journal of Finance*, 32,371-388
- Mahadwartha. P.A., dan J. Hartono (2002) "Uji Teori Keagenan dalam Hubungan Interdependensi antara Kebijakan Utang dengan Kebijakan Deviden", *Symposium Nasional Akuntansi 2002*, Universitas Diponegoro Semarang.
- Megginson, W.L. (1997) *Capital Structure Theory, Corporate Finance*, 1031-1052
- Myers., S.C., dan N.S. Mjllul (1984), "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms have information investors Do Not Have , " *Journal of Finance*, 1031-1052
- Ravid, S.A. (1988), "An Interaction of Production and Financial Decisions", *Financial Management*, 17,87,99
- Shleifer, A, dan R.W. Vishny (1986), " Large Shareholders and Corporate Control", *The Journal of Political Economy* 94, 461-488
- Wahidahwati, 2002, "Kepemilikan Manajerial dan Agency Conflict, Analisis Persamaan Simultan Non Linear dan Kepemilikan Manajerial Penerimaan Resiko (Risk Taking), Kebijakan Deviden, Simposium Nasional Akuntansi V –6 September, hal. 601-607
- Wahidawati, 2002, Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Institutional Pada Kebijakan Hutang Perusahaan Sebuah Perspektif Theory Agency, Simposium Nasional Akuntansi IV, hal,1084-1107.
- Taswan, Solehah Euis, 2002 Pengaruh Kebijakan Hutang Terhadap Nilai Perusahaan serta Beberapa Faktor yang Mempengaruhi, *Journal Bisnis dan Ekonomi Vol.9*
- Tyas Listyani, 2003, Kepemilikan Manajerial, Kebijakan Hutang dan Pengaruhnya Terhadap Kepemilikan Saham Institutional, *Journal Bisnis dan Ekonomi Vol.3*