

PENGARUH KEPEMILIKAN MANAJERIAL DAN KEPEMILIKAN INSTITUSIONAL TERHADAP KEBIJAKAN HUTANG PADA PERUSAHAAN SUB SEKTOR HOTEL, RESTORAN, DAN PARIWISATA YANG TERDAFTAR DI BURSA EFEK INDONESIA (BEI) PERIODE 2014-2017

Tyara Dwi Putri

Jurusan Manajemen, Fakultas Ekonomi, Universitas Bung Hatta
tyaradwiputri92@gmail.com

Abstract. *The purpose of this study is to examine the influence of managerial ownership, institutional ownership and debt policy on the company in Sub Sector Hotel, Restaurant, and Pariwisata listed on the Indonesian Stock Exchange Period 2014-2017. The hypothesis testing was conducted using Multiple Linear Regression. The study found that there is negative and significant relationship between managerial ownership, institutional ownership and debt policy*

Keywords: *managerial ownership, institutional ownership, debt policy*

Abstrak. *Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, dan kebijakan hutang pada perusahaan Sub Sektor Hotel, Restoran, dan Pariwisata yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2014-2017. Pengujian hipotesis dilakukan dengan regresi linier berganda. Hasil penelitian menunjukkan bahwa terdapat hubungan negatif dan signifikan antara kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional terhadap kebijakan hutang.*

Kata kunci: *Kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, kebijakan hutang*

PENDAHULUAN

Para pemilik perusahaan atau *principal* dalam sebuah perusahaan dewasa ini cenderung untuk menyerahkan pengendalian perusahaan kepada pihak manajemen. Pihak manajemen diharapkan bisa mengambil kebijakan-kebijakan yang nantinya dapat meningkatkan nilai perusahaannya. Dalam beroperasi diharapkan pihak manajemen lebih mementingkan kepentingan perusahaan untuk menghindari terjadinya konflik kepentingan antara *agent* dan *principal*. Konflik kepentingan yang terjadi antara pihak *agent* dan *principal* sering disebut dengan konflik keagenan (*agency conflict*) (Brigham dan Ehrhardt, 2011). Konflik kepentingan antara pihak *agent* dan pihak *principal* tersebut nantinya tidak dapat mewujudkan tujuan dari perusahaan yaitu meningkatkan nilai perusahaan.

Jensen dan Meckling (1976), mengatakan bahwa *agency conflict* akan terjadi jika proporsi kepemilikan manajer atas saham perusahaan sedikit sehingga para manajer cenderung bertindak untuk mengejar kepentingan dirinya dan sudah tidak berdasarkan pada maksimalisasi nilai perusahaan dalam pengambilan keputusan dana lainnya. Jensen dan Meckling (1986) juga

menyatakan bahwa *agency problem* memburuk apabila terjadi *free cash flow*. *Free cash flow* merupakan kelebihan dana yang tersedia di dalam perusahaan setelah aktifitas pendanaan proyek. Hal tersebut akan membuat manajer tergoda untuk mengkonsumsi kelebihan dana tersebut dengan melakukan investasi yang kurang produktif, sehingga penggunaan hutang dalam perusahaan dapat mengurangi kesempatan manajer untuk menggunakan kelebihan dana tersebut. Dana yang tersedia dalam perusahaan digunakan untuk membayar bunga pinjaman hutang perusahaan.

Karena kepemilikan mewakili suatu sumber kekuasaan (*source of power*) yang dapat digunakan untuk mendukung atau sebaliknya terhadap keberadaan manajemen, maka konsentrasi atau penyebaran *power* menjadi suatu hal yang relevan. Dengan adanya konsentrasi kepemilikan, pemegang saham dapat mengawasi manajer dengan lebih baik (Shleifer dan Vishny, 1986). Hal ini didasarkan atas argumen bahwa besarnya dana yang dipertaruhkan oleh *institutional investors* merupakan motivator yang kuat bagi mereka untuk mengawasi manajemen. Kepemilikan manajerial merupakan salah satu elemen yang berpengaruh bagi manajemen untuk melakukan hal terbaik dari

pemegang saham sebagai pemilik saham. Manajer sebagai pemilik perusahaan akan bertindak demi kepentingan perusahaan (Jensen dan Meckling, 1976). Faisal (2005) juga menjelaskan bahwa proporsi jumlah kepemilikan manajerial dalam perusahaan dapat mengindikasikan ada kesamaan kepentingan antara manajemen dan pemegang saham.

Pemegang saham publik berupaya untuk memonitor perilaku pengelola perusahaan dalam menjalankan perusahaannya. Pemegang saham publik juga menuntut adanya *good corporate governance* dari suatu perusahaan. Moh'd *et al.*, (1998) menemukan bahwa pemegang saham dari luar yaitu *institutional investor* dan *shareholder dispersion* dapat mengurangi *agency cost*.

Menurut Crutchley dan Hansen (1989) penggunaan hutang didalam perusahaan diharapkan dapat mengurangi konflik keagenan. Kebijakan hutang merupakan bagian dari keputusan pendanaan yang berasal dari eksternal perusahaan. Penambahan hutang dalam struktur modal akan mengurangi porsi penggunaan saham sehingga mengurangi biaya keagenan ekuitas. Dengan adanya hutang, perusahaan mempunyai kewajiban untuk membayar bunga dan pokok pinjaman secara periodik. Keadaan ini akan memaksa manajer untuk bekerja keras, agar perusahaan bisa menghasilkan laba dan memenuhi kewajibannya kepada kreditur.

Jensen dan Meckling (1976) menyatakan bahwa persentase kepemilikan institusi dan manajemen akan menentukan penggunaan hutang oleh perusahaan untuk dapat membiayai operasi perusahaan. Grossman dan Hart (1982) menyatakan bahwa tingkat hutang yang dimiliki oleh manajemen yang terlalu tinggi dapat berdampak pada perusahaan.

KAJIAN TEORI

Teori Keagenan

Teori keagenan membahas hubungan antara *agent* dan *principal*. Dimana *agent* adalah manajemen pengelola perusahaan sedangkan *principal* adalah pemegang saham. *Agent* dan

principal tersebut diikat oleh suatu kontrak yang menyatakan hak dan kewajiban masing-masing. *Principal* memberikan fasilitas dan dana untuk menjalankan perusahaan. Teori keagenan ini timbul karena adanya *asymmetric information* antara prinsipal dan agen, *asymmetric interest* antara prinsipal dan agen serta karena adanya *unobservable behavior* atau *bounded rationality*. Dengan adanya ketiga hal tersebut maka antara prinsipal dan agen akan mengutamakan kesejahteraan masing-masing. Agen akan berusaha memaksimalkan kemakmurannya dengan mengharapkan kompensasi yang besar. Sedangkan pemegang saham akan memaksimalkan kesejahteraan melalui pembagian dividen yang maksimal.

Masalah keagenan ada tiga, yaitu masalah keagenan antara manajer perusahaan dan pemegang saham (masalah keagenan tipe 1). Masalah tersebut terjadi karena manajemen bertindak lebih mementingkan kepentingan pribadi dibandingkan kepentingan perusahaan. Atau dengan kata lain para manajer dalam perusahaan tersebut cenderung melakukan ekspropriasi dalam bentuk *asset missallocation* (Jerzemowska, 2006). Masalah keagenan juga terjadi antara pemegang saham pengendali dan pemegang saham non pengendali (masalah keagenan tipe 2). Shleifer dan Vishny (1997) menjelaskan bahwa kepemilikan terkonsentrasi yang melebihi tingkat tertentu, akan menyebabkan para pemilik tersebut akan memanfaatkan haknya tersebut untuk kepentingan pribadi sehingga akan menyebabkan munculnya konflik keagenan.

Jerzemowska (2006) menjelaskan bahwa masalah keagenan antara kreditur dan manajer perusahaan (masalah keagenan tipe 3). Jensen (1986) menyatakan bahwa peningkatan jumlah hutang dalam perusahaan akan dapat meningkatkan nilai perusahaan selama biaya kebangkrutan dalam perusahaan tersebut selalu terjaga pada tingkat yang rendah.

Struktur Modal

Ada beberapa teori yang menjelaskan pilihan atas struktur modal, *Trade Off Theory*

mengatakan bahwa perusahaan akan menggunakan manfaat pengurangan pajak atas biaya utang sehubungan dengan *leverage* struktur modal. Tingkat *leverage* perusahaan terletak pada struktur modal, oleh karena itu digunakan untuk menyeimbangkan antara struktur modal dengan biaya utang. *Trade Off Theory* menyatakan bahwa rasio yang optimal antara utang dan modal, Myers (2001).

Menurut Modigliani Miller semakin besar penggunaan hutang akan semakin besar risiko dan biaya modal sendiri akan bertambah. Penggunaan hutang tidak akan meningkatkan nilai perusahaan karena keuntungan dari biaya hutang yang lebih murah ditutup dengan naiknya biaya modal sendiri. Pendapat tersebut diperbaiki oleh Modigliani Miller (1963) yang menyatakan bahwa apabila ada pajak penghasilan perusahaan, maka penggunaan hutang akan meningkatkan nilai perusahaan karena biaya bunga hutang adalah biaya yang mengurangi pembayaran pajak. Menurut Jensen (1986) penggunaan hutang dapat digunakan untuk mengendalikan penggunaan *free cash flow* secara berlebihan oleh manajemen, sehingga menghindari investasi yang sia-sia. Penggunaan hutang akan meningkatkan nilai perusahaan sekaligus meningkatkan risiko kebangkrutan apabila tidak diimbangi dengan penggunaan hutang secara hati-hati.

PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Pengaruh kepemilikan manajerial terhadap kebijakan hutang

Dalam *agency theory*, hubungan antara pemegang saham dengan manajer digambarkan sebagai hubungan antara agen dengan *principal*. Keputusan manajer adalah keputusan yang bertujuan untuk memaksimalkan sumber daya perusahaan. Perusahaan akan dirugikan jika manajer bertindak untuk kepentingannya sendiri dan bukan untuk kepentingan pemegang saham. Keadaan inilah yang memunculkan konflik keagenan antara manajer dengan pemilik perusahaan. Masing-masing pihak memiliki tujuan dan memiliki risiko yang berbeda berkaitan dengan perilakunya. Konflik keagenan akan dapat

diminimalkan jika manajer juga sebagai pemilik perusahaan atau sebaliknya pemilik sebagai manajer.

Manajer sekaligus sebagai pemilik perusahaan akan menselaraskan kepentingannya dengan kepentingan pemegang saham. Menurut Jensen dan Meckling (1976) investasi saham manajerial merupakan salah satu penentu penting di dalam struktur modal perusahaan. Jika kepemilikan *insiders* di dalam perusahaan meningkat, maka meningkatnya hutang akan semakin menarik, karena hutang akan meningkatkan harga saham, dengan demikian meningkatkan nilai pemegang saham. Pada tingkat kepemilikan *insiders* yang signifikan, maka manajer tidak mungkin dapat memegang portfolio yang terdiversifikasi dengan baik, dan meningkatnya hutang dapat menyebabkan biaya yang mahal dalam *human capital* mereka. Dengan demikian, mereka akan mengurangi risiko perusahaan (Smith dan Stulz, 1985). Jika risiko dikurangi dengan penggunaan hutang yang lebih rendah, maka terdapat hubungan yang negatif antara kepemilikan saham oleh *insiders* dengan rasio hutang perusahaan.

Masdupi (2005) menemukan bahwa kepemilikan oleh pihak insider berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang. Hasil tersebut sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Rahma (2014).

H₁: Kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang.

Pengaruh kepemilikan institusional terhadap kebijakan hutang

Struktur kepemilikan perusahaan adalah penentu utama dari tingkat *agency problem* antara agenda prinsipal, yang memiliki implikasi penting untuk penilaian perusahaan. Kepemilikan saham di Indonesia cenderung terkonsentrasi pada satu perusahaan atau institusi. Persentase kepemilikan saham di Indonesia yang dimiliki oleh manajer sangat sedikit. Kepemilikan manajerial merupakan kepemilikan saham perusahaan oleh manajer perusahaan atau dengan kata lain manajer tindak

hanya bertindak sebagai *agent* perusahaan tetapi juga sebagai *principal*.

Dengan adanya kepemilikan saham oleh investor institusional yang tinggi pada perusahaan maka pemegang saham institusional ini dapat menggantikan atau memperkuat fungsi monitoring dari dewan dalam perusahaan. Tujuan monitoring yang dilakukan oleh institusional ini agar pihak agen dalam perusahaan dapat menjalankan perusahaan dengan baik, pihak agen diharapkan tidak mementingkan kepentingan pribadinya.

Agrawal dan Mandelker (1990) menemukan bahwa kepemilikan institusi keuangan berpengaruh positif terhadap kesejahteraan pemegang saham. Kepemilikan institusional tersebut diprosikan dengan lima kepemilikan saham terbesar oleh institusional. Hal ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Shleifer dan Vishny (1986), hasil penelitiannya menyatakan bahwa kehadiran pemegang saham besar memiliki arti penting dalam memonitor manajer. Pemegang saham besar tersebut memiliki insentif untuk dapat

mengumpulkan informasi dan untuk memonitor kegiatan manajemen dalam rangka mengurangi biaya keagenan dalam perusahaan.

Masdupi (2005) melakukan penelitian pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta kecuali sektor keuangan dan asuransi tahun 1992-1996 menemukan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang. Hasil tersebut sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Murni dan Andriana (2007) dan Rahma (2014).

H₂: Kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang.

Metode Penelitian

Sampel Penelitian

Sampel dalam penelitian ini adalah perusahaan pada sub sektor Pariwisata yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Data yang digunakan adalah data panel dengan jumlah observasi sebanyak 64.

Variabel Penelitian

Tabel 1. Defenisi Operasional Variabel Penelitian

Variabel	Pengukuran
Panel A: Variabel Dependen	
DER	Jumlah hutang dibagi dengan jumlah ekuitas
Panel B: Variabel Independen	
Kepemilikan Manajerial	Jumlah saham yang dimiliki manager pada akhir tahun dibagi dengan total keseluruhan jumlah saham
Kepemilikan Institusional	Jumlah saham yang dimiliki institusi pada akhir tahun dibagi dengan total keseluruhan jumlah saham

Model Pengujian Hipotesis

Pengujian hipotesis dilakukan berdasarkan model berikut:

$$DER_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 MAN_{i,t} + \beta_2 INST_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

DER_{i,t} merupakan kebijakan hutang perusahaan _i pada periode _t. MAN_{i,t} merupakan proporsi

kepemilikan manajerial di perusahaan _i pada periode _t. INST_{i,t} merupakan proporsi kepemilikan institusional di perusahaan _i pada periode _t.

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Statistik Deskriptif

Tabel 2. Defenisi Operasional Variabel Penelitian

Keterangan	Mean	Median	St.dev	Maksimum	Minimum
Kebijakan hutang	0,802	0,810	0,068	0,870	0,720
Kepemilikan manajerial	0,069	0,067	0,001	0,072	0,067
Kepemilikan institusional	0,688	0,689	0,046	0,742	0,632

Berdasarkan hasil pengumpulan data terhadap variabel-variabel penelitian diperoleh, kepemilikan manajerial rata-rata adalah 6,9%, kepemilikan institusional rata-rata 68,8%. Rata-rata kebijakan hutang 0,802x yang artinya bahwa perusahaan sektor pariwisata memiliki hutang yang rendah dibandingkan *equity*. Standar deviasi untuk semua variabel relatif rendah.

Pengujian Hipotesis

Hipotesis 1 menyatakan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang. Hipotesis 2 menyatakan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang. Hasil regresi untuk hipotesis adalah sebagai berikut:

Tabel 3 menyajikan hasil regresi kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional terhadap kebijakan hutang.

Tabel 3. Hasil regresi kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional terhadap kebijakan hutang

Variabel Independen	Variabel Dependen
	<i>Debt to equity ratio (DER)</i>
MAN	-0,611*** (0,002)
INST	-1,367** (0,000)

*, **, *** berturut-turut signifikan pada 10%, 5%, dan 1%

Hasil pengujian hipotesis 1a, menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh negatif dan signifikan. Semakin tinggi kepemilikan yang dimiliki oleh manajer dalam perusahaan maka akan semakin rendah kebijakan hutang perusahaan. Kepemilikan manajerial yang tinggi akan menyebabkan pihak manajerial semakin berhati-hati dalam menggunakan hutang didalam perusahaan. Hasil ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh Masdupi (2005) yang menyatakan bahwa perusahaan dengan kepemilikan manajerial yang tinggi mempunyai kebijakan hutang yang rendah. Rahma (2014) juga menemukan bahwa bahwa kepemilikan manajerial yang tinggi sepenuhnya dapat menekan kebijakan hutang yang terjadi diperusahaan.

Hasil ini bertentangan dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Murni dan Andriana (2007), Indahningrum dan Handayani (2009), dan Warapsari dan Suaryana (2016).

Hasil pengujian hipotesis 2 menunjukkan bahwa kepemilikan institusional pada perusahaan berpengaruh terhadap kebijakan, koefisien menunjukkan tanda negatif. Hasil tersebut sejalan dengan penelitian Masdupi (2005), Murni dan

Andriana (2007), dan Warapsari dan Suaryana (2016) bahwa semakin tinggi kepemilikan institusi maka akan semakin rendah kebijakan hutang yang perusahaan, namun hasil tersebut berlawanan dengan hasil penelitian Indahningrum dan Handayani (2009).

Dengan adanya pengawasan dari pihak institusi akan menyebabkan pengawasan yang dilakukan menjadi semakin efektif karena dapat mengurangi perilaku oportunistik yang dilakukan oleh para manajer. Tindakan pengawasan yang dilakukan oleh pihak institusi tersebut mampu mengurangi biaya keagenan (*agency cost*) (Putri, 2018) karena hal tersebut perusahaan dapat menggunakan tingkat hutang yang lebih rendah.

KESIMPULAN

Berdasarkan hasil penelitian dapat disimpulkan bahwa secara statistik hasil penelitian menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional mampu mengurangi kebijakan hutang dalam perusahaan. Kepemilikan oleh pihak manajerial dan kepemilikan institusional yang semakin tinggi mampu membuat perusahaan lebih efektif dalam

melakukan pengawasan sehingga perusahaan dapat menggunakan tingkat hutang yang lebih rendah.

DAFTAR PUSTAKA

- Agrawal, Anup., Gershon N.Mandelker., 1990. Large Shareholders and the Monitoring of Managers: The Case of Antitakeover Charter Amendments. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol 25, No.2
- Brigham, Eugene F., Ehrhardt Michael C., 2011. Financial Management : Theory and Practice. *South-Western Cengage Learning*.
- Crutchley, C.E., Hansen R.S., 1989. A Test of the Agency Theory of Managerial Ownership, Corporate Leverage and Corporate Dividends. *Financial Management*. Hal. 34-46.
- Faisal., 2005. Analisis Agency Costs, Struktur Kepemilikan dan Mekanisme Corporate Governance. *Proceeding Simposium Nasional Akuntansi VII*. Bali. Desember. p.197-207.
- Indahningrum, Rizka Putri dan Handayani, Ratih., 2009. Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Dividen, Pertumbuhan Perusahaan, Free Cash Flow dan Profitabilitas Terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, Vol 11, No 3
- Jensen, Michael., Meckling, William., 1976. Theory of the Firm: Manajerial Behavior, Agency Cost, and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics* 3: 305-360.
- Jensen, Michael C., 1986. Agency Cost of Free cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers, *American Economic Review* 76 (2), 323-329.
- Jerzemska, M., 2006. The Main Agency Problems and Their Consequences. *Acta Oeconomica Pragensia* (3):9-17
- Jerzemska, M., 2006. The Main Agency Problems and Their Consequences. *Acta Oeconomica Pragensia* (3):9-17
- Masdupi, Erni, 2005. Analisis Dampak Struktur Kepemilikan pada Kebijakan Hutang Dalam Mengontrol Konflik Keagenan. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*, Vol. 0, No. 1
- Modigliani, Franco., Merton H. Miller., 1963. Corporate Income Taxes and the Cost of Capital. *The American Economic Review*, Vol 53, No 3.
- Moh'd., M. A., Perry, Rimbey, 1998., The Impact of Ownership Structure on Corporate Debt Policy : A Time Series Cross Sectional Analysis, *Financial Review*, August, Vol. 33, pp. 85-99.
- Murni, Sri dan Andriana, 2007. Pengaruh Insider Ownership, Institutional Investor, Dividen Payment, dan Firm Growth terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan (Studi Kasus pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta *Jurnal akuntansi dan Bisnis*, Vol.7, No. 1
- Myers, Stewart C., 2001. Capital Structure. *The Journal of Economic Perspectives*, Vol. 15, No. 2, 81-102
- Putri, Tyara Dwi., 2018. Struktur Kepemilikan, Corporate Governance, dan Agency Cost. *Jurnal Manajemen Universitas Bung Hatta*. Vol, 13, No.2
- Rahma, Afiarti. (2014). Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, dan Ukuran Perusahaan Terhadap Keputusan Pendanaan dan Nilai Perusahaan (Studi Kasus Pada Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2009-2012). *Jurnal Bisnis Strategi*. Vol.23, No.2
- Shleifer, A., Vishny R.W., (a) 1986. Large Shareholders and Corporate Control. *Journal of Political Economy*, Vol. 94, No. 3, pp. 461-488.
- Shleifer, Andrei., Vishny, Robert., (b) 1997. A Survey of Corporate Governance. *The Journal of Finance*. June, Vol. 52 No.2.
- Warapsari, A.A. Ayu Uccahati dan Suaryana. (2016). Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Institusional Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Kebijakan Utang Sebagai Variabel Intervening. *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana*. Vol.16.3.