

# PENGARUH KEPEMILIKAN MANAJERIAL DAN KEPEMILIKAN INSTITUSIONAL TERHADAP NILAI PERUSAHAAN DENGAN KEBIJAKAN HUTANG SEBAGAI VARIABEL INTERVENING

**Novia Dian Indri Agustini**

Jurusan Manajemen, STIE Malangkucecwara  
Malang, Indonesia, [noviadian86@gmail.com](mailto:noviadian86@gmail.com)

**Enggar Nursasi**

Jurusan Manajemen, STIE Malangkucecwara  
Malang, Indonesia, [enurs@stie-mce.ac.id](mailto:enurs@stie-mce.ac.id)

**Diterima** : 30 Maret 2020

**Direview** : 06 April 2020

**Direvisi** : 16 Juni 2020

**Disetujui** : 27 Juni 2020

## **ABSTRACT**

**Background** - Managerial ownership will tend to improve management performance for the benefit of themselves and shareholders. Institutional ownership can control manager behavior and enhance optimal supervision of managers. The high ownership structure within a company will make managers feel monitored and act more cautiously in the use of debt.

**Objectives** - This study aims to examine the effect of managerial ownership and institutional ownership on firm value with debt policy as an intervening variable.

**Design / methodology / approach** - This type of research used is comparative causal. The population of this research is companies in the Jakarta Islamic Index (JII) in 2016 - 2018. The research sample is 11 companies. This research uses path analysis.

**Findings** - Based on the results of the analysis show that (1) managerial ownership affects the value of the company, (2) institutional ownership affects the value of the company, (3) debt policy affects the value of the company, (4) institutional ownership affects the debt policy, (5) Managerial ownership affects the debt policy, (6) Managerial ownership affects the value of the company through debt policy as an intervening variable, (7) institutional ownership affects the value of the company through the debt policy as an intervening variable.

**Research Implications** - This research has implications that can provide an overview and reference for companies related to matters that can affect the value of the company, and can be used as an evaluation material for companies related to company performance during the observation year.

**Limitations** - The sample was only 11 companies with an observation period of only 3 years, and the data used indicated not yet normal, there was heteroscedasticity and autocorrelation. So the square root transformation is done to improve the data.

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

## **ABSTRAK**

**Latar Belakang** - Kepemilikan manajerial akan cenderung meningkatkan kinerja manajemen untuk kepentingan sendiri dan para pemegang saham. Kepemilikan institusional dapat mengendalikan perilaku manajer dan meningkatkan pengawasan yang optimal terhadap manajer. Tingginya struktur kepemilikan di dalam suatu perusahaan akan membuat manajer merasa diawasi dan bertindak lebih hati-hati dalam penggunaan hutang.

**Tujuan** - Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan dengan kebijakan hutang sebagai variabel intervening.

**Desain/metodologi/pendekatan** – Jenis penelitian yang digunakan adalah kausal komparatif. Populasi penelitian ini adalah perusahaan dalam *Jakarta Islamic Index* (JII) pada tahun 2016 – 2018. Sampel penelitian sebanyak 11 perusahaan. Penelitian ini menggunakan analisis jalur.

**Temuan** - Berdasarkan hasil analisis menunjukkan bahwa (1) kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap nilai perusahaan, (2) kepemilikan institusional berpengaruh terhadap nilai perusahaan, (3) kebijakan hutang berpengaruh terhadap nilai perusahaan, (4) kepemilikan institusional berpengaruh terhadap kebijakan hutang, (5) kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap kebijakan hutang, (6) kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan hutang sebagai variabel intervening, (7) kepemilikan institusional berpengaruh terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan hutang sebagai variabel intervening.

**Implikasi penelitian** - Dalam penelitian ini mempunyai implikasi yaitu dapat memberikan gambaran dan acuan bagi perusahaan terkait hal-hal yang dapat mempengaruhi nilai perusahaan, dan dapat dijadikan sebagai bahan evaluasi bagi perusahaan terkait kinerja perusahaan selama tahun pengamatan.

**Batasan penelitian** – Sampel hanya 11 perusahaan dengan rentang waktu pengamatan hanya 3 tahun, dan data yang digunakan terindikasi belum normal, ada heteroskedastisitas dan autokorelasi. Sehingga dilakukan transformasi akar kuadrat untuk memperbaiki data tersebut.

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

## PENDAHULUAN

Nilai perusahaan merupakan persepsi investor terhadap tingkat keberhasilan perusahaan dalam mengelola perusahaan yang bertujuan untuk memakmurkan pemiliknya melalui pelaksanaan fungsi manajemen keuangan dengan hati-hati dan tepat, mengingat setiap keputusan yang diambil akan mempengaruhi keputusan keuangan yang lainnya yang berdampak terhadap nilai perusahaan (Fama dan French, 1998). Keberhasilan perusahaan dapat dilihat dari harga saham, semakin tinggi harga saham maka semakin baik nilai perusahaan. Peningkatan nilai perusahaan juga dapat meningkatkan minat para investor untuk menanamkan modalnya di dalam perusahaan tersebut. Salah satu hal yang menentukan nilai perusahaan adalah struktur kepemilikan.

Struktur kepemilikan merupakan proporsi kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional yang memegang saham terbesar di dalam kepemilikan perusahaan. Kepemilikan manajerial adalah presentase kepemilikan saham yang dimiliki oleh manajer dari jumlah saham yang beredar (Warapsari, 2016).

Adanya kepemilikan manajerial di dalam perusahaan akan cenderung meningkatkan kinerja manajemen untuk kepentingan sendiri dan para pemegang saham. Kepemilikan institusional adalah presentase saham yang dimiliki oleh investor institusi terhadap total saham yang beredar Warapsari (2016). Adanya kepemilikan institusional di dalam perusahaan dapat mengendalikan perilaku manajer dan meningkatkan pengawasan yang optimal terhadap manajer.

Tingginya kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional di dalam perusahaan dapat meningkatkan nilai perusahaan. Warapsari (2016) menyatakan bahwa peningkatan nilai perusahaan dapat tercapai apabila ada kerjasama antara manajemen perusahaan dengan pihak lain meliputi *shareholder* dalam membuat keputusan keuangan dengan tujuan memaksimalkan modal kerja yang dimiliki. Penyatuan kepentingan antara dua pihak tersebut sering menimbulkan masalah keagenan (*agency problem*).

Pratiwi (2018) menyatakan salah satu upaya yang dapat digunakan untuk mengurangi masalah keagenan adalah dengan meningkatkan kepemilikan saham, baik kepemilikan oleh manajerial ataupun kepemilikan oleh institusional. Salah satu mekanisme untuk mengatasi masalah keagenan yang terjadi di dalam suatu perusahaan adalah kebijakan hutang.

Kebijakan hutang merupakan keputusan yang di ambil perusahaan untuk memperoleh sumber pendanaan dari pihak ketiga untuk membiayai aktivitas operasional perusahaan dan untuk melakukan investasi (Riyanto, 2011). Sumber pendanaan eksternal yang dipilih oleh perusahaan pada umumnya berkaitan dengan minimnya resiko dan biaya modal adalah hutang. Hutang juga berkaitan erat dengan struktur kepemilikan dan instrument yang sangat sensitif terhadap perubahan nilai perusahaan. Tingginya

struktur kepemilikan di dalam suatu perusahaan akan membuat manajer merasa diawasi dan bertindak lebih hati-hati dalam penggunaan hutang. Sehingga manajer tidak dapat menggunakan hutang untuk investasi yang tidak menguntungkan atau untuk dikonsumsi secara pribadi. Proporsi hutang yang tinggi dapat meningkatkan harga saham. Sehingga perusahaan harus dapat menciptakan hutang pada tingkat tertentu agar tujuan perusahaan untuk meningkatkan nilai perusahaan tercapai.

Beberapa penelitian telah dilakukan untuk menguji pengaruh struktur kepemilikan terhadap nilai perusahaan, struktur kepemilikan terhadap kebijakan hutang, struktur kepemilikan terhadap nilai perusahaan dengan kebijakan hutang sebagai variabel intervening. Salah satu hasil penelitian Warapsari dan Suaryana (2016) menyimpulkan bahwa kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang dan nilai perusahaan, kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan tetapi berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang, kebijakan hutang tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan serta tidak mampu memediasi kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan.

Berdasarkan uraian diatas, penelitian ini bertujuan untuk menguji dan menganalisis bagaimana kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional

berpengaruh terhadap nilai perusahaan dengan kebijakan hutang sebagai variabel intervening. Karena sumber pendanaan eksternal yang dipilih oleh perusahaan pada umumnya berkaitan dengan minimnya resiko dan biaya modal adalah hutang yang berkaitan erat dengan struktur kepemilikan dan instrument yang sangat sensitif terhadap perubahan nilai perusahaan. Proporsi hutang yang tinggi dapat meningkatkan harga saham. Dengan demikian, perusahaan harus dapat menciptakan hutang pada tingkat tertentu agar tujuan perusahaan untuk meningkatkan nilai perusahaan tercapai.

## **TINJAUAN PUSTAKA**

### **Teori Keagenan (*Agency Theory*)**

Teori keagenan merupakan basis teori yang mendasari praktik bisnis perusahaan. Prinsip utama teori ini menyatakan adanya hubungan kerja antara pemegang saham selaku principal dan manajemen selaku agen dalam bentuk kontrak kerjasama. Hubungan keagenan ini timbul ketika satu atau lebih principal meminta agen melaksanakan beberapa kegiatan atau pekerjaan bagi kepentingan principal serta memberi wewenang kepada agen membuat pengambilan keputusan yang terbaik bagi principal (Ichsan, 2013). Terjadi pemisahan kepemilikan antara dua pihak dimana mereka akan membuat keputusan sesuai dengan kepentingan mereka.

### **Nilai Perusahaan**

Nilai perusahaan adalah nilai jual sebuah perusahaan sebagai suatu bisnis yang sedang beroperasi. Menurut Noerirawan (2012) menyatakan bahwa nilai perusahaan merupakan kondisi yang telah dicapai oleh suatu perusahaan dan dapat dilihat melalui harga saham. Jika harga saham pada suatu perusahaan tinggi maka menunjukkan bahwa investor akan memberikan nilai yang tinggi terhadap perusahaan tersebut. Aspek utama yang menyebabkan investor memberikan nilai lebih terhadap perusahaan yaitu kinerja perusahaan yang tercermin pada angka laba.

### **Kepemilikan Manajerial**

Kepemilikan manajerial adalah presentase kepemilikan saham yang dimiliki oleh direksi, manajer, dewan komisaris (Born dalam Efendi, 2013). Menurut Downes and Goodman (1999) dalam Sukirni (2012) menyatakan bahwa kepemilikan manajerial adalah para pemegang saham yang juga berarti sebagai pemilik dalam perusahaan dalam pihak manajemen yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan pada suatu perusahaan yang bersangkutan. Dengan adanya kepemilikan manajerial, diharapkan dapat meningkatkan keselarasan kepentingan antara manajer dan pemegang saham.

### **Kepemilikan Institusional**

Kepemilikan institusional adalah presentase saham yang dimiliki oleh investor institusi

terhadap total saham yang beredar (Widigdo, 2013 dalam Warapsari dan Suaryana, 2016). Sedangkan menurut Bernandhi dalam Efendi (2013) menyimpulkan bahwa kepemilikan institusional adalah kepemilikan saham suatu perusahaan oleh institusi atau lembaga seperti perusahaan asuransi, bank, dana pensiun, perusahaan investasi, dan kepemilikan institusi lainnya yang akan mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal didalam perusahaan tersebut. Mekanisme monitoring dapat menurunkan *agency cost* yang terjadi di dalam perusahaan dan menjamin peningkatan kemakmuran para pemegang saham.

### **Kebijakan Hutang**

Kebijakan hutang adalah kebijakan yang diambil oleh pihak manajemen dalam rangka memperoleh sumber dana pembiayaan bagi perusahaan sehingga dapat digunakan untuk membiayai aktivitas operasional perusahaan (Riyanto, 2011). Keputusan pendanaan yang diambil oleh manajemen akan berpengaruh pada penelitian perusahaan yang terfleksi pada harga saham. Salah satu tugas manajemen keuangan adalah menentukan kebijakan pendanaan dapat memaksimalkan harga saham, dimana harga saham merupakan cerminan dari suatu nilai perusahaan.

### **Model Konseptual**

Sebuah perusahaan dapat menarik minat para investor untuk ber-investasi

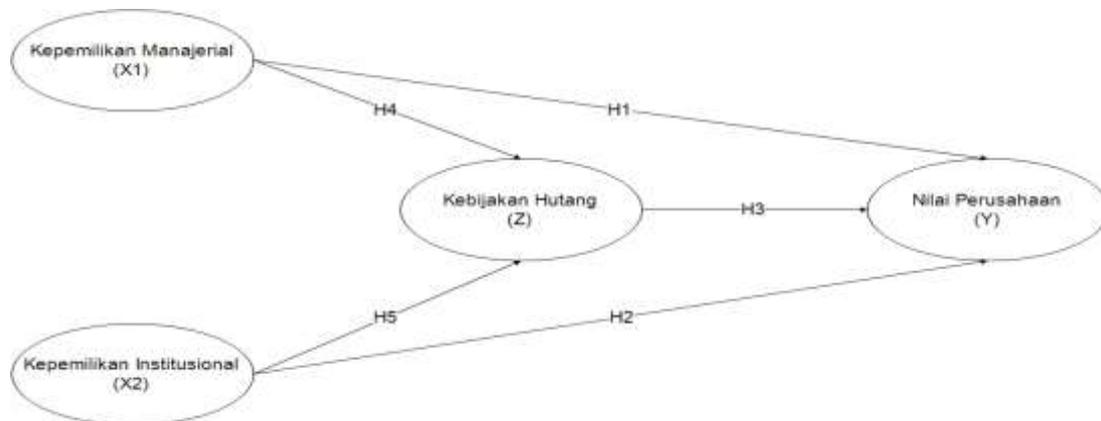
diperusahaan tersebut dengan melihat tingkat keberhasilan perusahaan dalam mengelola perusahaan. Keberhasilan tersebut dapat dilihat dari harga saham, jika semakin tinggi harga saham, maka semakin baik nilai perusahaan. Nilai perusahaan dapat menggambarkan kemakmuran para pemegang saham. Salah satu hal yang dapat menentukan nilai perusahaan adalah struktur kepemilikan.

Struktur kepemilikan merupakan salah satu pemegang saham perusahaan yang dapat mempengaruhi jalannya aktivitas operasional perusahaan yang mampu mempengaruhi kinerja perusahaan dalam mengoptimalkan nilai perusahaan. Dalam struktur kepemilikan di perusahaan dapat dibedakan menjadi kepemilikan manajerial (*insider ownership*) dan kepemilikan institusional (*institutional ownership*). Struktur kepemilikan juga dapat mengurangi masalah keagenan (*agency problem*) yang terjadi di perusahaan dan dapat mendorong pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja perusahaan. Masalah keagenan juga dapat di minimalisir dengan kebijakan hutang.

Kebijakan hutang merupakan sumber pendanaan yang diperoleh dari pihak ketiga untuk membiayai aktivitas perusahaan dan melakukan investasi. Hutang juga berhubungan erat dengan struktur kepemilikan dan sentitif terhadap perubahan nilai perusahaan, sehingga kebijakan perusahaan dapat digunakan

untuk mengatasi masalah keagenan. Perusahaan harus dapat menciptakan hutang pada tingkat tertentu agar tujuan perusahaan untuk meningkatkan nilai perusahaan dapat tercapai.

Dari penjelasan diatas, menunjukkan bahwa nilai perusahaan dapat dipengaruhi oleh kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, dan kebijakan hutang serta kebijakan hutang sebagai variabel intervening.



Gambar 1. Model Penelitian

**Hipotesis**

Kepemilikan manajerial dalam perusahaan akan membuat manajemen berusaha meningkatkan kinerja untuk kepentingan pemegang saham dan untuk dirinya sendiri. Jumlah kepemilikan manajerial rendah menyebabkan pihak manajemen lebih mementingkan kepentingan sendiri daripada kepentingan perusahaan. Jumlah kepemilikan saham yang belum signifikan menyebabkan manajer lebih mementingkan tujuannya sebagai seorang manajer daripada sebagai pemegang saham. Sehingga kepemilikan manajerial berpengaruh negatif signifikan terhadap nilai perusahaan (Sukirni, 2012). Berdasarkan uraian diatas, dapat disusun hipotesis

**H1 : Kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap nilai perusahaan**

Nilai perusahaan dapat meningkat jika kepemilikan institusional di perusahaan tinggi dan efisiensi pemanfaatan aktiva perusahaan yang terus meningkat. Kepemilikan institusional juga diharapkan dapat mencegah pemborosan dan manipulasi laba yang dilakukan oleh manajemen supaya dapat meningkatkan nilai perusahaan (Sukirni, 2012). Investor institusional dianggap lebih mampu mencegah terjadinya manajemen laba dibandingkan investor individual. Karena investor institusional dianggap professional dalam mengendalikan portofolio investasinya.

Kepemilikan institusional merupakan pemegang saham dari perusahaan lain

dimana mereka tidak terjun langsung dalam kegiatan operasional perusahaan dan tidak berperan langsung dalam pengambilan keputusan untuk meningkatkan kinerja perusahaan. Berdasarkan uraian diatas, dapat disusun hipotesis

## **H2 : Kepemilikan Institusional berpengaruh terhadap nilai perusahaan**

Hutang merupakan salah satu sumber dana yang diperoleh dari pihak eksternal, sedangkan nilai perusahaan menunjukkan suatu kondisi tertentu yang telah dicapai oleh perusahaan. Perbandingan manfaat dan biaya atau keseimbangan antara keuntungan dan kerugian atas penggunaan hutang dapat dilihat dari pencapaian tingkat hutang yang optimal (Sukirni, 2012). Warapsari (2016) menyatakan bahwa seberapa banyak penggunaan hutang tidak akan berpengaruh terhadap harga saham dan nilai perusahaan. Penggunaan hutang akan menyebabkan biaya ekuitas naik dengan tingkat yang sama.

Silfiani (2018) menyimpulkan bahwa kebijakan hutang berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan, karena tinggi rendahnya tingkat hutang yang digunakan perusahaan akan mempengaruhi penilaian investor terhadap nilai perusahaan. Berdasarkan uraian diatas, dapat disusun hipotesis

## **H3 : Kebijakan hutang berpengaruh terhadap nilai perusahaan**

Kepemilikan manajerial memiliki kaitan dengan kebijakan hutang karena

kepemilikan saham oleh manajemen akan membuat manajer lebih mengendalikan kebijakan keuangan perusahaan agar sesuai dengan keinginan para pemegang saham dan akan membuat manajemen berusaha untuk mengurangi resiko kehilangan kekayaannya (Warapsari, 2016). Meningkatnya kepemilikan manajerial dapat memotivasi manajer untuk meningkatkan kinerja dan bertanggung jawab untuk meningkatkan kemakmuran pemegang saham dan tingkat hutang yang digunakan perusahaan akan semakin rendah.

Perusahaan yang sebagian sahamnya dimiliki oleh pihak manajemen memiliki kecenderungan menerapkan kebijakan hutang yang kecil, dikarenakan level hutang yang tinggi dapat menjadi penyebab timbulnya resiko kebangkrutan bagi perusahaan (Bimantara, 2019). Berdasarkan uraian diatas, dapat disusun hipotesis

## **H4 : Kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap kebijakan hutang**

Kepemilikan institusional merupakan pemegang saham yang memiliki porsi kepemilikan yang besar dalam perusahaan. Sebagai pihak mayoritas pemegang saham institusional memiliki hak yang besar atas kendali perusahaan. Semakin besar kepemilikan saham oleh investor institusi, maka hutang perusahaan akan cenderung kecil. Karena biasanya investor institusi lebih menyukai investasi pada perusahaan

yang tidak menanggung resiko besar karena hutang yang dimiliki besar. Berdasarkan uraian diatas, dapat disusun hipotesis

**H5 : Kepemilikan institusional berpengaruh terhadap kebijakan hutang**

Kepemilikan manajerial memiliki peran ganda antara sebagai pengelola perusahaan (*agen*) dan sebagai pemegang saham (*principal*). Sebagai manajer sekaligus pemegang saham, pastinya tidak ingin mengalami kesulitan keuangan atau bahkan kebangkrutan karena dapat merugikan keduanya. Apabila hal tersebut terjadi, maka sebagai seorang manajer dapat kehilangan insentifnya dan kinerjanya dianggap buruk, sedangkan sebagai seorang pemegang saham dapat kehilangan return dari dana yang diinvestasikannya di perusahaan tersebut. Sehingga manajer akan berhati-hati di dalam kebijakan hutangnya (Sugiarto, 2011).

Adanya tambahan variabel kebijakan hutang sebagai *intervening* dapat mempengaruhi hubungan struktur kepemilikan terhadap nilai perusahaan. Karena jumlah kepemilikan manajerial yang kecil dapat menyejajarkan antara kepentingan manajemen dan pemegang saham, sehingga tujuan perusahaan dalam meningkatkan nilai perusahaan dapat tercapai.

Namun jika hutang melebihi batas optimalnya, penggunaan hutang akan menurunkan nilai perusahaan karena

timbulnya resiko yang lebih besar berupa resiko kebangkrutan. Dengan adanya kepemilikan saham oleh manajemen, diharapkan hutang dibentuk pada struktur optimalnya sehingga tujuan perusahaan untuk meningkatkan nilai perusahaan dapat tercapai (Pratiwi, 2018). Berdasarkan uraian diatas, dapat disusun hipotesis

**H6 : Kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan hutang**

Kepemilikan institusional yang tinggi dapat mengontrol manajer dalam menggunakan hutang. Karena peningkatan jumlah hutang dapat berpengaruh terhadap nilai perusahaan jika manajemen lebih berhati-hati dalam penggunaan hutang dan berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan jika terus menerus terjadi penambahan hutang. Kepemilikan institusional memiliki peran sebagai *agent monitoring* yang menyebabkan manajer tidak membuat kebijakan pendanaan yang berpotensi merugikan perusahaan dan kepuasan pemegang saham.

Semakin tinggi kepemilikan institusional, diharapkan semakin kuat kontrol internal terhadap perusahaan sehingga biaya keagenan sekaligus penggunaan hutang oleh manajer dapat ditekan (Sugiarto, 2011). Berdasarkan uraian diatas, dapat disusun hipotesis

**H7 : Kepemilikan institusional berpengaruh terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan hutang**

## METODE PENELITIAN

Penelitian ini merupakan jenis penelitian kausal komparatif dengan pendekatan kuantitatif, dan jenis sumber data yaitu data sekunder yang berasal dari laporan keuangan perusahaan yang didapatkan di laman website Bursa Efek Indonesia (BEI) [www.idx.co.id](http://www.idx.co.id). Populasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah 54 perusahaan yang terdaftar dalam indeks *Jakarta Islamic Index* (JII) periode 2016-2018. Sedangkan untuk pemilihan sampel menggunakan metode *purposive sampling* yang mempertimbangkan beberapa kriteria yang sesuai dengan kebutuhan peneliti sebanyak 33 perusahaan, dimana sebanyak 21 perusahaan tidak memenuhi kriteria yaitu tidak menampilkan data prosentase kepemilikan manajerial dan atau kepemilikan institusional selama periode 2016-2018.

## Variabel dan Pengukuran

Variabel dependen dari penelitian ini adalah nilai perusahaan. Variabel independen terdiri dari kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional. Variabel intervening yang digunakan adalah kebijakan hutang. Definisi operasional tiap variabel ditunjukkan pada tabel 1.

## Metode Analisis

Metode analisis dalam penelitian ini menggunakan *Path Analysis* (analisis jalur) dengan pertimbangan uji asumsi klasik yang terdiri dari uji normalitas, uji multikolinieritas, uji heteroskedastisitas, dan uji autokorelasi. Perhitungan keseluruhan data dibantu dengan menggunakan *software* SPSS 22. Adapun persamaan regresi linier berganda yang dikembangkan dalam penelitian ini:

$$(1) \dots Y = \rho_{YX_1} + \rho_{YX_2} + \rho_{YZ} + \varepsilon_1$$

$$(2) \dots Z = \rho_{ZX_1} + \rho_{ZX_2} + \varepsilon_2$$

Tabel 1  
Definisi Operasional Variabel dan Pengukuran

No	Variabel	Definisi	Pengukuran
1	Nilai Perusahaan (Y)	Tingkat keberhasilan perusahaan dalam mengelola perusahaan dan menggambarkan kemakmuran para pemegang saham. Diproksikan dengan <i>Tobin's Q</i>	$Q = \frac{(EMV + D)}{EBV}$
2	Kepemilikan Manajerial (X <sub>1</sub> )	Pemegang saham yang juga sebagai pemilik dalam perusahaan atau proporsi kepemilikan saham perusahaan oleh manajemen	$KM = \frac{\text{jumlah shm manajerial}}{\text{Total saham beredar}}$
3	Kepemilikan Institusional (X <sub>2</sub> )	Proporsi kepemilikan saham perusahaan oleh institusi lain atau lembaga	$INST = \frac{\text{Jumlah shm institusi}}{\text{Total saham beredar}}$

4	Kebijakan Hutang (Z)	Kebijakan yang digunakan perusahaan dalam menggunakan hutang yang dananya bersumber dari eksternal untuk membiayai operasional perusahaan. Diprosksikan dengan <i>Debt to Equity Ratio</i>	$\text{DER} = \frac{\text{Total Hutang}}{\text{Total Modal}}$
---	----------------------	--	---

Sumber: data hasil penelitian (diolah)

## HASIL DAN PEMBAHASAN

### Data Penelitian

Tabel 2 dibawah ini merupakan hasil penelitian yang sudah dilakukan peneliti.

Tabel 2  
Statistik Deskriptif

Variabel	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
Kepemilikan Manajerial	33	0.000	0.024	0.002	0.005
Kepemilikan Institusional	33	0.007	0.990	0.381	0.344
Nilai Perusahaan	33	0.534	873.172	72.088	224.108
Kebijakan Hutang	33	0.186	2.655	1.151	0.701
Valid N (listwise)	33				

Sumber: data hasil penelitian (diolah)

### Pengujian Asumsi

#### Uji normalitas

Berdasarkan hasil uji normalitas pada tabel 3 menunjukkan bahwa *Kolmogorov-Smirnov*

Z sebesar 1,116 dengan nilai signifikan sebesar  $0,165 > 0,05$ , sehingga disimpulkan bahwa data berdistribusi normal.

Tabel 3  
Hasil Uji Normalitas

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test		
		Unstandardized Residual
N		3
Normal Parameters <sup>a,b</sup>	Mean	0.000
	Std. Deviation	0.414
Most Extreme Differences	Absolute	0.197
	Positive	0.197
	Negative	-0.097
Kolmogorov-Smirnov Z		1.116
Asymp. Sig. (2-tailed)		0.165

Sumber: data hasil penelitian (diolah)

#### Uji Multikolinieritas

Berdasarkan hasil uji multikolinieritas pada tabel 4, menunjukkan bahwa nilai *tolerance* pada variabel kepemilikan manajerial sebesar  $0,775 > 0,01$  dan VIF sebesar  $1,290 < 10$ , maka disimpulkan bahwa tidak terjadi multikolinieritas, Sedangkan nilai *tolerance*

pada variabel kepemilikan institusional sebesar  $0,704 > 0,01$  dan VIF sebesar  $1,421 < 10$ , dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi multikolinieritas, dengan nilai *tolerance* pada variabel kebijakan hutang sebesar  $0,863 > 0,01$  dan VIF sebesar  $1,159 < 10$ , disimpulkan tidak terjadi multikolinieritas.

Tabel 4  
Hasil Uji Multikolinieritas  
Collinearity Statistics

	Tolerance	VIF
	0.775	1.290
	0.704	1.421
	0.863	1.159

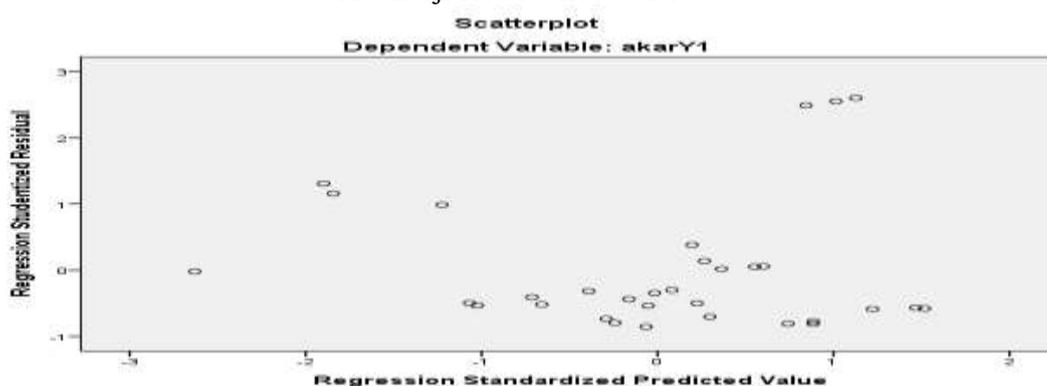
Sumber: data hasil penelitian (diolah)

**Uji Heteroskedastisitas**

Berdasarkan grafik scatterplot pada gambar 2 dapat dilihat bahwa titik-titik tidak

membentuk pola yang jelas serta menyebar, sehingga dapat disimpulkan bahwa data tidak terindikasi heteroskedastisitas.

Gambar 2  
Hasil Uji Heteroskedastisitas



**Uji Autokorelasi**

Berdasarkan tabel 5 dapat dilihat bahwa nilai Durbin-Watson pada penelitian adalah sebesar 2,153 atau berada diantara nilai dU

dan 4-dU, yaitu  $1,7298 < 2,153 < 2,2702$ . Sehingga dapat disimpulkan bahwa data tidak terindikasi mengandung autokorelasi.

Tabel 5  
Hasil Uji Autokorelasi

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
Model Summary <sup>b</sup>					
1	0.889 <sup>a</sup>	0.790	0.768	0.39047	2.153

Sumber: data hasil penelitian (diolah)

**Hasil Pengujian Model dan Hipotesis**

Tabel 6  
Hasil Uji Signifikansi Parameter Parsial (Uji t)

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig
	B	Std. Error	Beta		
Coefficients <sup>a</sup>					
(Constant)	-0.277	0.250		-1.109	0.277
akrX1	0.169	0.243	0.061	0.696	0.049
akrX2	0.078	0.033	0.215	2.346	0.026
Z1	0.004	0.000	0.964	11.649	0.000

Sumber: data hasil penelitian (diolah)

Berdasarkan tabel diatas dengan menggunakan tingkat signifikansi 5 persen diperoleh persamaan regresi model 1 adalah sebagai berikut:

$$Y = -0,277 + 0,061 X_1 + 0,215 X_2 + 0,964Z + e_2$$

Tabel 7  
Hasil Uji Koefisien Determinasi (R<sup>2</sup>)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
Model Summary <sup>b</sup>				
1	0,914 <sup>a</sup>	0,835	0,817	0,436

Sumber: data hasil penelitian (diolah)

Tabel 8  
Hasil Uji Signifikansi Parameter Parsial (Uji t)

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig
	B	Std. Error	Beta		
Coefficients <sup>a</sup>					
(Constant)	298.349	112.118		2.661	0.013
akrX1	142.292	119.022	0.229	1.196	0.024
akrX2	33.107	15.573	0.407	2.126	0.042

Sumber: data hasil penelitian (diolah)

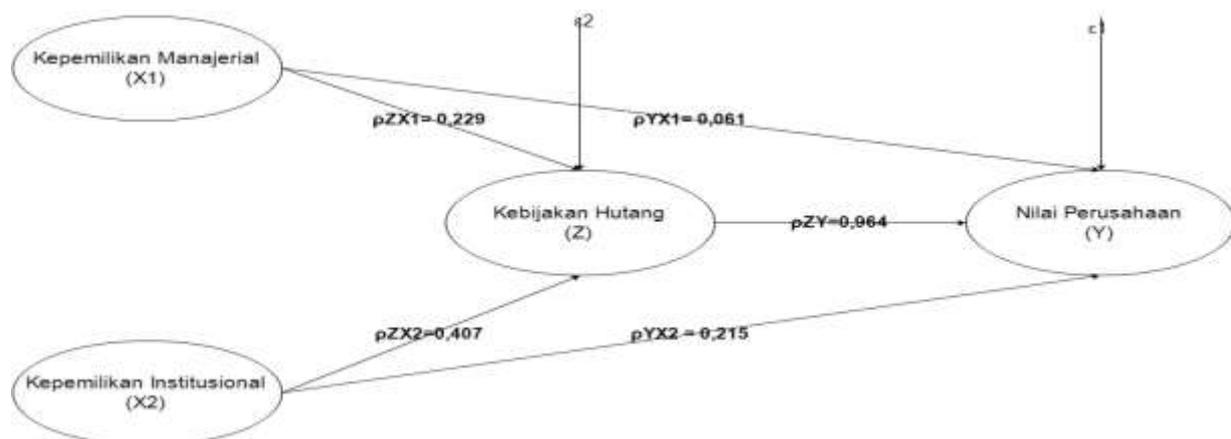
Berdasarkan tabel diatas dengan menggunakan tingkat signifikansi 5 persen diperoleh persamaan regresi model 2 adalah

sebagai berikut :  $Z = 298,349 + 0,229X_1 + 0,407X_2 + e_1$

Tabel 9  
Hasil Uji Koefisien Determinasi (R<sup>2</sup>)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
Model Summary <sup>b</sup>				
1	0,370 <sup>a</sup>	,137	0,078	218.35744

Keterangan : a. Predictors (Constant), akrX2, akrX1  
Sumber: data hasil penelitian (diolah)



Gambar 3. Hasil Diagram Jalur

Tabel 10  
Ringkasan Hasil Parameter Model

Variabel	Standardized Coefficient	T	Sig.	R-Square
Persamaan Model 1				
X <sub>1</sub> - Y	0,061	0,696	0,049	0,835
X <sub>2</sub> - Y	0,215	2,346	0,026	
Z - Y	0,964	11,649	0,000	
Persamaan Model 2				
X <sub>1</sub> - Z	0,229	1,196	0,024	0.317
X <sub>2</sub> - Z	0,407	2,1,26	0,042	

Sumber: data hasil penelitian (diolah)

Berdasarkan hasil pengujian diatas maka dapat dilakukan pengujian secara tidak langsung untuk mengetahui pengaruh kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan hutang sebaagai variabel intervening. Berikut ini adalah perhitungan pengaruh pada variabel penelitian.

1. Pengaruh kepemilikan manajerial (X<sub>1</sub>) terhadap nilai perusahaan (Y)

Langsung = 0,061

Tidak langsung 0,229 x 0,964 = 0,221

2. Pengaruh kepemilikan institusional (X<sub>2</sub>) terhadap nilai perusahaan (Y)

Langsung = 0,215

Tidak langsung 0,407 x 0,964 = 0,392

## PEMBAHASAN

Hasil analisis menunjukkan bahwa hipotesis 1 diterima, karena pengaruh kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan memiliki nilai koefisien sebesar 0,061 dengan signifikansi sebesar 0,049. Hal ini menunjukkan bahwa meskipun nilai kepemilikan manajerial rendah namun tidak berpengaruh terhadap kinerja seorang

manajer. Dikarenakan berapapun tingkat kepemilikannya, seorang manajer tetap harus memiliki kinerja yang baik guna meningkatkan nilai perusahaan. Sebab nilai perusahaan merupakan suatu hal yang sangat penting, karena ketika nilai perusahaan tinggi akan disertai oleh tingginya kesejahteraan *stakeholder* dan *shareholder*. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Muhammad Ikbal, Sutrisno, dan Ali Djahmuri (2011) yang menyatakan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Penelitian ini tidak sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Sukirni (2012), dan Wungubelen (2016).

Hasil analisis menunjukkan bahwa hipotesis 2 diterima, karena pengaruh kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan memiliki koefisien sebesar 0,215 dengan signifikansi sebesar 0,026. Hal ini menunjukkan bahwa kepemilikan institusional yang tinggi dapat meningkatkan nilai perusahaan. Karena semakin besar nilai kepemilikan

institusional, maka semakin kuat kontrol terhadap perusahaan. Sehingga dapat mengendalikan perilaku manajemen agar bertindak sesuai dengan tujuan perusahaan yang pada akhirnya dapat meningkatkan nilai perusahaan. Pernyataan ini sesuai dengan teori keagenan yang menyatakan jika adanya hubungan kerja antara pemegang saham selaku principal dan manajemen selaku agen dalam bentuk kontrak kerjasama. Sehingga akan timbul hubungan keagenan ketika satu atau lebih principal meminta agen melaksanakan beberapa kegiatan bagi kepentingan principal, serta memberi wewenang kepada agen untuk pengambilan keputusan yang terbaik bagi principal. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Sukirni (2012) menyatakan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

Hasil analisis menunjukkan bahwa hipotesis 3 diterima, karena pengaruh kebijakan hutang terhadap nilai perusahaan memiliki koefisien 0,964 dengan signifikansi sebesar 0,000. Hal ini menunjukkan bahwa semakin tinggi hutang yang dimiliki perusahaan untuk pendanaan modal dan pembiayaan aktivitas perusahaan dapat meningkatkan nilai perusahaan. Dikarenakan hutang secara tidak langsung akan meningkatkan produktivitas perusahaan untuk mencapai laba yang akan meningkatkan nilai perusahaan. Hasil penelitian ini sejalan

dengan penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Sukirni (2012) yang menyatakan bahwa kebijakan hutang berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

Hasil analisis menunjukkan bahwa hipotesis 4 diterima, karena pengaruh kepemilikan manajerial terhadap kebijakan hutang memiliki nilai koefisien sebesar 0,229 dengan signifikansi sebesar 0,024. Hal ini menunjukkan bahwa rendahnya kepemilikan manajerial tidak dapat dijadikan pertimbangan satu – satunya oleh pemegang saham untuk mengurangi *agency cost*. Kepemilikan manajerial tidak dapat memecahkan konflik keagenan antara pemegang saham dengan kreditur karena cenderung *self interest* (kepentingan sendiri). Jadi walaupun kepemilikan manajerial rendah, hutang yang dimiliki perusahaan akan tetap tinggi dikarenakan untuk penanaman modal dan pembiayaan aktivitas operasional perusahaan. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Bimantara (2019) menyatakan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Penelitian ini tidak sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Lestari et., al (2017), dan Warapsari, dkk (2016).

Hasil analisis menunjukkan bahwa hipotesis 5 diterima, karena pengaruh kepemilikan institusional terhadap kebijakan hutang memiliki koefisien sebesar 0,407 dengan signifikansi sebesar 0,042. Hal ini menunjukkan kepemilikan

institusional yang tinggi dapat memonitor perilaku manajemen perusahaan secara efektif. Sehingga pihak manajemen bekerja untuk kepentingan para pemegang saham akan menyebabkan pengurangan biaya keagenan. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian Warapsari, dkk (2016) yang menyatakan kepemilikan institusional berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Penelitian ini tidak sejalan dengan penelitian oleh Silfiani (2018).

Hasil analisis menunjukkan bahwa hipotesis 6 diterima, karena kepemilikan manajerial berpengaruh langsung dan tidak langsung terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan hutang sebagai variabel intervening dengan hasil perhitungan langsung lebih kecil dari perhitungan secara tidak langsung sebesar  $0,061 < 0,221$ . Hal ini menunjukkan bahwa munculnya tambahan variabel kebijakan hutang dalam hubungan kepemilikan manajerial dan nilai perusahaan timbul karena adanya hubungan yang dimiliki oleh manajer dan berusaha melakukan penyesuaian kepentingan manajemen dengan kepemilikan institusional agar tujuan manajer dalam meningkatkan nilai perusahaan dapat tercapai. Walaupun kepemilikan manajerial rendah tetapi jika hutang yang dimiliki melebihi batas optimalnya, maka penggunaan hutang dapat menurunkan nilai perusahaan karena dapat menimbulkan risiko kebangkrutan. Penelitian ini tidak sejalan

dengan penelitian yang dilakukan oleh Wungubelen (2016).

Hasil analisis menunjukkan bahwa hipotesis 7 diterima, karena kepemilikan institusional berpengaruh langsung dan tidak langsung terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan hutang sebagai variabel intervening dengan hasil perhitungan langsung lebih kecil dari perhitungan tidak langsung yaitu sebesar  $0,215 < 0,392$ . Hal ini menunjukkan semakin tinggi tingkat kepemilikan saham institusional maka semakin tinggi pula pengendalian yang dilakukan oleh pihak eksternal terhadap perusahaan dan dapat menekan tingkat hutang yang akan digunakan oleh perusahaan. Hal tersebut juga dapat mengurangi *agency cost* yang terjadi dalam perusahaan, sehingga dapat meningkatkan nilai perusahaan. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian Silfiani (2018) menyatakan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan hutang. Penelitian ini tidak sejalan dengan penelitian Sugiarto (2011).

## KESIMPULAN

Berdasarkan hasil analisis menunjukkan bahwa (1) kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap nilai perusahaan, (2) kepemilikan institusional berpengaruh terhadap nilai perusahaan, (3) kebijakan hutang berpengaruh terhadap nilai perusahaan, (4) kepemilikan institusional

berpengaruh terhadap kebijakan hutang, (5) kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap kebijakan hutang, (6) kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan hutang sebagai variabel intervening, (7) kepemilikan institusional berpengaruh terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan hutang sebagai variabel intervening. Sehingga saran dalam penelitian ini adalah sebaiknya perusahaan memperhatikan faktor yang mempengaruhi ketercapaian nilai perusahaan antara lain : faktor struktur modal dan kebijakan hutang. Bagi peneliti selanjutnya diharapkan dapat menambah periode penelitian, sehingga jumlah sampel yang digunakan menjadi semakin banyak dan menggunakan lebih dari satu indikator untuk pengukuran variabel dependen.

## IMPLIKASI PENELITIAN

Berdasarkan hasil yang diperoleh dalam penelitian ini adalah kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, dan kebijakan hutang berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Kepemilikan manajerial, dan kepemilikan institusional berpengaruh terhadap kebijakan hutang, dan kebijakan hutang mampu memediasi pengaruh kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan maupun pengaruh kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan. Sehingga penelitian ini mempunyai implikasi yaitu memberikan gambaran dan acuan bagi perusahaan terkait hal-hal yang dapat mempengaruhi nilai perusahaan, dan dapat dijadikan sebagai bahan evaluasi bagi perusahaan terkait kinerja perusahaan selama tahun pengamatan.

## DAFTAR PUSTAKA

- Bimantara, Praghista Ahmad. (2019). "Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Pertumbuhan Perusahaan dan Free Cash Flow Terhadap Kebijakan Hutang". Surabaya : Jurusan Akuntansi STIE Perbanas.
- Efendi, A. S. (2013). Analisis Pengaruh Struktur Kepemilikan, Kebijakan Dividen dan Kebijakan Hutang Terhadap Nilai Perusahaan dengan Variabel Kontrol Ukuran Perusahaan, Pertumbuhan Perusahaan dan Kinerja Perusahaan (Studi pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI Periode 2009-2011). Semarang : Universitas Diponegoro.
- Fama, Eugene, dan Kenneth French. 1998. *Value Versus Growth: The International Evidence*. Journal of Finance.
- Ichsan, Randhy. (2013). Teori Keagenan. Retrived 26 Maret, 2019 from <https://bungrandhy.wordpress.com/2013/01/12/teori-keagenan-agency-theory/>.
- Ikbal, M., Sutrisno.,& Djamhuri, A. (2011). Pengaruh Profitabilitas dan Kepemilikan Insider Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Kebijakan Hutang dan Kebijakan Dividen Sebagai Variabel Intervening. Banda Aceh : Fakultas Ekonomi Universitas Syiah Kuala.

- Lestari, I. P., Andini, R., & Abrar. (2017). "Pengaruh Kepemilikan Institusional, Kepemilikan Manajerial dan Kebijakan Dividen Terhadap Kebijakan Hutang Dengan Free Cash Flow Sebagai Variabel Moderating". Mahasiswa Jurusan Akuntansi Fakultas Ekonomi. Semarang : Universitas Pandanaran.
- Noerirawan, Ronni. dkk. (2012). Pengaruh Faktor Internal dan Eksternal Perusahaan Terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Akuntansi*. Vol. 1. No. 2. Hal. 4.
- Pratiwi, Putri. (2018). Pengaruh Struktur Kepemilikan Terhadap Nilai Perusahaan dengan Kebijakan Hutang sebagai Variabel Intervening (Studi Kasus Perusahaan Property dan Real Estate yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia). Universitas Islam Negeri Makasar
- Riyanto, Bambang. (2011). Dasar-Dasar Pembelanjaan Perusahaan. Yogyakarta : BPFE.
- Silfiani. (2018) "Pengaruh Kepemilikan Institusional Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Kebijakan Hutang Sebagai Variabel Intervening". Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Padang.
- Sugiarto, Melanie. (2011). Pengaruh Struktur Kepemilikan dan Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Kebijakan Hutang Sebagai Variabel Intervening. *Jurnal Akuntansi Kontemporer*. Vol. 3. No. 1. Hal : 1-25.
- Sukirni, Dwi. (2012). Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Kebijakan Dividen dan Kebijakan Hutang Analisis Terhadap Nilai Perusahaan. *Accounting Analysis Journal*, 1(2). ISSN : 2252-6765.
- Warapsari, A. U., & Suaryana, A. (2016). Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Institusional Terhadap Nilai Perusahaan dengan Kebijakan Hutang sebagai Variabel Intervening. *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana*. Vol. 16. No. 3. Halaman 2288-2315. ISSN : 2302-8556.
- Wungubelen, Christine. (2016). "Pengaruh Struktur Kepemilikan dan Kebijakan Dividen pada Nilai Perusahaan dengan Kebijakan Hutang sebagai Variabel Intervening". Surabaya : Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Perbanas.