

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

A. A. Ayu Uccahati Warapsari<sup>1</sup>  
I G.N. Agung Suaryana<sup>2</sup>

<sup>1</sup>Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Udayana (Unud), Bali, Indonesia  
email: ayuucca@yahoo.com

<sup>2</sup>Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Udayana (Unud), Bali, Indonesia

### ABSTRAK

Tujuan penelitian ini adalah untuk mengetahui pengaruh langsung dan tidak langsung kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan dengan kebijakan utang sebagai variabel *intervening*. Penelitian ini dilakukan pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) tahun 2013—2014. *Purposive sampling* digunakan sebagai metode pemilihan sampel dengan tiga kriteria yang menghasilkan 30 perusahaan sebagai sampel yang layak diobservasi. Metode analisis yang digunakan adalah analisis jalur. Hasil penelitian menunjukkan bahwa (1) Kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap kebijakan utang, (2) Kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap kebijakan utang, (3) Kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan, (4) Kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan, (5) Kebijakan utang tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan, (6) Kebijakan utang tidak memediasi hubungan antara kepemilikan manajerial dan institusional terhadap nilai perusahaan.

**Kata Kunci:** struktur kepemilikan, kebijakan utang, dan nilai perusahaan

### ABSTRACT

*The purpose of this study is to understand the direct and indirect influence of managerial and institutional ownership to a firm's value with debt policy as an intervening variable. This study is conducted in a manufacture companies listed in Indonesian stock exchange from 2013 to 2014. Purposive sampling is used as a method of selecting the sample with three criteria which generate 30 companies as a viable sample observed. The analytical method used path analysis (path analysis). The results show that (1), Managerial ownership does not affect the debt policy, (2) Institutional ownership has negative effect on the debt policy, (3) Managerial ownership does not affect the firm's value, (4) Ownership institutional does not affect the firm's value, (5) debt policy has no effect on the firm's value, (6) Debt policy fail to mediate the influence between managerial and institutional ownership on firm's value.*

**Keywords:** ownership structure, debt policy, and firm's value

### PENDAHULUAN

Nilai perusahaan merupakan konsep penting bagi investor karena nilai perusahaan merupakan indikator bagaimana pasar menilai perusahaan secara keseluruhan.

Tujuan utama sebagian besar perusahaan, terutama perusahaan yang berorientasi bisnis adalah mengoptimalkan nilai perusahaan. Nilai perusahaan yang meningkat

merupakan harapan bagi para pemegang saham karena peningkatan nilai perusahaan menunjukkan peningkatan kemakmuran pemegang saham. Peningkatan nilai perusahaan dapat tercapai apabila ada kerja sama antara manajemen perusahaan dengan pihak lain yang meliputi *shareholder* maupun *stakeholder* dalam membuat keputusan-keputusan keuangan dengan tujuan memaksimalkan modal kerja yang dimiliki. Masalah diantara kedua pihak tersebut tidak akan terjadi bila tindakan antara manajer dengan pihak lain berjalan sesuai. Penyatuan kepentingan kedua pihak tersebut sering kali menimbulkan masalah pada kenyataannya. Masalah diantara manajer dan pemegang saham disebut masalah keagenan (*agency problem*). Konsep *theory of the firm* (Jensen dan Meckling, 1976) menjelaskan bahwa *agency problem* dapat menyebabkan tidak tercapainya tujuan perusahaan yaitu meningkatkan nilai perusahaan.

Menurut Margaretha dan Asmariyani (2009) dalam Ali dan Miftahurrohman (2014) dalam konteks *agency cost model*, salah satu upaya yang dapat digunakan untuk mengurangi *agency problem* dan *agency cost* adalah dengan meningkatkan kepemilikan saham, baik kepemilikan oleh manajerial (*insider ownership*) ataupun kepemilikan oleh institusional (*institutional ownership*). Perusahaan meningkatkan kepemilikan manajerial untuk menyejajarkan kedudukan manajer dengan pemegang saham sehingga diharapkan dapat menurunkan kecenderungan manajer untuk melakukan tindakan mengonsumsi *perquisites* yang berlebihan. Perusahaan juga dapat meningkatkan kepemilikan institusional. Admati *et. al.* (1994) serta Shleifer dan Vishny (1997) menunjukkan bahwa besarnya

kepemilikan saham oleh pihak institusional dapat mengurangi tindakan *opportunistic* manajer melalui mekanisme *monitoring*.

Beberapa penelitian telah dilakukan untuk menguji pengaruh struktur kepemilikan terhadap nilai perusahaan, struktur kepemilikan terhadap kebijakan utang, dan kebijakan utang terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian Wulandari (2012) menyimpulkan bahwa struktur kepemilikan, yakni kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional secara parsial berpengaruh negatif dan signifikan terhadap struktur modal. Penelitian dari Rizqia *et al.* (2013) dan menyatakan bahwa variabel kepemilikan manajerial berpengaruh positif dan signifikan terhadap variabel nilai perusahaan. Penelitian yang dilakukan Haryono, dkk. (2015) menunjukkan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh positif dan signifikan pada nilai perusahaan, hal ini sama dengan hasil penelitian Sukirni (2012) dan Abukosim, *et al.* (2014) yang menyatakan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian dari Naini dan Wahidahwati (2014), Hapsari (2015), serta Dewi dan Wirajaya (2013) menunjukkan bahwa kebijakan utang berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Berdasarkan beberapa hasil penelitian tersebut, penelitian ini menguji kembali pengaruh variabel kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan. Penelitian ini berbeda dari penelitian sebelumnya karena peneliti menambah variabel kebijakan utang sebagai variabel mediasi.

Kebijakan utang merupakan salah satu keputusan pendanaan yang berasal dari eksternal perusahaan. Penggunaan utang perlu dikendalikan karena utang

yang terlalu besar dapat meningkatkan tingkat risiko kemungkinan terjadinya perusahaan tidak mampu membayar kewajiban tetap. Pengendalian penggunaan utang dapat dilakukan dengan meningkatkan kepemilikan manajerial. Kepemilikan manajerial yang semakin meningkat akan membuat kekayaan pribadi manajemen semakin terikat erat dengan kekayaan perusahaan sehingga manajemen akan berusaha untuk mengurangi risiko kehilangan kekayaannya (Diana dan Irianto, 2008). Pengendalian penggunaan utang juga dapat dilakukan dengan meningkatkan kepemilikan institusional. *Monitoring* yang efektif dari pihak institusional terhadap kinerja manajemen dapat menyebabkan penggunaan utang menurun karena manajemen akan berhati-hati dalam memperoleh pinjaman. Utang yang tinggi dapat menyebabkan perusahaan mengalami gagal bayar dan berakhir pada kebangkrutan.

Kebijakan utang dapat dipengaruhi oleh struktur kepemilikan dan memengaruhi nilai perusahaan sehingga kebijakan utang dipilih menjadi variabel mediasi dalam penelitian ini. Keberadaan variabel mediasi pada penelitian ini bertujuan untuk melihat pengaruh langsung atau tidak langsung dari kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan. Penelitian ini dilakukan pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). Periode 2013—2014 dipilih sebagai periode pengamatan dalam penelitian ini karena belum pernah disajikan sebagai bahan penelitian sejenis dan dapat memberikan gambaran terkini keuangan dari sebuah perusahaan. Berdasarkan latar belakang yang telah diuraikan, maka tujuan dari penelitian ini adalah untuk

mendapatkan bukti empiris pengaruh langsung dan tidak langsung kepemilikan manajerial dan institusional terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan utang.

Hasil penelitian ini dapat memberi manfaat secara teoritis maupun praktis. Sebagai kegunaan teoritis, penelitian ini dapat memberikan bukti empiris bahwa kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap kebijakan utang. Penelitian ini mendukung *agency theory* yang menjelaskan bahwa kepemilikan saham yang tinggi oleh pihak institusional dapat mengawasi tindakan manajemen secara lebih efektif. Semakin tinggi kepemilikan institusional, semakin kuat kontrol internal terhadap perusahaan yang dapat membuat manajer menggunakan hutang pada tingkat rendah untuk mengantisipasi kemungkinan terjadinya *financial distress* dan risiko kebangkrutan. Sebagai kegunaan praktis, penelitian ini dapat memberikan gambaran kepada pihak manajerial perusahaan mengenai pentingnya kepemilikan institusional dalam mengontrol penggunaan utang sehingga manajer dapat menggunakan utang pada tingkat rendah untuk mengantisipasi kemungkinan terjadinya *financial distress* dan risiko kebangkrutan. Bagi investor, penelitian ini memberikan pengetahuan mengenai pentingnya mempertimbangkan besarnya kepemilikan saham oleh pihak institusional untuk mengetahui kebijakan utang pada perusahaan manufaktur.

Penelitian ini menggunakan *agency theory* dan *trade off theory* sebagai dasar teori utama. Teori keagenan (*agency theory*) dipopulerkan oleh Jensen dan Meckling pada tahun 1976. Teori ini muncul ketika ada hubungan kontrak kerja sama antara manajer dan pemegang saham. Hubungan kontrak kerja sama tersebut berupa pemberian wewenang oleh pemegang saham kepada manajer untuk

bekerja demi pencapaian tujuan pemegang saham. Manajer diangkat oleh pemilik untuk menjalankan operasional perusahaan karena pemegang saham memiliki keterbatasan dalam mengelola perusahaan. Pemisahan antara fungsi kepemilikan dan fungsi pengawasan ini dapat memicu konflik. Jensen dan Meckling (1976) berargumentasi bahwa konflik keagenan terjadi karena adanya pemisahan kepemilikan dan pengendalian dalam perusahaan. Pemisahan kepemilikan dan pengendalian dalam perusahaan memungkinkan terjadinya asimetri informasi antara manajemen (*agent*) dengan pemilik (*principal*) sehingga terdapat kesempatan bagi manajer untuk bertindak *opportunistic* untuk memaksimalkan kepentingan pribadinya tanpa persetujuan pemilik atau pemegang saham. Tindakan *opportunistic* manajer dapat diminimalisir dengan meningkatkan kepemilikan oleh pihak institusi yang dikenal dengan kepemilikan institusional. Berle dan Means (1932) dalam Himmelberg (1999) mengemukakan bahwa pengawasan (*monitoring*) yang rendah terhadap manajer oleh pemegang saham dapat mengakibatkan aset perusahaan digunakan oleh manajer untuk kepentingannya sendiri dan bukan untuk memaksimumkan kekayaan pemegang saham (*shareholder value*). Perbedaan informasi yang dimiliki oleh manajer dan pemilik (asimetri informasi) seringkali lebih menguntungkan pihak manajer karena mengetahui kegiatan perusahaan sehari-hari secara mendetail. Pemisahan tanpa disertai pengawasan yang baik dapat memberikan keleluasaan bagi pengelola perusahaan untuk memaksimalkan kepentingannya sendiri melalui pembebanan biaya yang ditanggung oleh pemilik perusahaan. Tindakan *opportunistic* manajer juga dapat diminimalisir dengan meningkatkan

kepemilikan manajerial. Peningkatan kepemilikan manajerial dapat menyejajarkan kepentingan antara manajer dan pemegang saham sehingga manajer cenderung akan bertindak sesuai kebutuhan pemegang saham. Brigham dan Houston (2009) dalam Naini dan Wahidahwati (2014), mendefinisikan teori keagenan sebagai hubungan yang terjadi ketika satu atau lebih individu, yaitu *principal* yang menyewa individu atau organisasi lain yang disebut sebagai agen untuk melakukan sejumlah jasa atau mendelegasikan kewenangan untuk membuat keputusan kepada agen tersebut. Konflik keagenan antara kreditur dan pemegang saham muncul karena pemegang saham selalu menginginkan agar manajer bersifat agresif dalam menerima proyek-proyek dengan *expected return* (pengembalian yang diharapkan) yang tinggi sedangkan, di sisi lain *expected return* yang tinggi mengandung risiko yang tinggi pula (*high risk, high return*). Risiko kebangkrutan perusahaan akan meningkat jika perusahaan mengambil proyek yang berisiko tinggi sehingga kreditur merasa khawatir pinjaman yang diberikan tidak dapat dikembalikan oleh perusahaan. Kreditur akan tetap dibayar dengan tingkat bunga sesuai kontrak bila proyek yang berisiko tinggi tersebut dapat memberikan hasil baik, sedangkan keuntungan sisa (*residual gain*) akan menjadi hak pemegang saham meskipun kreditur juga telah menanggung tambahan risiko atas kemungkinan gagalnya proyek.

Teori *trade-off* (Myers, 1977) mengatakan bahwa dalam hubungan antara struktur modal dan nilai perusahaan terdapat pada satu tingkat *leverage* (*debt ratio*) yang optimal. Penggunaan utang akan meningkatkan nilai perusahaan sampai batas *leverage* tertentu (optimal), namun setelah melewati titik optimal,

penggunaan *leverage* akan menimbulkan biaya kebangkrutan yang lebih besar sehingga dapat menurunkan nilai perusahaan. Semakin tinggi utang yang digunakan, maka semakin tinggi beban perusahaan sehingga akan meningkatkan kemungkinan perusahaan menuju kebangkrutan (Sujoko dan Soebiantoro, 2007).

Pengetahuan mengenai pengertian tiap variabel perlu dipaparkan untuk memantapkan pemahaman mengenai penelitian ini. Kepemilikan manajerial adalah persentase kepemilikan saham yang dimiliki oleh manajer dari jumlah saham yang beredar (Warfield *et al.*, 1995). Kepemilikan manajerial dalam sebuah perusahaan dapat menimbulkan dugaan yang menarik bahwa nilai perusahaan meningkat sebagai akibat kepemilikan manajemen yang meningkat. Ross (1977) menyatakan bahwa semakin besar kepemilikan manajemen dalam perusahaan, maka manajemen akan cenderung berusaha meningkatkan kinerjanya untuk kepentingan pemegang saham dan untuk kepentingannya sendiri. Kepemilikan Institusional adalah persentase saham yang dimiliki oleh investor institusi terhadap total saham yang beredar (Claessens *et al.*, 2002 dalam Widigdo, 2013). Kepemilikan oleh institusi akan mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja perusahaan. Semakin besar persentase saham yang dimiliki oleh investor institutional akan menyebabkan usaha *monitoring* menjadi semakin efektif karena dapat mengendalikan perilaku *opportunistic* yang dilakukan oleh para manajer. Keputusan pendanaan perusahaan dipengaruhi oleh struktur modal perusahaan. Terdapat pilihan sumber pendanaan antara lain modal internal dan modal eksternal. Modal Internal merupakan modal yang berasal dari laba ditahan sedangkan modal eksternal berasal dari para kreditur dan pemegang



saham (pemilik). Modal yang berasal dari kreditur disebut sebagai utang perusahaan dan modal yang berasal dari pemegang saham disebut modal saham (ekuitas). Menurut Utomo (2012), perusahaan yang sedang berkembang memerlukan modal yang dapat diperoleh dari utang maupun ekuitas. Penggunaan utang sebagai pendanaan perusahaan akan menimbulkan risiko gagal bayar bagi perusahaan yang kemudian akan mengancam likuiditasnya sehingga pada gilirannya akan mengancam posisi manajemen (Jensen, 1986). Sujoko dan Soebiantoro (2007) menyatakan bahwa nilai perusahaan merupakan persepsi investor terhadap tingkat keberhasilan perusahaan yang sering dikaitkan dengan harga saham. Permintaan saham yang meningkat mencerminkan kepercayaan pasar terhadap baiknya prospek perusahaan pada masa mendatang sehingga akan berpengaruh pada peningkatan nilai perusahaan.

Kepemilikan manajerial dalam kaitannya dengan kebijakan utang berperan dalam mengendalikan kebijakan keuangan perusahaan agar sesuai dengan keinginan pemegang saham atau sering disebut *bonding mechanism* (Diana dan Irianto, 2008). *Bonding mechanism* melalui program-program yang mengikat kekayaan pribadi manajemen ke dalam kekayaan perusahaan berusaha menyamakan kepentingan pemegang saham dengan kepentingan manajemen. Kekayaan pribadi manajemen semakin terikat dengan kekayaan perusahaan jika kepemilikan manajerial ditingkatkan. Kepemilikan saham manajerial yang tinggi akan membuat manajemen berusaha untuk mengurangi risiko kehilangan kekayaannya. Cara yang dapat ditempuh manajemen adalah mengurangi *financial risk* perusahaan melalui penurunan tingkat utang. Penelitian yang dilakukan oleh

Sheisarvian, dkk. (2015) dan Wulandari (2012) menunjukkan hasil bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap kebijakan utang. Berdasarkan teori dan dukungan dari hasil penelitian tersebut, maka muncul hipotesis yaitu:

H<sub>1</sub>: Kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap kebijakan utang

Peningkatan kepemilikan institusional dinilai sebagai salah satu cara untuk meminimalkan biaya keagenan utang atau *agency cost of debt*. Semakin tinggi kepemilikan institusional maka keberadaan investor institusional untuk memantau perilaku manajemen akan semakin efektif (Susanti dan Mayangsari, 2014). *Monitoring* yang efektif terhadap kinerja manajemen dapat menyebabkan penggunaan utang menurun karena manajemen akan semakin berhati-hati dalam memperoleh pinjaman sebab utang yang tinggi dapat menyebabkan perusahaan mengalami gagal bayar dan berakhir pada kebangkrutan. Penelitian yang dilakukan oleh Sujoko dan Soebiantoro (2007), serta Rahmawati (2012) menunjukkan hasil bahwa kepemilikan institusional memiliki pengaruh negatif terhadap kebijakan utang. Berdasarkan teori dan dukungan dari hasil penelitian tersebut, maka hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini adalah:

H<sub>2</sub>: Kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap kebijakan utang

Jensen dan Meckling (1976) menyatakan salah satu cara untuk mengurangi *agency cost* adalah dengan meningkatkan kepemilikan saham oleh manajemen. Kepemilikan manajerial akan menyejajarkan kepentingan manajemen dan pemegang saham (*outsider ownership*). Kesejajaran antara kepentingan manajemen dan pemegang saham dapat membuat manajemen merasakan manfaat

langsung dari keputusan yang diambil serta menanggung kerugian sebagai konsekuensi dari pengambilan keputusan yang salah. Chen *et. al.*, (2003) menyatakan bahwa kepemilikan manajerial dapat meningkatkan nilai perusahaan. Proporsi kepemilikan manajerial yang tinggi dalam perusahaan membuat manajemen cenderung lebih giat untuk kepentingan pemegang saham yang notabene adalah dirinya sendiri. Penelitian yang dilakukan oleh Rizqia *et al.* (2013), serta Chen dan Steiner (1999) menyatakan bahwa variabel kepemilikan manajerial berpengaruh positif dan signifikan terhadap variabel nilai perusahaan. Hasil ini mendukung *agency cost theory* yang menyatakan bahwa kepemilikan manajerial merupakan mekanisme yang efektif untuk mengatasi masalah keagenan. Masalah keagenan akan menghambat perusahaan untuk mencapai tujuan untuk memaksimalkan nilai perusahaan (Rao, 1995). Berdasarkan teori dan dukungan dari hasil penelitian tersebut, maka muncul hipotesis yaitu:

H<sub>3</sub>: Kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan

Kepemilikan institusional yang tinggi dalam perusahaan akan berdampak pada peningkatan kemampuan pengawasan terhadap perilaku manajemen sehingga membuat manajemen bertindak sesuai dengan kepentingan pemegang saham. Hal tersebut akan mengurangi masalah keagenan antara manajer dan pemegang saham. Mekanisme *monitoring* oleh pihak institusional menuntut manajer untuk meningkatkan kinerjanya sehingga akan menjamin peningkatan kemakmuran bagi pemegang saham. Sukirni (2012) dan Abukosim, *et al.* (2014) telah melakukan penelitian yang menunjukkan kepemilikan institusional

berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Berdasarkan teori dan dukungan dari hasil penelitian tersebut, maka muncul hipotesis yaitu:

H<sub>4</sub>: Kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan

*Trade off theory* menjelaskan bahwa jumlah utang yang semakin meningkat melebihi titik optimalnya dapat menimbulkan *financial distress* sehingga akan menurunkan nilai perusahaan. Semakin besar utang, semakin besar kemungkinan terjadinya perusahaan tidak mampu membayar kewajiban berupa pokok beserta bunganya. Sujoko dan Soebiantoro (2007), serta Rahmawati (2012) telah membuktikan bahwa kebijakan utang berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Berdasarkan teori dan dukungan dari hasil penelitian tersebut, maka muncul hipotesis yaitu:

H<sub>5</sub>: Kebijakan utang berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan

## **METODE PENELITIAN**

Penelitian ini dilakukan pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2013—2014 yang diakses resmi di [www.idx.co.id](http://www.idx.co.id). Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data kuantitatif berupa laporan keuangan perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI tahun 2013—2014.

Sumber data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder yang diperoleh dari laporan keuangan perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI tahun 2013—2014 melalui [www.idx.co.id](http://www.idx.co.id). Variabel bebas yang digunakan adalah kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional, variabel terikat yang digunakan adalah nilai perusahaan yang diukur dengan *price to book value* dan

variabel *intervening* yang digunakan adalah kebijakan utang yang diukur dengan *debt to equity ratio*.

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI periode 2013—2014. Pemilihan sampel penelitian didasarkan pada metode *purposive sampling* dengan kriteria: menerbitkan laporan keuangan tahunan secara lengkap dari tahun 2013—2014, memiliki data mengenai kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional selama periode pengamatan pada struktur kepemilikan saham perusahaan, dan laporan keuangan menggunakan mata uang rupiah. Selanjutnya, metode pengumpulan data yang digunakan pada penelitian ini adalah metode observasi nonpartisipan.

Teknik analisis data yang digunakan adalah analisis untuk menaksir hubungan kausalitas antarvariabel yang berjenjang berdasarkan teori. Uji asumsi klasik yang harus dilakukan sebelum melakukan pengujian hipotesis, yakni: uji normalitas untuk mengetahui apakah dalam sebuah model regresi variabel bebas dan variabel terikat mempunyai distribusi normal atau tidak, uji multikolinearitas untuk menguji apakah pada model regresi terdapat adanya indikasi berupa korelasi antar variabel bebas, uji heterokedastisitas untuk menguji apakah model regresi terjadi kesamaan varians dari residual satu pengamatan ke pengamatan lain, uji autokorelasi untuk menguji model regresi linier tentang pengaruh data dari pengamatan sebelumnya.

Pengujian pengaruh langsung dan tidak langsung variabel kepemilikan manajerial dan institusional terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan utang

dilakukan dengan analisis jalur dengan taraf signifikansi sebesar 5 persen. Berikut merupakan struktur dari masing-masing substruktur.

Hubungan antara  $X_1$  dan  $X_2$  terhadap M untuk  $H_1$  dan  $H_2$

$$\text{Substruktur 1: } M = b_1 X_1 + b_2 X_2 + e_1 \dots\dots\dots (1)$$

Hubungan antara  $X_1$ ,  $X_2$ , dan M terhadap Y untuk  $H_3$ ,  $H_4$ , dan  $H_5$ ,

$$\text{Substruktur 2: } Y = b_3 X_1 + b_4 X_2 + b_5 M + e_2 \dots\dots\dots (2)$$

Selanjutnya, uji sobel dilakukan untuk menguji kekuatan pengaruh tidak langsung variabel kepemilikan manajerial ( $X_1$ ) dan kepemilikan institusional ( $X_2$ ) terhadap nilai perusahaan (Y) melalui variabel kebijakan utang (M).

Besarnya *standard error* dan untuk menguji signifikansi pengaruh tidak langsung dihitung dengan rumus sebagai berikut.

$$S_{ab} = \sqrt{b^2 S_a^2 + a^2 S_b^2 + S_a^2 S_b^2} \dots\dots\dots (3)$$

$$t = \frac{ab}{S_{ab}} \dots\dots\dots (4)$$

Keterangan :

$S_{ab}$  = besarnya standar error tidak langsung

$S_a$  = standar error koefisien a

$S_b$  = standar error koefisien b

a = koefisien path X terhadap M

b = koefisien path M terhadap Y

ab = hasil kali koefisien path X terhadap koefisien path M (a) dengan path M terhadap Y (b)

## HASIL DAN PEMBAHASAN

Penelitian ini menggunakan metode *purposive sampling* untuk pengambilan sampelnya dengan kriteria yang telah ditetapkan. Hasil pemilihan sampel dengan menggunakan metode *purposive sampling* ditunjukkan dalam Tabel 1.

**Tabel 1.**  
**Hasil Pemilihan Sampel**

No	Kriteria	Akumulasi Jumlah Perusahaan
1	Perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI tahun 2013—2014	276
2	Perusahaan yang tidak memiliki data lengkap mengenai kepemilikan saham manajerial dan institusional	(166)
3	Perusahaan tidak menggunakan mata uang rupiah dalam pelaporan keuangannya	(22)
4	Sampel perusahaan dengan data <i>outlier</i>	(58)
Jumlah sampel perusahaan yang layak diobservasi		30

*Sumber:* Data sekunder diolah, 2016

Berikut disajikan deskripsi variabel penelitian dalam Tabel 2.

**Tabel 2.**  
**Hasil Uji Statistik Deskriptif**

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
KM	30	0,00009	0,23077	0,0742447	0,07817131
KI	30	0,46590	0,98001	0,6614890	0,15245191
DER	30	0,23919	1,32620	0,7798890	0,29631853
PBV	30	0,20853	6,45001	2,1822130	1,72407922
Valid N (listwise)	30				

*Sumber:* data sekunder diolah, 2016

Berdasarkan Tabel 2 di atas diketahui bahwa jumlah observasi (N) sebanyak 30. Variabel nilai perusahaan yang diproksikan dengan *Price to Book Value* (PBV) mempunyai nilai tertinggi sebesar 6,450 yang dimiliki oleh PT Ultrajaya Milk Industry & Trading Company Tbk pada tahun observasi 2013, sedangkan nilai terendah 0,208 dimiliki oleh PT. Prima Alloy Steel Universal Tbk pada tahun observasi 2014. PBV memiliki rata-rata (*mean*) 2,182 dengan standar deviasi (*standard deviation*) sebesar 1,724, berarti standar deviasi lebih rendah dari nilai rata-rata. Hal ini menunjukkan sebaran data untuk variabel nilai perusahaan yang diproksikan dengan PBV cenderung ke rata-rata, artinya perusahaan sampel memiliki nilai perusahaan yang tidak jauh berbeda atau hampir sama.

Variabel kebijakan utang yang diproksikan dengan *Debt to Equity Ratio* (DER) tertinggi dimiliki oleh PT. Tri Banyan Tirta Tbk sebesar 1,326 pada tahun observasi 2014, sedangkan kebijakan utang perusahaan terendah dimiliki oleh PT. Mandom Indonesia Tbk sebesar 0,239 pada tahun observasi 2013. Variabel mediasi kebijakan utang (DER) memiliki rata-rata (*mean*) 0,780 dengan standar deviasi (*standard deviation*) sebesar 0,296, artinya standar deviasi lebih rendah dari nilai rata-rata. Hal ini menunjukkan sebaran data untuk variabel kebijakan utang yang diproksikan dengan DER cenderung ke rata-rata, artinya perusahaan sampel memiliki nilai perusahaan yang tidak jauh berbeda atau hampir sama.

Variabel independen Kepemilikan Manajerial (KM) mempunyai nilai tertinggi sebesar 0,231 yang dimiliki oleh PT. Pyridam Farma Tbk pada tahun observasi 2013 dan 2014, sedangkan nilai terendah 0,0001 dimiliki oleh PT. Gunawan Dianjaya Steel Tbk pada tahun observasi 2013. KM memiliki rata-rata (*mean*) 0,074 dengan standar deviasi (*standard deviation*) sebesar 0,078, berarti standar deviasi lebih tinggi dari nilai rata-rata. Hal ini menunjukkan sebaran data untuk variabel kepemilikan manajerial cenderung di bawah rata-rata, artinya saham yang dimiliki oleh manajerial pada perusahaan sampel relatif sedikit.

Variabel independen Kepemilikan Institusional (KI) mempunyai nilai tertinggi sebesar 0,980 yang dimiliki oleh PT. Gunawan Dianjaya Steel Tbk pada tahun observasi 2014, sedangkan nilai terendah 0,466 dimiliki oleh PT. Ultrajaya Milk Industry and Trading Company Tbk pada tahun observasi 2013 dan 2014. KI memiliki rata-rata (*mean*) 0,661 dengan standar deviasi (*standard deviation*) sebesar 0,152, berarti standar deviasi lebih rendah dari rata-rata. Hal ini



menunjukkan sebaran data untuk variabel kepemilikan institusional cenderung ke rata-rata, artinya perusahaan sampel memiliki kepemilikan institusional yang tidak jauh berbeda atau hampir sama.

Uji asumsi klasik yang harus dilakukan sebelum melakukan pengujian hipotesis. Berikut hasil uji asumsi klasik untuk persamaan regresi 1 dan 2 disajikan dalam Tabel 3 dan Tabel 4.

**Tabel 3.**  
**Hasil Uji Asumsi Klasik Persamaan Regresi 1**

Parameter yang diuji	Uji Normalitas		Uji Multikolinearitas		Uji Heteroskedastisitas	Uji Autokorelasi
	Z	P	Tolerance	VIF	Sig.	DW
<i>Unstandardized Residual</i>	0,077	0,200				
KM			0,980	1,020	0,164	
KI			0,980	1,020	0,436	
<i>Durbin – Watson</i>						1,763

Sumber: data sekunder diolah, 2016

**Tabel 4.**  
**Hasil Uji Asumsi Klasik Persamaan Regresi 2**

Parameter yang diuji	Uji Normalitas		Uji Multikolinearitas		Uji Heteroskedastisitas	Uji Autokorelasi
	Z	P	Tolerance	VIF	Sig.	DW
<i>Unstandardized Residual</i>	0,113	0,200				
KM			0,901	1,109	0,435	
KI			0,806	1,241	0,125	
DER			0,787	1,271	0,363	
<i>Durbin – Watson</i>						1,824

Sumber: data sekunder diolah, 2016

Uji normalitas bertujuan untuk mengetahui apakah dalam sebuah model regresi variabel bebas dan variabel terikat mempunyai distribusi normal atau tidak. Berdasarkan Tabel 3 dan Tabel 4, dapat dilihat bahwa nilai *Kolmogorov-Smirnov* mengindikasikan bahwa model persamaan regresi tersebut berdistribusi normal karena nilai *Asymp. Sig. (2-tailed)* lebih besar dari tingkat signifikansi  $\alpha = 5\%$  atau 0,05.

Uji multikolinearitas bertujuan untuk menguji apakah pada model regresi ditemukan adanya indikasi berupa korelasi antar variabel bebas. Model regresi yang diuji seharusnya tidak terjadi korelasi diantara variabel bebas karena model regresi yang baik adalah model regresi bebas multikolineraritas. Berdasarkan Tabel 3 dan Tabel 4, dapat dilihat bahwa nilai *tolerance* untuk setiap variabel yang diujikan  $> 0,10$  dan nilai VIF  $< 10$  sehingga dapat disimpulkan bahwa variabel bebas tidak saling berkorelasi dan hasil pengujian ini juga menggambarkan asumsi multikolinearitas terpenuhi.

Uji heterokedastisitas bertujuan menguji apakah model regresi terjadi kesamaan varians dari residual satu pengamatan ke pengamatan lain. Model regresi yang baik adalah yang tidak mengandung gejala heterokedastisitas atau mempunyai varians yang homogen. Berdasarkan Tabel 3 dan Tabel 4, dapat dilihat bahwa tingkat signifikansi variabel KI, KM, dan DER yang diujikan tersebut berada diatas 5% atau 0,05 sehingga dapat disimpulkan model regresi yang ada bebas heteroskedastisitas.

Uji autokorelasi digunakan untuk menguji model regresi linier tentang pengaruh data dari pengamatan sebelumnya. Jika suatu model regresi mengandung gejala autokorelasi, maka prediksi yang dilakukan dengan model tersebut akan tidak baik atau dapat memberikan hasil prediksi yang menyimpang. Berdasarkan Tabel 3 dan Tabel 4, dapat dilihat bahwa pengujian dengan *Durbin Waston* (DW) berada pada daerah tidak terdapat autokorelasi sehingga model regresi yang digunakan tidak terdapat gejala autokorelasi.

**Tabel 5.**  
**Ringkasan Koefisien Jalur dan Signifikansi Hubungan Antarvariabel**

Regresi	Prediksi Arah	Koef. Reg. Standar	Standard Error	Tingkat sig.	Keterangan
KM $\Rightarrow$ KU	-	-0,265	0,654	0,136	H <sub>1</sub> ditolak
KI $\Rightarrow$ KU	-	-0,417	0,335	0,023*	H <sub>2</sub> diterima
KM $\Rightarrow$ NP	-	-0,065	4,318	0,742	H <sub>3</sub> ditolak
KI $\Rightarrow$ NP	-	-0,342	2,342	0,111	H <sub>4</sub> ditolak
KU $\Rightarrow$ NP	-	-0,228	1,219	0,287	H <sub>5</sub> ditolak

Sumber: Data diolah peneliti, 2016

Keterangan:

\*Signifikan pada  $\alpha = 0,05$

KM = kepemilikan manajerial

KI = kepemilikan institusional

KU = kebijakan utang

NP = nilai perusahaan

Tabel 5 menunjukkan pengaruh langsung kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan tidak signifikan (nilai signifikansi  $0,742 > 0,05$ ) (H<sub>3</sub> ditolak). Pengaruh tidak langsung kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan tidak signifikan karena kepemilikan manajerial tidak memengaruhi kebijakan utang (H<sub>1</sub> ditolak) dan kebijakan utang tidak memengaruhi nilai perusahaan (H<sub>5</sub> ditolak). Hal ini berarti kebijakan utang tidak mampu memediasi pengaruh kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan. Kepemilikan Institusional secara langsung tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan (nilai signifikansi  $0,111 > 0,05$ ) (H<sub>4</sub> ditolak). Hasil pengujian pengaruh tidak langsung kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan menunjukkan kebijakan utang tidak mampu memediasi pengaruh kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan karena kebijakan utang tidak terbukti memengaruhi nilai perusahaan (nilai signifikansi  $0,287 > 0,05$ ) (H<sub>5</sub> ditolak).

Pemeriksaan validitas model menggunakan koefisien determinasi total ( $R^2_m$ ) dan dari perhitungan, didapat nilai  $R^2_m$  sebesar 0.05. Koefisien determinasi total

sebesar 0,055 mempunyai arti bahwa sebesar 5,5 persen informasi yang terkandung dapat dijelaskan oleh model yang dibentuk, sedangkan sisanya yaitu 94,5 persen dijelaskan oleh variabel lain diluar model yang dibentuk.

Perhitungan uji sobel menghasilkan *standard error* pengaruh tidak langsung kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan utang sebesar 1,698 dan signifikansi pengaruh tidak langsung kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan utang didapat nilai t sebesar 0,783. Nilai t hitung =  $0,783 < t \text{ tabel} = 1,703$  dengan tingkat signifikansi 0,05, artinya kebijakan utang tidak mampu memediasi pengaruh kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan. *Standard error* pengaruh tidak langsung kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan utang sebesar 1,158 dan signifikansi pengaruh tidak langsung kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan utang didapat nilai t sebesar 0,928. Nilai t hitung =  $0,928 < t \text{ tabel} = 1,703$  dengan tingkat signifikansi 0,05, artinya kebijakan utang tidak mampu memediasi pengaruh kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan.

Hipotesis H<sub>1</sub> dalam penelitian ini adalah kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap kebijakan utang. Hasil analisis jalur menunjukkan H<sub>1</sub> ditolak, sehingga dapat disimpulkan bahwa kepemilikan manajerial (KM) tidak berpengaruh terhadap kebijakan utang. Kepemilikan saham oleh manajerial yang rendah dalam perusahaan menyebabkan manajer tidak dapat mengambil keputusan berdasarkan keinginannya sendiri (Yeniatie dan Nicken, 2010). Manajemen tidak memiliki kendali dalam menentukan utang karena banyak

dikendalikan oleh pemilik mayoritas. Nilai kepemilikan manajerial terendah dalam penelitian ini adalah 0,01% dan nilai tertinggi adalah 23,07%. Persentase kepemilikan manajerial dalam penelitian ini masih rendah jika dibandingkan dengan persentase kepemilikan saham yang dimiliki kelompok lainnya. Penyebab kepemilikan manajerial tidak memengaruhi kebijakan utang diindikasikan persentase kepemilikan saham manajerial rendah. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Yuniarti (2013) yang menyatakan bahwa kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap kebijakan utang. Hasil penelitian ini juga sejalan dengan penelitian dari Daud, dkk. (2015), dan Larasati (2011).

Hipotesis  $H_2$  dalam penelitian ini adalah kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap kebijakan utang. Hasil analisis jalur menunjukkan  $H_0$  ditolak dan  $H_2$  diterima sehingga dapat disimpulkan bahwa Kepemilikan Institusional (KI) berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan utang. Hasil penelitian ini konsisten dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Susanti dan Mayangsari (2014) yang menyimpulkan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan utang. Meningkatnya kepemilikan saham oleh institusional dapat mengimbangi kebutuhan terhadap utang. Ini berarti bahwa kepemilikan institusional dapat menggantikan peran utang dalam memonitor manajer dalam perusahaan dan mengurangi *agency problem*. Semakin besar persentase saham yang dimiliki oleh pihak institusional akan menyebabkan usaha *monitoring* menjadi semakin efektif karena dapat mengendalikan perilaku *opportunistic* manajer dan memaksa manajer mengurangi

tingkat utang secara optimal sehingga akan mengurangi *agency cost*. Hasil penelitian ini juga sejalan dengan hasil penelitian dari Sujoko dan Soebiantoro (2007), dan Rahmawati (2012).

Hipotesis H<sub>3</sub> dalam penelitian ini adalah kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Hasil analisis jalur mengindikasikan bahwa H<sub>3</sub> ditolak, sehingga dapat disimpulkan bahwa kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian ini bertolak belakang dengan *agency theory* (Jensen & Meckling, 1976), yang menyatakan bahwa semakin tinggi struktur kepemilikan oleh pihak *insider* (manajemen) maka semakin berkurang *agency problem* karena semakin selarasnya kepentingan antara manajer dan pemilik yang sebagian besar adalah manajemen sendiri sehingga dapat meningkatkan nilai perusahaan. Hasil penelitian ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh Hardiningsih (2009) dan Abukosim *et. al.* (2014) yang menyimpulkan bahwa kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Temuan ini terkait dengan karakteristik perusahaan-perusahaan publik di Indonesia secara rata-rata memiliki proporsi kepemilikan saham manajerial yang relatif rendah. Berdasarkan data, rata-rata kepemilikan manajerial hanya 7,42%, akibatnya tidak ada pengaruh yang signifikan fungsi manajerial dalam mengurangi *agency problem* karena kepemilikan yang rendah memungkinkan penyatuan antara kepentingan pemegang saham dan kepentingan manajemen tidak dapat terwujud. Hasil penelitian ini juga sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Astuti (2014), dan Chilin (2007).

Hipotesis H<sub>4</sub> dalam penelitian ini adalah kepemilikan institusional berpengaruh positif pada nilai perusahaan. Hasil analisis jalur mengindikasikan bahwa H<sub>4</sub> ditolak sehingga dapat disimpulkan kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian ini bertolak belakang dengan *agency theory* (Jensen & Meckling, 1976), yang menyatakan bahwa kepemilikan oleh institusional dapat mengurangi *agency cost* karena dengan adanya kepemilikan saham oleh investor-investor institusional seperti perusahaan asuransi, bank, perusahaan investasi dan kepemilikan oleh institusi lainnya dalam bentuk perusahaan akan mendorong peningkatan pengawasan (*monitoring*) yang lebih optimal terhadap kinerja manajemen sehingga dapat meningkatkan nilai perusahaan. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian dari Fitriani (2015) dan Sugiarto (2011) yang menyimpulkan bahwa kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Kepemilikan institusional dari perusahaan-perusahaan *holding companies* yang saling berafiliasi di Indonesia masih merupakan perusahaan-perusahaan keluarga dimana pihak manajemen perusahaan masih bagian dari perusahaan-perusahaan keluarga tersebut (Sudarma, 2004). Kepemilikan saham oleh pihak institusional didominasi oleh pihak-pihak yang tidak independen (berafiliasi satu sama lain) sehingga fungsi kepemilikan institusional sebagai pengawas bagi manajemen tidak bisa berjalan semestinya walaupun kepemilikan saham oleh pihak institusional tinggi. Kondisi ini menyebabkan *agency problem* tidak bisa ditekan dan dapat berimbas pada *market value* perusahaan yang menurun.

Hipotesis H<sub>5</sub> dalam penelitian ini adalah kebijakan utang berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan. Hasil analisis jalur menunjukkan bahwa H<sub>5</sub> ditolak sehingga dapat disimpulkan bahwa kebijakan utang tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Modigliani dan Miller's (1958) menyatakan bahwa seberapa banyak penggunaan utang tidak akan berpengaruh terhadap harga saham dan nilai perusahaan. Penggunaan utang akan menyebabkan biaya ekuitas naik dengan tingkat yang sama seperti tingkat pendapatan yang dihasilkan dalam pasar modal Indonesia. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Mayasari (2015) dan Fitriani (2015) yang menyatakan bahwa kebijakan utang tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

#### **SIMPULAN DAN SARAN**

Berdasarkan hasil analisis data dan pembahasan yang telah dilakukan maka simpulan yang diperoleh dalam penelitian ini adalah kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap kebijakan utang, kepemilikan institusional berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan utang, kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan, kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan, kebijakan utang tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan dan kebijakan utang tidak mampu memediasi pengaruh kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan maupun pengaruh kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan.

Berdasarkan simpulan yang telah dibuat dan hasil analisis, maka saran untuk penelitian selanjutnya dan pihak-pihak yang berkepentingan adalah investor disarankan lebih memperhatikan besarnya kepemilikan saham institusional untuk



menilai kebijakan utang yang digunakan oleh perusahaan. Semakin tinggi kepemilikan institusional, semakin kuat kontrol internal terhadap perusahaan yang dapat membuat manajer menggunakan utang pada tingkat rendah untuk mengantisipasi kemungkinan terjadinya *financial distress*. Peneliti selanjutnya diharapkan mempertimbangkan sumber data mengenai struktur kepemilikan karena pemisahan struktur kepemilikan saham perusahaan publik di Indonesia sulit untuk diidentifikasi. Claessens et al. (2000) menemukan bahwa kepemilikan piramida di Indonesia mencapai 67% yang berarti bahwa kepemilikan secara tidak langsung terhadap suatu perusahaan melalui perusahaan lain yang terjadi di Indonesia cukup tinggi sehingga struktur kepemilikan perusahaan publik di Indonesia sulit untuk diidentifikasi.

## REFERENSI

- Abukosim, Mukhtaruddin, I.S. Ferina, dan C. Nurcahya. 2014. Ownership Structure and Firm Values: Empirical Study On Indonesia Manufacturing Listed Companies. *Journal Of Arts, Science, & Commerce*, V(4): 1—14
- Admati, R., P. Pfleiderer, and J. Zechner. 1994. Large Shareholder activism, risk sharing and financial market equilibrium. *Journal of Political Economy*, 102: 1097-1130.
- Ali, Herni dan Miftahurrohman. 2014. Pengaruh Struktur Kepemilikan Saham, Kebijakan Dividen dan Kebijakan Hutang terhadap Nilai Perusahaan (Studi pada Perusahaan yang Terdaftar di BEI). *Jurnal Etikonomi*, 13(2): 148—163
- Astuti, Leni. 2014. Analisis Pengaruh Profitabilitas, Kebijakan Dividen, Kebijakan Hutang, dan Kepemilikan Manajerial terhadap Nilai Perusahaan. *Naskah Publikasi*. Universitas Muhammadiyah Surakarta
- Chen, C.R. & Steiner, T.L. (1999). Managerial Ownership and Agency Conflict: A Non Linear Simultaneous Equation Analysis of Managerial Ownership, Risk Taking, Debt Policy, and Dividend Policy. *The Financial Review*, 34: 119-136.

- Chen, C.R., Guo, W., and Mande, V. 2003. Managerial Ownership and Firm Valuation: Evidence from Japanese Firms. *Pacific-Basin Finance Journal*, 11: 267—283.
- Chilin dan Grace M. Liao. 2007. Ownership Structure, Information Disclosure and Corporate Value: An Empirical Analysis of Taiwan Companies. *Proceedings of the 13 Asia Pacific Management Conference, Melbourne, Australia*. pp: 698—704.
- Claessens, S.,S. Djankov, and L. H. P. Lang. 2000. The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations. *Journal of Financial Economics*, 58: 81—112.
- Daud, A., Sientje N., Ivonne S. 2015. Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Institusional terhadap Kebijakan Hutang pada Perusahaan Non Manufaktur di BEI. *Jurnal Berkala Ilmiah Efisiensi*, 15(05): 690—702
- Dewi, Ayu S.M dan Ary Wirajaya. 2013. Pengaruh Struktur Modal, Profitabilitas dan Ukuran Perusahaan pada Nilai Perusahaan. *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana*,4(2): 358—372
- Diana, D.N.A. dan Gugus Irianto. 2008. Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional dan Sebaran Kepemilikan Terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan Ditinjau dari Teori Keagenan. *Emisi*, 1(1): 1—16
- Ghozali, Iman. 2013. *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS*. Semarang: Badan Penerbitan Universitas Diponegoro.
- Fitriani, A.G. 2015. Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Profitabilitas, dan Kebijakan Hutang terhadap Nilai Perusahaan pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia Periode 2011-2013. *Skripsi*. Universitas Nusantara PGRI Kediri.
- Hapsari, A. H. 2015. Pengaruh Kepemilikan Saham Manajerial, Kepemilikan Institusional, Kebijakan Hhutang, Kebijakan Dividen, dan Ukuran Perusahaan terhadap Nilai Perusahaan Manufaktur di BEI. *Skripsi*. Universitas Negeri Yogyakarta.
- Hardiningsih, P. 2009. Determinan Nilai Perusahaan. *JAI*, 5(2):231—250
- Haryono, S.A., Fitriany dan Eliza Fatimah. 2015. Analisis Pengaruh Struktur Modal dan Struktur Kepemilikan terhadap Nilai Perusahaan. *Simposium Nasional Akuntansi 18*. Universitas Sumatera Utara.

- Himmelberg, C.P., Hubbard, R.G., Palia, D. 1999. Understanding the Determinants of Managerial Ownership and The Link Between Ownership and Performance. *Journal of Financial Economics*, 53: 353—384.
- Jensen, M.C. 1986. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *The American Economic Review*. 76: 323—329.
- Jensen, M. C., dan W. H. Meckling. 1976. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost, and Ownership Structure. *Journal of Fiancial Economics*, 3(4):305—360
- Larasati, Eva. 2011. Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional dan Kebijakan Dividen terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan. *Jurnal Ekonomi Bisnis*, 16(2): 103—107
- Mayasari, A. S., 2015. Analisis Kebijakan Dividen, Kebijakan Hutang, dan Nilai Perusahaan pada Perusahaan Sektor Pertambangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2009—2013. *Artikel Ilmiah Mahasiswa*. Universitas Jember.
- Modigliani, F. & Miller, M. H. 1958. The Cost of Capital, Corporation Finance and The Theory of Investment. *The American Economic Review*, 13(3): 261—297
- Myers, S. C. 1977. The determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics*, 5: 147—175.
- Naini, D.I.,Wahidahwati. 2014. Pengaruh Free Cash Flow dan Kepemilikan Institusional terhadap Kebijakan Hutang dan Nilai Perusahaan. *Jurnal Ilmu dan Riset Akuntansi*, 3(4): 1—17
- Rahmawati, A. N. 2012. Analisis Faktor Kebijakan Hutang yang Mempengaruhi Nilai Perusahaan. *Skripsi*. Universitas Diponegoro. Semarang.
- Rizqia, D.A., Aisjah S., dan Sumiati. 2013. Effect of Managerial Ownership, Financial Leverage, Profitability, Firm Size, and Investment Opportunity on Dividend Policy and Firm Value. *IISTE*, 4(11): 120—130
- Ross, S.A. 1977. The Determination of Financial Structure: the Icentive Signalling Approach. *Bell Journal of Economics*, 8(1): 23—40
- Sheisarvian, R. M., Nengah Sudjana, dan Muhammad Saifi. 2015. Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kebijakan Dividen dan Profitabilitas terhadap Kebijakan Hutang (Studi Pada Perusahaan Manufaktur yang Tercatat di BEI Periode 2010-2012). *Jurnal Administrasi Bisnis*, 22(1): 1—9

- Shleifer, A. and Vishny, R.W. 1997. A Survey of Corporate Governance. *Journal of Finance*, 52: 737—783
- Sudarma, Made. 2004. Pengaruh Struktur Kepemilikan Saham, Faktor Internal dan Faktor Eksternal terhadap Struktur Modal dan Nilai Perusahaan. *Disertasi*. Universitas Brawijaya Malang.
- Sugiarto, Melanie. 2011. Pengaruh Struktur Kepemilikan dan Kebijakan Dividen terhadap Nilai Perusahaan dengan Kebijakan Hutang sebagai Intervening. *Jurnal Akuntansi Kontemporer*, 3(1): 1—25
- Sujoko dan U. Soebiantoro. 2007. Pengaruh Struktur Kepemilikan Saham, Leverage, Faktor Intern dan Faktor Ekstern Terhadap Nilai Perusahaan (Studi Empirik Pada Perusahaan Manufaktur dan Non Manufaktur Di Bursa Efek Jakarta). *Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan*, 9(1): 41—48
- Sukirni, Dwi. 2012. Kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, kebijakan deviden, dan kebijakan hutang analisis terhadap nilai perusahaan. *Jurnal akuntansi FE Unnes*, 1(2): 1—12
- Susanti, Apit dan Sekar Mayangsari. 2014. Faktor – Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang pada Perusahaan Non Keuangan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *E-Journal Magister Akuntansi Trisakti*, 1(1): 29-50
- Warfield, Terry D., J.J. Wild, dan K.L. Wild. 1995. Managerial Ownership, Accounting Choices, and Informativeness of Earnings. *Journal of Accounting and Economics*, 20(1):61—91
- Widigdo, Idie. 2013. Effect of Corporate Social Performance, Intellectual Capital, Ownership Structure, and Corporate Governance on Corporate Performace and Firm Value (Studies on Companies Listed in the Sri-Kehati Index). *International Journal of Business, Economics and Law*, 2(1): 87—106
- Wulandari, Ika Sari Nour. 2012. Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Skripsi*. Universitas Negeri Yogyakarta.
- Yeniatie dan Nicken D. 2010. Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang pada Perusahaan Nonkeuangan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, 12(1): 1—16
- Yuniarti, A. M. D. 2013. Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Dividen, Profitabilitas dan Struktur Aset terhadap Kebijakan Hutang. *Accounting Analysis Journal*, 2(4): 447—454