

**PENGARUH MANAGERIAL OWNERSHIP DAN
INSTITUTIONAL OWNERSHIP TERHADAP LEVERAGE:
SEBUAH TINJAUAN TEORITIS¹**

Christian Herdinata

Program Studi International Business Management
Fakultas Ekonomi Universitas Ciputra
UC Town, CitraLand, Surabaya

ABSTRACT

This study aims to examine how the effect of managerial ownership and institutional ownership to leverage the company's policy in Indonesia using research literature review. According to analysis carried out showed that managerial ownership and institutional ownership has an influence on leverage, so the company must pay attention to the influence that may result from managerial ownership and institutional ownership in the company in Indonesia.

Keywords: *managerial ownership, institutional ownership, leverage*

PENDAHULUAN

Perbedaan kepentingan antara manajer dan pemegang saham terjadi karena pada dasarnya setiap orang melakukan sesuatu untuk kepentingannya sendiri. Apabila hal tersebut terjadi, akibatnya akan ada pengambilan keputusan-keputusan bisnis yang menguntungkan manajer tetapi merugikan perusahaan, misalnya penggunaan fasilitas perusahaan untuk kepentingan pribadi manajer dan lain sebagainya. Pengambilan keputusan pada akhirnya akan menurunkan nilai perusahaan sehingga merugikan kepentingan pemegang saham. Untuk meminimalkan perbedaan-perbedaan kepentingan yang timbul antara pemilik dan manajer, maka pemilik bisa memberikan sebagian sahamnya kepada manajer.

¹ *Acknowledgment:* Penelitian ini merupakan bagian dari pendanaan DP2M Direktorat Jenderal Pendidikan Tinggi, Departemen Pendidikan Nasional melalui Program Penelitian Hibah *Fundamental* Tahun 2013.

Pemberian saham ini dapat diartikan sebagai penghargaan dari pemilik perusahaan kepada manajer atas usahanya mengelola perusahaan dengan baik. Kepemilikan saham yang diberikan kepada manajer diharapkan akan membuat manajer semakin berhati-hati dalam mengelola keuangan perusahaan karena dana yang dikelolanya adalah sebagian miliknya sendiri (*managerial ownership*). Disisi lain, kepemilikan saham oleh sebuah institusi (*institutional ownership*) yang tinggi akan menimbulkan usaha pengawasan yang lebih besar oleh pihak *institutional ownership* sehingga dapat menghalangi penyimpangan-penyimpangan yang akan dilakukan oleh manajer.

Selanjutnya, beban biaya keagenan yang terjadi dari sisi pemegang saham (*agency cost of equity*) dapat dikurangi dengan mengundang pihak ketiga untuk ikut melakukan pengawasan terhadap manajemen sekaligus memberikan jalur pengambilan keputusan yang lebih terstruktur. Pihak ketiga ini biasanya disebut *bondholders* dan atau *debtholders* (selanjutnya hanya disebut *debtholders*) masuk melalui kebijakan utang (*leverage*). Seiring dengan meningkatnya *leverage*, maka *agency cost of debt* akan muncul. Semakin tinggi proporsi *leverage*, maka risiko kebangkrutan akan meningkat sehingga *debtholders* memerlukan tambahan *return* untuk menutupi tambahan risiko yang terjadi (Copeland and Weston, 1992). Berdasarkan penjelasan tersebut, maka rumusan masalah dalam penelitian ini yaitu bagaimana pengaruh *managerial ownership* dan *institutional ownership* terhadap kebijakan *leverage*.

TINJAUAN TEORITIS

Kebijakan *Leverage* Berdasarkan *Agency Theory*

Tujuan utama dari sebuah perusahaan adalah memaksimalkan kemakmuran pemegang saham. Untuk itu, manajer yang diangkat oleh pemegang saham harus bertindak untuk kepentingan pemegang saham. Pada kenyataannya sering terjadi konflik antara pemegang saham dengan pihak manajemen perusahaan, karena adanya perbedaan kepentingan antara manajer dengan pemegang saham. Manajemen perusahaan mempunyai kecenderungan untuk memperoleh keuntungan yang sebesar-besarnya dengan biaya dari pihak lain. Jensen and

Meckling (1976) menyatakan bahwa *agency problem* akan terjadi bila proporsi kepemilikan manajer atas saham perusahaan kurang dari 100%. Manajer cenderung bertindak untuk mengejar kepentingan sendiri dan bukan atas dasar memaksimalkan nilai dalam mengambil keputusan pendanaan. Jensen and Meckling (1976) menyatakan bahwa kondisi di atas merupakan konsekuensi dari pemisahan fungsi kepemilikan dengan fungsi pengelola. Manajemen tidak menggung risiko atas kesalahan dalam mengambil keputusan. Kesalahan tersebut sepenuhnya ditanggung oleh pemegang saham. Oleh karena itu, pihak manajemen cenderung melakukan pengeluaran yang bersifat konsumtif dan tidak produktif untuk kepentingan pribadinya, seperti peningkatan gaji dan status.

Ada beberapa cara untuk mengurangi *agency cost*, yaitu pertama, dengan meningkatkan kepemilikan saham perusahaan oleh manajemen, sehingga pihak manajemen perusahaan akan merasakan akibat langsung dari keputusan yang diambil. Kepemilikan ini akan mensejajarkan kepentingan manajemen dengan pemegang saham. Dengan demikian manajer akan menggunakan dana yang ada secara optimal sehingga akan meminimalkan *agency cost*. Kedua, dengan meningkatkan pendanaan dengan utang. Peningkatan utang akan membuat pengawasan terhadap manajer oleh kreditor akan ditingkatkan, sehingga peluang manajer untuk melakukan pemborosan semakin kecil (Jensen et al., 1992). Ketiga, mengundang institutional investor sebagai monitoring agen. Moh'd et al. (1998) menyatakan bahwa distribusi saham ke institutional investor dapat mengurangi *agency cost* karena kepemilikan mewakili suatu sumber kekuasaan yang dapat digunakan untuk mendukung atau sebaliknya terhadap keberadaan manajemen. Adanya kepemilikan oleh institutional investor seperti perusahaan asuransi, bank, perusahaan institusi yang lain akan mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja manajemen.

Berdasarkan penjelasan tersebut, maka bisa disimpulkan bahwa jika pemilik perusahaan ingin mengurangi biaya keagenan dengan meningkatkan *managerial ownership* dan *institutional ownership*, maka kebijakan leverage perusahaan akan terpengaruh yaitu manajemen perusahaan akan mengurangi utangnya. Hal ini disebabkan karena jika *managerial ownership* ditingkatkan

maka kekayaan manajemen akan semakin terkait erat dengan kekayaan perusahaan, sehingga manajemen perusahaan akan mengurangi *financial risk* dengan cara mengurangi utang, karena dengan utang yang tinggi maka beban bunga perusahaan akan tinggi. Demikian juga, jika *institutional ownership* ditingkatkan, maka pengawasan terhadap kebijakan manajemen akan semakin meningkat, seperti kebijakan manajemen atas *leverage*, karena *institutional ownership* pasti akan mempengaruhi manajemen untuk mengurangi *financial risk* dengan cara mengurangi utang.

PEMBAHASAN

Pengaruh *Managerial Ownership* terhadap Kebijakan *Leverage*

Pada perusahaan yang manajemennya memiliki persentase saham yang tinggi, manajemen akan lebih memilih membiayai investasinya dengan modal sendiri, karena membiayai investasi dengan modal sendiri akan memiliki *financial risk* yang lebih rendah daripada kalau membiayai investasi dengan menggunakan utang. Hal ini karena jika perusahaan membiayai investasinya dengan modal sendiri perusahaan tidak perlu membayar bunga. Ini berbeda dengan perusahaan yang membiayai investasinya dengan utang, perusahaan wajib membayar bunga kepada kreditur, sehingga jika perusahaan dalam kesulitan keuangan, beban yang ditanggung perusahaan akan semakin berat karena harus menanggung beban bunga tersebut.

Penelitian Friend and Lang (1988), Wahidahwati (2001) serta Mahadwartha (2002) menemukan bahwa kebijakan *leverage* dipengaruhi oleh *managerial ownership* dengan hubungan negatif. *Managerial ownership* yang semakin tinggi akan membuat kekayaan pribadi manajemen akan semakin terkait erat dengan kekayaan perusahaan. Maka dengan kondisi semacam ini manajemen akan berusaha untuk mengurangi risiko kehilangan kekayaannya. Salah satu cara yang ditempuh adalah mengurangi *financial risk* perusahaan melalui penurunan tingkat utang perusahaan.

Salah satu cara untuk mengurangi *agency cost*, yaitu dengan meningkatkan kepemilikan saham perusahaan oleh manajemen, sehingga pihak manajemen

perusahaan akan merasakan akibat langsung dari keputusan yang diambil. Kepemilikan ini akan mensejajarkan kepentingan manajemen dengan pemegang saham. Dengan demikian manajer akan menggunakan dana yang ada secara optimal sehingga akan meminimalkan *agency cost*. Pada perusahaan yang manajemennya memiliki persentase saham yang tinggi, manajemen akan lebih memilih membiayai investasinya dengan modal sendiri, karena membiayai investasi dengan modal sendiri akan memiliki *financial risk* yang lebih rendah daripada kalau membiayai investasi dengan menggunakan utang. Hal ini karena jika perusahaan membiayai investasinya dengan modal sendiri perusahaan tidak perlu membayar bunga. Ini berbeda dengan perusahaan yang membiayai investasinya dengan utang, perusahaan wajib membayar bunga kepada kreditur, sehingga jika perusahaan dalam kesulitan keuangan, beban yang ditanggung perusahaan akan semakin berat karena harus menanggung beban bunga tersebut. Penelitian di Indonesia seperti Tandelilin and Wilberforce (2002) dan Ismiyanti (2003) dengan metoda analisis simultan juga menemukan hubungan yang ambigu antara kepemilikan manajerial terhadap kebijakan utang dan dividen. Tandelilin and Wilberforce (2002) dan Santra (2003) menggunakan data keuangan sebelum krisis menemukan hubungan negatif dan signifikan sedangkan Ismiyanti (2003) menggunakan data selama krisis menemukan hubungan positif dan signifikan. Penelitian lainnya dari Mahadwartha dengan menggunakan metode analisis *semmingly unrelated regression* (SUR), menggunakan proksi kebijakan utang yang sudah memisahkan berdasarkan kepentingan pemegang saham publik menemukan hubungan negatif dan signifikan antara kepemilikan manajerial terhadap kebijakan utang. Friend and Lang (1988) serta Jensen et al. (1992) yang menemukan bahwa kebijakan utang dipengaruhi oleh struktur kepemilikan perusahaan dengan hubungan negatif. Utang yang rendah diharapkan mengurangi risiko kebangkrutan dan kesulitan keuangan (*financial distress*). Terjadinya kesulitan keuangan juga menimbulkan konflik keagenan diantaranya melalui substitusi aset (*asset substitution*) dan investasi rendah (*underinvestment*) (Copeland and Weston, 1992) sehingga kepemilikan manajerial terkait dengan risiko kebangkrutan

atau ekspektasi kebangkrutan yang disebabkan oleh kebijakan utang. Semakin tinggi utang maka semakin rendah kepemilikan manajerial.

Kesimpulan dari hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian Friend and Lang (1988), Wahidahwati (2001) serta Mahadwartha (2002) bahwa pengaruh kepemilikan manajerial terhadap *leverage* adalah negatif dan signifikan. Hal ini menunjukkan bahwa manajer memang tidak ingin mengambil risiko menggunakan utang untuk melakukan investasi. Hal tersebut terjadi karena risiko yang cukup besar ditanggung oleh manajer atas kegagalan dari investasi yang dilakukan dengan utang sehingga manajer lebih memilih menggunakan laba ditahan. Selain itu, utang juga akan mengharuskan manajer untuk membayar pokok utang sekaligus bunga utang yang dibebankan, sehingga hal tersebut dihindari oleh manajer. Maka dari itu, hubungan antara kepemilikan manajerial dan *leverage* menjadi negatif. Penelitian ini memberikan implikasi praktis bagi pemilik perusahaan untuk dapat melakukan kontrol terhadap kebijakan yang dilakukan oleh manajer agar tidak merugikan pemilik. Disisi lain, penggunaan utang dalam batas tertentu sesuai dengan risiko yang diperhitungkan perusahaan dapat memberikan keuntungan karena penggunaan utang juga dapat dimanfaatkan dalam bentuk pengurangan pajak sesuai dengan *trade of theory*. Penggunaan utang juga harus memperhatikan struktur aset perusahaan yang dapat digunakan sebagai jaminan bagi kebijakan utang.

Pengaruh *Institutional Ownership* terhadap Kebijakan *Leverage*

Keberadaan *institutional ownership* dapat meningkatkan monitor terhadap perilaku manajemen perusahaan secara efektif, sehingga pihak manajemen perusahaan akan bekerja untuk kepentingan pemegang saham (Bathala et al., 1994, Moh'd et l., 1998, Wahidahwati, 2001). Adanya monitoring yang efektif dari *institutional ownership* menyebabkan penggunaan utang menurun karena peranan utang sebagai salah satu alat monitoring sudah diambil alih oleh *institutional ownership* mengurangi *agency cost of debt*. Berdasarkan penjelasan tersebut, dapat disimpulkan bahwa keberadaan *institutional ownership* dapat mempengaruhi utang.

Pemilik institusional akan menggunakan kekuasaan yang dimilikinya untuk mempengaruhi kebijakan utang. Kebijakan utang digunakan untuk mengurangi konflik keagenan sampai pada suatu tingkatan tertentu. Kondisi pemilik institusional sebagai mayoritas akan mengubah fungsi kebijakan utang yang sebelumnya mengurangi konflik keagenan menjadi kebijakan yang meningkatkan konflik keagenan pada sisi pemegang saham publik. Kondisi kepemilikan institusional yang tinggi juga meningkatkan konflik dengan pemegang saham publik karena manajemen dapat dikendalikan oleh institusional untuk melakukan *perquisites* demi kepentingan kepemilikan institusional.

Pozen (1994) berpendapat bahwa kepemilikan institusional akan bertindak untuk mendukung pemegang saham bila tindakan penekanan yang dilakukannya mempunyai nilai ekonomis atau secara langsung mempengaruhi harga saham. Perusahaan-perusahaan emiten di Indonesia mempunyai komposisi struktur yang agak berbeda. Sebagian besar perusahaan emiten mempunyai pemegang saham dalam bentuk institusi bisnis (perseroan terbatas) yang seringkali merupakan representasi dari pendiri perusahaan. Penelitian ini mengistilahkan kepemilikan institusional ini sebagai kepemilikan institusional internal. Saham-saham yang dijual kepada pemegang saham publik juga ada yang dimiliki oleh investor institusional. Kepemilikan institusional pada saham publik disebut kepemilikan institusional eksternal.

Ismiyanti (2003) menemukan bahwa rata-rata kepemilikan institusional internal pada periode 1997-2001 mencapai 66% dari total saham beredar. Hal ini menunjukkan bahwa 34% tersebar untuk investor publik (individu), manajemen, komisaris, dan kepemilikan institusional eksternal. Hal ini berbeda dengan di Amerika Serikat, kepemilikan institusional eksternal mencapai 52,36% dari total saham beredar pada 1999 (Chen and Steiner, 1999). Jensen and Meckling (1976) menyatakan bahwa kepemilikan institusional memiliki peranan yang sangat penting dalam meminimalisasi konflik keagenan yang terjadi antara manajer dan pemegang saham. Keberadaan investor institusional dianggap mampu menjadi mekanisme *monitoring* yang efektif dalam setiap keputusan yang diambil oleh manajer. Hal ini disebabkan investor institusional terlibat dalam pengambilan yang

strategis sehingga tidak mudah percaya terhadap tindakan manipulasi laba. Menurut Tarjo (2008) kepemilikan institusional adalah kepemilikan saham perusahaan yang dimiliki oleh institusi atau lembaga seperti perusahaan asuransi, bank, perusahaan investasi dan kepemilikan institusi lain. Kepemilikan institusional memiliki arti penting dalam memonitor manajemen karena dengan adanya kepemilikan oleh institusional akan mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal. *Monitoring* tersebut tentunya akan menjamin kemakmuran untuk pemegang saham.

Pengaruh kepemilikan institusional sebagai agen pengawas ditunjukkan melalui investasi mereka yang cukup besar dalam pasar modal. Tingkat kepemilikan institusional yang tinggi akan menimbulkan usaha pengawasan yang lebih besar oleh pihak investor institusional sehingga dapat menghalangi perilaku *opportunistic* manajer. Wien (2010) menyatakan bahwa kepemilikan institusional memiliki kelebihan antara lain: 1) Memiliki profesionalisme dalam menganalisis informasi sehingga dapat menguji keandalan informasi. 2) Memiliki motivasi yang kuat untuk melaksanakan pengawasan lebih ketat atas aktivitas yang terjadi di dalam perusahaan.

Kepemilikan institusional merupakan persentase kepemilikan saham oleh investor institusional seperti perusahaan investasi, bank, perusahaan asuransi maupun kepemilikan lembaga dan perusahaan lain. Kepemilikan ini mewakili sumber kekuasaan yang dapat digunakan untuk mendukung atau sebaliknya terhadap keberadaan manajemen. Jadi, dengan adanya kepemilikan institusional akan mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja perusahaan. Hal ini berarti semakin besar persentase saham yang dimiliki oleh investor institusional akan menyebabkan usaha monitoring menjadi semakin efektif karena dapat mengendalikan perilaku oportunistik yang dilakukan oleh para manajer.

Tindakan monitoring tersebut akan mengurangi biaya keagenan karena memungkinkan perusahaan menggunakan tingkat utang yang lebih rendah. Hasil penelitian yang dilakukan oleh Wahidahwati (2001) menunjukkan bahwa kehadiran kepemilikan institusional pada industri manufaktur mempunyai

pengaruh yang signifikan. Hal ini konsisten dengan Moh'd et al. (1998) bahwa para investor institutional pada industri manufaktur yang terdaftar di BEI sadar bahwa keberadaan mereka dapat memonitor perilaku manajer perusahaan secara efektif sehingga pihak manajemen akan bekerja untuk kepentingan para pemegang saham. Adanya monitoring yang efektif oleh investor institutional menyebabkan penggunaan utang untuk pendanaan menurun sehingga mengurangi biaya agensi utang.

KESIMPULAN

Managerial ownership dan *institutional ownership* memiliki pengaruh terhadap *leverage*. Hal ini menunjukkan bahwa pihak pengelola dan pemegang saham institusional memiliki kepentingan tertentu, sehingga akan mempengaruhi kebijakan *leverage*.

SARAN

1. Bagi pemilik perusahaan dapat mempertimbangkan struktur kepemilikan perusahaan yang tepat dalam *managerial ownership* dan *institutional ownership*, sehingga dapat memperoleh keuntungan yang optimal.
2. Bagi kreditur atau pihak perbankan dapat mempertimbangkan hasil penelitian ini terkait dengan kebijakan perusahaan terhadap *leverage*, sehingga pihak kreditur dapat optimal dalam memberikan kredit terhadap perusahaan.
3. Untuk penelitian berikutnya dimungkinkan dengan mempertimbangkan kepemilikan asing, karena belum diteliti dalam penelitian ini.

DAFTAR KEPUSTAKAAN

- Bathala, Chenchumaramaiah T., Kenneth P. Moon and Ramesh P. Rao, 1994, *Managerial Ownership, Debt Policy, and The Impact of Institutional Holding: Agency Perspective*, Financial Management, Vol. 23, Issue 3, page 38-50.
- Chen, Chen R., and Thomas L. Steiner, 1999, *Managerial Ownership and Agency Conflicts: A Nonlinear Simultaneous Equation Analysis of Managerial Ownership, Risk Taking, Deb Policy and Dividend Policy*, The Financial Review, Vol. 34, No. 1, page 119-136.

- Copeland, T.E. and J.F. Weston, 1992, *Financial Theory and Corporate Policy*, 3rd edition, Addison-Wesley Publishing Company.
- Friend, Irwin and Larry H.P Lang, 1988, *An Empirical Test of The Impact of Managerial Self-Interest on Corporate Capital Structure*, *The Journal of Finance*, Vol. 43, No. 2, page 271-282.
- Ismiyanti, F., 2003, *Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Insitutional, Risiko, Kebijakan Utang dan Kebijakan Dividen: Analisis Persamaan Simultan*, Tesis tidak dipublikasikan, Universitas Gadjah Mada.
- Jensen, Gerald R., Donald P. Solberg and Thomas S. Zorn, 1992, *Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt, and Dividend Policies*, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 27, No. 2, page 247-263.
- Jensen, Michael C. and William H. Meckling, 1976, *Theory of the Firm: Managerial Behavior Agency Cost and Capital Structure*, *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, No. 4, page 305-360.
- Mahadwartha, P.A, 2002, *Uji Teori Keagenan Dalam Hubungan Interdependensi Antara Kebijakan Utang dengan Kebijakan Dividen*, *Simposium Nasional Akuntansi V*, page 635-647.
- Moh'd, Mahmoud A., Larry G. Perry and James N. Rimbey, 1998, *The Impact Of Ownership Structure On Corporate Debt Policy: A Time Series Cross-Sectional Analysis*, *The Finance Review*, Vol. 33, Issue 3, page 85-98.
- Pozen, Robert C., 1994, *Institutional Investors: The Reluctant Activist*, *Harvard Business Review*, page 140-150.
- Santra, K., 2003, *Pengaruh Struktur Kepemilikan Terhadap Struktur Modal Perusahaan*, Tesis tidak dipublikasikan, Universitas Gadjah Mada.
- Tandelilin, E., and Wilberforce, T., 2002, *Can Debt and Dividend Policies Substitute Insider Ownership in Controlling Equity Agency Conflict*, *Gadjah Mada International Journal of Business* 4/1, page 31-44.
- Tarjo, 2008, *Pengaruh Konsentrasi Kepemilikan Institusional dan Leverage Terhadap Manajemen Laba, Nilai Pemegang saham serta Cost of Equity Capital*, *Simposium Nasional Akuntansi XI*.
- Wahidahwati, 2001, *Pengaruh kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Insitutional pada Kebijakan Hutang Perusahaan : Sebuah perspektif Agency Theory*, *Simposium Nasional Akuntansi IV*.

*Pengaruh Managerial Ownership dan Institutional Ownership Terhadap Leverage:
Sebuah Tinjauan Teoritis*

Wien, I., 2010, *Pengaruh Kepemilikan Manajemen, Kepemilikan Institusional, dan Corporate Social Responsibility Terhadap Nilai Perusahaan*, Skripsi tidak dipublikasikan, Universitas Diponegoro.