

**PERAN KEBIJAKAN UTANG DALAM MEMEDIASI  
HUBUNGAN ANTARA STRUKTUR KEPEMILIKAN DAN  
NILAI PERUSAHAAN**

**Riza Praditha<sup>1\*</sup>, Lasty Agustuty<sup>2</sup>**

<sup>1,2</sup>Program Studi Akuntansi, STIE Tri Dharma Nusantara, Makassar

rizapraditha@stie-tdn.ac.id<sup>1</sup>, lastyagustuty@gmail.com<sup>2</sup>

diterima 07/11/23, di revisi 30/11/23, dipublish 31/12/23

**ABSTRAK**

Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh ukuran perusahaan dan struktur kepemilikan terhadap nilai perusahaan. Perusahaan yang digunakan dalam penelitian ini adalah perusahaan yang terindex JII70 pada Bursa Efek Indonesia selama 6 tahun pengamatan. Hasil penelitian secara kepemilikan institusional dan kepemilikan publik berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan utang, sedangkan kepemilikan manajerial tidak menunjukkan adanya pengaruh yang signifikan. Sedangkan kebijakan utang menunjukkan pengaruh negatif signifikan terhadap nilai perusahaan, hal ini berarti bahwa semakin besar utang perusahaan maka semakin kecil nilai perusahaan. Selanjutnya, struktur kepemilikan menunjukkan tidak adanya pengaruh secara langsung terhadap nilai perusahaan. Namun secara tidak langsung, hanya kepemilikan institusional dan kepemilikan publik yang berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan utang, sedangkan kepemilikan manajerial tidak menunjukkan adanya hubungan. Hal ini berarti bahwa kebijakan utang mampu mengubah arah pengaruh kepemilikan institusional dan publik yang sebelumnya mampu meningkatkan nilai perusahaan justru akan mengurangi nilai perusahaan jika dimediasi dengan kebijakan utang. Artinya, kebijakan utang memberikan pengaruh yang sangat besar terhadap nilai perusahaan.

**Kata kunci:** Kepemilikan institusional, Kepemilikan publik, Kepemilikan manajerial, Kebijakan utang, Nilai perusahaan

**ABSTRACT**

This research aims to examine the influence of company size and ownership structure on company value. The companies used in this research are companies indexed JII70 on the Indonesia Stock Exchange during 6 years of observation. The research results show that institutional ownership and public ownership have a positive and significant effect on debt policy, while managerial ownership does not show a significant effect. Meanwhile, debt policy shows a significant negative influence on company value, this means that the greater the company's debt, the smaller the company value. Furthermore, the ownership structure shows no direct influence on company value. However, indirectly, only institutional ownership and public ownership have a negative and significant effect on company value through debt policy, while managerial ownership does not show any relationship. This means that debt policy is able to change the direction of the influence of institutional and public ownership which previously was able to increase company value, but will actually reduce company value if mediated by debt policy. This means that debt policy has a very big influence on company value.

**Keywords:** Institutional ownership, Public ownership, Managerial ownership, Debt Policy, Company Value

**PENDAHULUAN**

Konflik keagenan untuk perusahaan-perusahaan go publik di negara berkembang umumnya merupakan konflik

kepentingan antara pemegang saham pengendali (controlling shareholder) dan pemegang saham minoritas (minority shareholder) (Ambarwati & Astuti, 2015). Tugas manajer adalah mengelola bisnis

dengan cara yang meningkatkan nilainya sebagai perwakilan pemilik sebab nilai perusahaan mencerminkan kesejahteraan pemiliknya. Selain itu, perusahaan perlu memperharikan strategi dalam pelaporan keuangan agar sejalan dengan tujuan dari manajemen yakni maksimisasi profit sebagai benchmark kinerja keuangan perusahaan (Praditha et al., 2020); (Schrand & Walther, 2000).

Banyak bisnis memberi manajer kesempatan untuk mengakuisisi saham perusahaan untuk memfasilitasi kinerja maksimal mereka. Ada sisi baik dan buruk dari kepemilikan manajerial. Sisi positifnya, manajer yang memegang saham perusahaan akan berkinerja baik karena mereka memiliki rasa memiliki terhadap bisnis tersebut. Namun, kepemilikan manajemen dapat mendorong manajer untuk membuat keputusan yang meningkatkan baik perusahaan maupun nilai pribadi mereka (Hardana, 2023). Namun menurut Tjeleni (2013), kepemilikan manajerial mampu mengurangi proporsi kebijakan utang perusahaan atas ekuitasnya.

Larasati (2011) mengatakan bahwa Hal ini mencerminkan bahwa manajer perusahaan publik di Indonesia bukanlah sebagai faktor penentu dalam pengambilan kebijakan pendanaan dari hutang karena jumlah saham yang dimiliki pihak manajer pada perusahaan manufaktur yang go publik di Indonesia masih sangat kecil. Kepemilikan manajerial dapat mengurangi agency cost dengan keterlibatan dalam kepemilikan saham perusahaan terbukti mempengaruhi nilai perusahaan (Padnyawati & Kusumawati, 2019).

Hal yang sama terjadi pada kepemilikan publik dan institusional yang mana semakin besar persentase saham yang dimiliki oleh investor institusional akan menyebabkan usaha monitoring menjadi semakin efektif karena dapat mengendalikan perilaku opportunistik yang dilakukan oleh para manajer. Kepemilikan institusional (Peilouw, 2017) tidak

signifikan mempengaruhi kebijakan utang. Hal ini menunjukkan bahwa kepemilikan saham oleh institusi lain mayoritas terkonsentrasi pada satu atau dua perusahaan saja. Hasil penelitian (Putra & Ramadhani, 2017) menunjukkan bahwa variabel kepemilikan publik berpengaruh secara negatif terhadap kebijakan utang.

Kebijakan hutang merupakan keputusan pendanaan yang penting bagi kelangsungan aktivitas disebuah perusahaan. Dimana kebijakan hutang merupakan bagian dari kebijakan pendanaan perusahaan. Kebijakan hutang adalah kebijakan yang diambil oleh pihak manajemen dalam rangka memperoleh sumber pembiayaan bagi perusahaan sehingga dapat digunakan untuk membiayai aktivitas operasional perusahaan (Tjeleni, 2013). Hal ini diakibatkan oleh peran dari kepemilikan saham oleh institusional yang mampu mengimbangi kebutuhan perusahaan atas utang (Warapsari & Suaryana, 2016).

Kepemilikan institusional dianggap dapat menggantikan peran utang dalam memonitor proses manajemen, sehingga dapat menekan agency problem yang terjadi pada perusahaan. Semakin besar persentase kepemilikan institusional akan menyebabkan usaha monitoring menjadi semakin efektif sebab dapat mengendalikan perilaku opportunistik manajer.

Nilai perusahaan juga akan dipengaruhi oleh kebijakan hutang. Selain pajak, struktur modal perusahaan akan menentukan nilai atau harga sahamnya. Harga saham naik ketika persentase hutang lebih tinggi, tetapi pada akhirnya ketika tingkat hutang naik, nilai perusahaan akan turun karena. Temuan penelitian ini mendukung gagasan bahwa manajer dapat meningkatkan nilai perusahaan dengan mempengaruhi peraturan hutang dan peraturan terkait kinerja keuangan (Hardana, 2023). Hasil penelitian (Wardani & Hermuningsih, 2011) menunjukkan hasil yang sebaliknya, dimana Kebijakan hutang tidak mempengaruhi nilai perusahaan yang diproksi oleh harga saham.

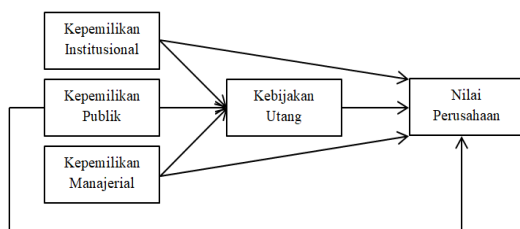
Banyaknya perbedaan hasil penelitian

terdahulu menyebabkan penelitian ini menjadi menarik untuk dilakukan. Selain itu, penelitian ini menunjukkan peran penting dari kebijakan utang dalam memediasi hubungan antara struktur kepemilikan dengan nilai perusahaan. Kebijakan utang dianggap sangat penting dalam memengaruhi perubahan pengaruh struktur kepemilikan yang meningkatkan nilai perusahaan menjadi mengurangi nilai perusahaan. Dengan demikian, hasil penelitian ini diharapkan dapat berimplikasi dalam kebijakan utang yang akan diambil perusahaan.

**KERANGKA KONSEPTUAL DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS**

Struktur kepemilikan saham di dalam perusahaan umumnya terdiri atas komposisi kepemilikan dan konsentrasi kepemilikan. Komposisi kepemilikan suatu perusahaan terdiri atas kepemilikan negara (pemerintah) dan institusional. Komposisi kepemilikan menggambarkan persentase kepemilikan yang dipegang oleh masing-masing pemegang saham. Berbeda dengan konsentrasi kepemilikan yang muncul akibatkan dari besaran modal yang ditanamkan dari investor yang berbeda-beda. Konsentrasi kepemilikan merupakan tingkat penyebaran kepemilikan para pemegang saham dimana dengan konsentrasi kepemilikan yang tinggi berarti kepemilikan perusahaan terpusat atau pemegang saham teratas saja, sedangkan konsentrasi kepemilikan yang rendah berarti kepemilikan tersebar pada banyak pemegang saham (Pratiwi & Ardiyanto, 2018).

Gambar 1. Kerangka konseptual Komposisi kepemilikan dan konsentrasi kepemilikan yang tinggi, akan



memengaruhi setidaknya tiga keputusan utama yang diambil perusahaan yakni keputusan pendanaan, keputusan investasi dan keputusan deviden (Larasati, 2011). Keputusan pendanaan menjadi fokus utama penelitian ini sebagai perannya dalam memediasi hubungan struktur kepemilikan dan nilai perusahaan. Keputusan pendanaan direpresentasikan dari kebijakan utang yang diambil perusahaan. Semakin besar struktur kepemilikan, maka kecenderungan perusahaan untuk meningkatkan proporsi utang juga semakin besar (Larasati, 2011); (Anindhita, 2014). Dengan demikian hipotesis yang diajukan adalah sebagai berikut:

H1: Kepemilikan institusional berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan utang.

H2: Kepemilikan publik berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan utang.

H3: Kepemilikan manajerial berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan utang.

Sejalan dengan hubungan searah antara struktur kepemilikan dan kebijakan utang, struktur kepemilikan juga dianggap mampu meningkatkan nilai perusahaan secara langsung (Hardana, 2023); (Dewi & Abundanti, 2019). Semakin besar kepemilikan dari institusional, publik maupun manajerial, berarti tingkat pengawasan atas manajemen dapat semakin ditingkatkan guna menghindari perilaku oportunistik manajer. Hal tersebut mampu menekan biaya agen yang berpeluang terjadi pada perusahaan. Dengan demikian, perusahaan akan mampu meningkatkan market value yang juga mampu merepresentasikan nilai tinggi bagi perusahaan. Hipotesis yang dirumuskan adalah sebagai berikut:

H4: Kepemilikan institusional berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.

H5: Kepemilikan publik berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.

H6: Kepemilikan manajerial berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.

Kebijakan utang mencerminkan kondisi solvabilitas perusahaan. Tingkat solvabilitas perusahaan adalah kemampuan perusahaan untuk melunasi seluruh kewajibannya. Rasio ini menunjukkan besarnya total hutang terhadap keseluruhan total aktiva yang dimiliki oleh perusahaan (Putra & Ramadhani, 2017). Kebijakan utang juga mampu memengaruhi nilai perusahaan secara langsung, dalam hal ini mampu menurunkan nilai perusahaan. Artinya semakin besar proporsi utang yang digunakan perusahaan justru akan menurunkan nilai perusahaan. Begitupun sebaliknya, semakin sedikit utang yang digunakan perusahaan akan mampu meningkatkan nilai perusahaan. Hal ini diakibatkan oleh tingkat utang yang tinggi akan menyebabkan perusahaan memiliki potensi kebangkrutan yang lebih besar sehingga akan menurunkan nilai perusahaan (Ambarwati & Astuti, 2015). Berdasarkan pernyataan tersebut, maka hipotesis yang diajukan adalah sebagai berikut:

H7: Kebijakan utang berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.

Struktur kepemilikan baik komposisi kepemilikan maupun konsentrasi kepemilikan mampu memengaruhi nilai perusahaan secara tidak langsung yakni melalui kebijakan utang perusahaan. Kepemilikan institusional yang meningkat akan menurunkan nilai perusahaan jika dimediasi oleh adanya kebijakan utang yang besar (Wardani & Hermuningsih, 2011). Begitupun dengan kepemilikan publik dan manajerial. Hal ini berarti jika terdapat kebijakan utang yang besar, maka struktur kepemilikan akan menurunkan nilai perusahaan. Oleh karena itu hipotesis yang diajukan adalah sebagai berikut:

H8: Kepemilikan institusional berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan utang.

H9: Kepemilikan publik berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai

perusahaan melalui kebijakan utang.

H10: Kepemilikan manajerial berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan utang.

## METODE PENELITIAN

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dan terindeks Jakarta Islamic Index 70 (JII70). Pemilihan sampel menggunakan *purposive sampling* dengan beberapa kriteria yang ditetapkan yang diringkas dalam tabel dibawah ini.

**Tabel 1. Ringkasan sampel**

Kriteria	Jumlah
Perusahaan terindex JII70	70
Perusahaan yang menggunakan satuan selain Rupiah	(11)
Perusahaan yang belum listing diperiode awal pengamatan	(14)
Perusahaan yang tidak lengkap menyajikan informasi keuangan yang dibutuhkan	(21)
<b>Total Sampel penelitian</b>	<b>24</b>
Total sampel dikali jumlah periode pengamatan (6 tahun)	144
Data Outlier	(36)
<b>Total sampel dalam penelitian ini</b>	<b>108</b>

Variabel yang digunakan dalam penelitian ini adalah Struktur kepemilikan yang terdiri dari kepemilikan institusional, kepemilikan publik, dan kepemilikan manajerial sebagai variabel independen. Selanjutnya terdapat variabel intervening atau mediasi yakni kebijakan utang, sedangkan nilai perusahaan menjadi variabel dependen dalam penelitian ini.

Kepemilikan institusional adalah kepemilikan saham oleh perusahaan ataupun lembaga lain. Kepemilikan institusional diukur dengan rumus:

$$\frac{\text{Total saham institusi}}{\text{Total saham beredar}} \times 100\%$$

Kepemilikan Publik adalah jumlah

kepemilikan saham oleh masyarakat umum (publik) yang tidak memiliki hubungan istimewa dengan perusahaan. Kepemilikan publik diukur dengan rumus:

$$\frac{\text{Total saham publik}}{\text{Total saham beredar}} \times 100\%$$

Kepemilikan Manajerial adalah kepemilikan saham oleh manajemen perusahaan, direksi, maupun komisaris perusahaan. Kepemilikan manajerial diukur dengan rumus:

$$\frac{\text{Total saham manajerial}}{\text{Total saham beredar}} \times 100\%$$

Kebijakan hutang perusahaan merupakan tindakan manajemen perusahaan dalam mendanai operasional perusahaan yang berasal dari utang. Kebijakan utang dapat dihitung dengan *debt to equity ratio* sebagai berikut:

$$\frac{\text{Total Utang}}{\text{Total Ekuitas}} \times 100\%$$

Nilai perusahaan mencerminkan tingkat kesejahteraan perusahaan tersebut. Nilai perusahaan dapat dihitung dengan menggunakan Tobin's Q yang merupakan suatu instrument yang akan menunjukkan estimasi pasar keuangan saat ini atas tiap pengembalian dari investasi. Tobin's Q dihitung dengan menggunakan persamaan matematika sebagai berikut:

$$\frac{\{(CP \times \text{Jumlah saham}) + TL + I\} - CA}{TA}$$

Dimana:

CP = Closing Price (harga saham penutupan)

TL = Total Liabilities (total utang)

I = Inventory (persediaan)

CA = Current Assets (aset lancar)

TA = Total Assets (total aset)

## HASIL PENELITIAN

Hasil pengujian *path analysis*

menunjukkan beberapa variabel terbukti tidak signifikan. Meski demikian, pengujian determinasi dan pengujian simultan menunjukkan hasil yang cukup baik, seperti yang tampak pada tabel 1 dan 2 di bawah ini.

**Tabel 2. Koefisien Determinasi (R<sup>2</sup>)**

Model	R <sup>2</sup>	Adjusted R <sup>2</sup>	Std. Error
1	0.204	0.181	0.389
2	0.416	0.394	0.594

Hasil determinasi pada model 1 menunjukkan bahwa besaran pengaruh struktur kepemilikan terhadap kebijakan utang adalah sebesar 20.4% sedangkan sisanya sebesar 79.6% dipengaruhi oleh faktor lainnya. Berbeda dari hasil uji determinasi pada model 2 yang besaran pengaruhnya lebih besar yakni 41.6%. Hal ini berarti bahwa struktur kepemilikan yang terdiri dari kepemilikan institusional, manajerial dan publik serta kebijakan utang memberikan pengaruh sebesar 41.6% terhadap nilai perusahaan, sedangkan sisanya 58.4% merupakan faktor lain yang tidak digunakan dalam model penelitian.

**Tabel 3. Uji Simultan (F)**

Model	F	P-Value
1	8.905	0.000
2	18.357	0.000

Hasil pengujian secara simultan (uji F) pada model 1 sebesar 8.905 dengan p-value 0.000 dan pada model 2, nilai F sebesar 18.357 dengan p-value 0.000. Kedua hasil ini menunjukkan bahwa seluruh variabel independen yang digunakan pada model penelitian memberikan pengaruh positif dan signifikan terhadap variabel dependennya.

**Tabel 4. Uji Parsial (T)**

	Beta	Std. Error	P-Value	Hipotesis
X1 → Y	2.814	0.826	0.000	Diterima
X2 → Y	4.319	0.928	0.000	Diterima

X3 → Y	2.854	0.815	0.001	Ditolak
X1 → Z	-3.306	1.327	0.014	Ditolak
X2 → Z	-5.258	1.555	0.001	Ditolak
X3 → Z	-1.392	1.313	0.292	Ditolak
Y → Z	-0.396	0.419	0.009	Diterima

Arah	Koefisien	P-Value	Hipotesis
X1 – Y – Z	-2.095	0.018	Diterima
X2 – Y – Z	-2.308	0.011	Diterima
X3 – Y – Z	-2.117	0.017	Ditolak

Hasil pengujian pada hubungan langsung (direct) menunjukkan bahwa X1 (kepemilikan institusional), X2 (kepemilikan publik), dan X3 (kepemilikan manajerial) berpengaruh positif dan signifikan terhadap Y (kebijakan utang). Hal ini ditunjukkan oleh Beta yang bernilai positif dan nilai p-value sebesar  $0.000 < 0.05$ . dengan demikian H1 dan H2 diterima, sedangkan H3 ditolak.

Hasil pengujian langsung antara X1 (kepemilikan institusional) terhadap Z (nilai perusahaan) adalah sebesar -3.306 dengan p-value sebesar 0.014 yang berarti bahwa terdapat pengaruh negatif dan signifikan sehingga H4 tertolak oleh hasil penelitian. Hasil yang sama juga ditemukan pada variabel X2 (kepemilikan publik) yang menunjukkan nilai Beta -5.258 dengan p-value sebesar 0.001.

Hal ini berarti bahwa kepemilikan publik berpengaruh negatif dan signifikan terhadap Z (nilai perusahaan), dengan demikian H5 ditolak. Berbeda pada pengujian pengaruh X3 (kepemilikan manajerial) terhadap Z (nilai perusahaan) yang menunjukkan hasil yang tidak signifikan. Hal ini nampak pada nilai p-value sebesar  $0.292 > 0.05$  sehingga H6 yang diajukan tertolak oleh hasil penelitian.

Selanjutnya, pengaruh antara Y (kebijakan utang) terhadap Z (nilai perusahaan) menunjukkan hasil yang negatif dan signifikan, dimana besaran nilai beta -0.396; p-value 0.009. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa H7 terdukung oleh hasil penelitian.

Hubungan tidak langsung (indirect) dihitung menggunakan uji sobel dimana pengaruh X1, X2, dan X3 terhadap Z melalui Y bernilai negatif dan signifikan. Hal ini ditunjukkan oleh nilai secara berturut-turut -2.095 (p-value 0.018), -2.308 (p-value 0.011), dan -2.117 (p-value 0.017). Hasil ini menjelaskan bahwa struktur kepemilikan baik institusional, publik, maupun manajerial berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan melalui peran dari kebijakan utang. Dengan demikian, H8 dan H9 didukung oleh hasil penelitian, sedangkan H10 ditolak.

### Pengaruh Struktur Kepemilikan terhadap Kebijakan Utang

Struktur kepemilikan terbagi menjadi tiga bagian yakni kepemilikan institusional, kepemilikan publik, dan kepemilikan manajerial. Ketiganya terbukti memberikan dampak positif terhadap kenaikan kebijakan utang yang dimiliki perusahaan. Hal ini berarti bahwa semakin besar struktur kepemilikan saham dalam perusahaan baik dari kepemilikan institusional, publik maupun manajerial, maka akan semakin mendorong perusahaan untuk meningkatkan proporsi utang yang dimiliki perusahaan jika dibandingkan dengan ekuitasnya. Kondisi ini dikarenakan adanya dorongan bagi perusahaan yang berasal dari para shareholder untuk memberikan kinerja terbaiknya. Utang dianggap mampu membantu perputaran keuangan perusahaan guna mencapai tujuan. Utang dapat digunakan dalam mendorong kegiatan operasional perusahaan guna peningkatan pendapatan, selain itu besarnya utang juga mampu menekan beban pajak perusahaan sehingga perolehan laba lebih stabil.

Kepemilikan institusional yang

Tabel 5. Uji Sobel

semakin besar berarti semakin tinggi pula proporsi utang yang dimiliki perusahaan. Hal ini mau tidak mau memaksa manajer untuk mengurangi tingkat utang secara optimal agar perusahaan dapat mengurangi *agency cost*. Hal ini dikarenakan besarnya utang dianggap sebagai bentuk pengawasan yang baik dari para pemegang utang, sehingga mampu meningkatkan minat kepemilikan institusional untuk memiliki saham perusahaan (Murtiningtyas, 2012). Lebih lanjut penelitian Larasati (2011) mengatakan bahwa kepemilikan saham perusahaan *go public* di Indonesia sebagian besar dimiliki oleh perusahaan berbadan hukum atau *holding company* sehingga perannya sangat besar dalam mendorong kebijakan utang perusahaan.

Semakin meningkatnya kepemilikan saham dari publik (masyarakat) berarti perusahaan memiliki tanggung jawab besar terhadap informasi keuangan yang disajikan perusahaan. Salah satunya adalah kebijakan penggunaan utang. Hasil penelitian ini menjadi temuan menarik sebab hasil penelitian umumnya menunjukkan hasil yang berbeda. Seperti penelitian yang dilakukan oleh (Anindhita, 2014) yang menunjukkan tidak adanya pengaruh signifikan antara kepemilikan publik dengan kebijakan utang sebab proporsi biaya utang dan biaya ekuitas relatif ekuivalen sehingga tidak mampu mendorong perubahan besaran kebijakan utang perusahaan. Berbeda dengan temuan dalam penelitian ini yang justru memberikan bukti empiris bahwa kepemilikan publik justru mampu meningkatkan kebijakan utang. Hal ini dapat diakibatkan oleh tanggung jawab manajemen terhadap publik untuk memberikan keuntungan yang besar bagi pemegang saham publik. Salah satunya dengan cara meningkatkan utang guna maksimisasi kegiatan operasional dari modal kerja sehingga dapat menghasilkan laba yang maksimal pula.

Kepemilikan manajerial mampu meningkatkan proporsi kebijakan utang

perusahaan atas ekuitasnya, hal ini dikarenakan manajer dengan kepemilikan yang signifikan berarti memiliki kontrol yang lebih besar khususnya dalam pengambilan keputusan. Hal ini memungkinkan para manajer yang juga selaku pemegang saham untuk mempengaruhi keputusan terkait pendanaan sesuai dengan kepentingan jangka panjang perusahaan. Selain itu, kepemilikan manajerial yang tinggi juga dapat membantu dalam mengurangi biaya keagenan yang terjadi dalam perusahaan dikarenakan *conflict of interest* yang terjadi antara prinsipal (pemegang saham) dan agen (manajemen). Hasil ini menjadi temuan menarik sebab pada umumnya, kepemilikan manajerial justru memberikan efek negatif terhadap kebijakan utang (Larasati, 2011);(Hidayat, 2013). Hal ini berarti bahwa kepemilikan manajerial tidak selalu mampu menekan penggunaan utang dalam perusahaan, tetapi juga dapat meningkatkan keputusan pendanaan dari utang.

### **Pengaruh Struktur Kepemilikan terhadap Nilai Perusahaan**

Struktur kepemilikan yang terdiri dari kepemilikan institusional, kepemilikan publik, dan kepemilikan manajerial merupakan faktor yang dianggap mampu meningkatkan nilai perusahaan secara langsung. Namun dalam penelitian ini, ditemukan bahwa hanya kepemilikan institusional dan kepemilikan publik yang terbukti mampu meningkatkan nilai perusahaan secara langsung. Sedangkan kepemilikan manajerial tidak menunjukkan adanya pengaruh terhadap nilai perusahaan.

Keberadaan kepemilikan insititusional yang meningkat dapat memacu menurunnya nilai perusahaan secara langsung sebab kepemilikan institusional umumnya saling berafiliasi di Indonesia. Perusahaan-perusahaan *holding company* di Indonesia masih merupakan perusahaan-perusahaan keluarga yang mana pihak manajemen masih menjadi bagian dari perusahaan-perusahaan keluarga tersebut. Hal ini menjadikan

kepemilikan institusional menjadi tidak independen sehingga fungsinya sebagai pengawas menjadi tidak berjalan dengan efektif meski persentasenya tinggi. Kondisi ini membuat agency problem menjadi sulit untuk dihindari sehingga berimbas pada market value perusahaan yang menurun (Warapsari & Suaryana, 2016); (Dewi & Abundanti, 2019).

Hal yang sama terjadi pula pada hubungan kepemilikan publik terhadap nilai perusahaan. Semakin besar kepemilikan saham dari masyarakat (publik) maka semakin kecil nilai perusahaan. Hal ini bisa terjadi karena perilaku investor yang bisa dipengaruhi oleh banyak faktor. Pemegang saham publik saat ini lebih cenderung melakukan perdagangan jangka pendek sehingga menjadikan return perusahaan menjadi tidak menentu. Selain itu, perpindahan investor pada bentuk instrumen investasi lain seperti crypto, bitcoin dan sebagainya dapat menyebabkan harga saham (Hardana, 2023). Hal ini tentu akan mempengaruhi nilai perusahaan yang mana seharusnya kepemilikan publik mampu meningkatkan nilai perusahaan bukan sebaliknya. Kepemilikan publik dapat memberikan akses pasar modal yang lebih luas sehingga membantu perusahaan untuk mengumpulkan modal dari penawaran saham ataupun obligasi sehingga dapat berkontribusi terhadap pertumbuhan nilai perusahaan. Meski demikian, hasil penelitian ini justru menarik untuk ditelisik lebih jauh.

Berbeda dengan kepemilikan manajerial yang ternyata tidak terbukti mampu mempengaruhi nilai perusahaan secara langsung. Besar ataupun kecilnya nilai kepemilikan manajerial terbukti gagal mempengaruhi pergerakan nilai perusahaan dikarenakan agency problem. Perbedaan kepentingan antara manajemen dan investor akan menimbulkan agency conflict (Jensen & Meckling, 1976), hal tersebut terjadi karena manajer mengutamakan kepentingan pribadi, sebaliknya akan

menambah biaya bagi perusahaan sehingga menyebabkan tidak maksimalnya keuntungan yang diperoleh perusahaan sehingga berpengaruh terhadap harga saham. Hal ini mengakibatkan menurunkan nilai perusahaan (Maulana & Wati, 2020). Selain itu, kepemilikan manajerial mencerminkan manajemen yang tidak independen, hal ini dapat membuat kebijakan yang diambil menjadi tidak efektif sehingga menjadi pandangan yang buruk bagi investor lainnya, dengan demikian dapat mempengaruhi lambatnya peningkatan nilai perusahaan.

### **Pengaruh Kebijakan Utang terhadap Nilai Perusahaan**

Kebijakan utang terbukti secara signifikan mempengaruhi penurunan nilai perusahaan, hal ini berarti semakin besar pendanaan utang yang dilakukan perusahaan akan semakin menurunkan nilai perusahaan, begitupun sebaliknya. Perusahaan yang melakukan pendanaan dengan menggunakan hutang akan memiliki tanggungan beban yang besar pula, sehingga semakin besar pula probabilitas kebangkrutannya (Hertina et al., 2019). Semakin rendah tingkat hutang suatu perusahaan maka nilai perusahaan akan semakin meningkat bisa diakibatkan oleh kewajiban perusahaan dalam membayar hutang terhadap kreditur berkurang dan berdampak pada peningkatan profit. Dengan demikian, harga saham perusahaan akan ikut meningkat dan meningkatkan nilai perusahaan di mata para investor maupun calon investor (Sumanti & Mangantar, 2015).

### **Pengaruh Struktur Kepemilikan terhadap Nilai Perusahaan melalui Kebijakan Utang**

Struktur kepemilikan baik dari kepemilikan institusional, publik, maupun manajerial menunjukkan pengaruh negatif terhadap nilai perusahaan jika melalui kebijakan utang. Pada kepemilikan institusional, penggunaan utang yang tinggi menunjukkan peran kontrol pemegang saham



terhadap perusahaan yang rendah, akibatnya kemampuannya dalam menghasilkan kinerja keuangan yang baik tidak mampu mendorong peningkatan nilai perusahaan. Hal tersebut diakibatkan karena perusahaan *go public* di Indonesia umumnya saling berafiliasi sehingga umumnya akan saling mempengaruhi nilai perusahaan.

Sejalan dengan kepemilikan publik yang akan menurunkan nilai perusahaan jika kebijakan utang yang diambil cukup besar. Utang dianggap mampu mengaburkan peran publik sebagai pemilik atau pemegang saham yang dapat mengawasi pergerakan manajemen dalam mengambil keputusan-keputusan pendanaan yang besar. Akibatnya, nilai perusahaan menjadi lemah. Lebih lanjut, *agency problem* bisa dikurangi bila kepemilikan saham oleh manajer besar di dalam perusahaan sebab akan terjadi penyebaran pengambilan keputusan dan risiko. Manajer umumnya akan menggunakan kelebihan keuntungan untuk konsumsi dan perilaku oportunistik sehingga menyebabkan beban utang dan memunculkan risiko kebangkrutan meningkat. Hal tersebut akan menunjukkan *agency cost of debt* meningkat sehingga dapat menurunkan nilai perusahaan (Hidayat, 2013).

## KESIMPULAN

Struktur kepemilikan mampu memengaruhi besarnya kebijakan utang perusahaan, sedangkan kebijakan utang perusahaan mampu memengaruhi nilai perusahaan secara negatif, yang artinya semakin besar kebijakan utang maka semakin lemah pula nilai perusahaan. Secara langsung, struktur kepemilikan tidak terbukti mampu meningkatkan nilai perusahaan, namun justru akan menurunkan nilai perusahaan jika diantarai oleh kebijakan utang. Hal ini berarti bahwa kebijakan utang memiliki peran penting dalam penentuan besaran pengaruh antara struktur kepemilikan dengan nilai

perusahaan.

Hal ini berimplikasi pada kebijakan utang dalam perusahaan, yang mana manajemen dapat mempertimbangkan dengan matang penggunaan ataupun penambahan utang. Kebijakan utang yang besar dianggap memicu potensi kebangkrutan perusahaan sehingga menyebabkan kepercayaan investor menjadi melemah, dengan demikian akan menekan turunnya market value sehingga nilai perusahaan menjadi turun.

## DAFTAR PUSTAKA

- Ambarwati, S. D. A., & Astuti, R. D. (2015). Dampak Struktur Kepemilikan, Financial Leverage, Board Director Terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Keuangan Dan Perbankan*, 19(3), 391–399. <https://doi.org/10.26905/jkdp.v19i3.38>
- Anindhita, N. (2014). Economics Faculty Of Riau University, Pekanbaru, Indonesia. *JOM Fekon*, 1(2).
- Dewi, L. S., & Abundanti, N. (2019). Pengaruh Profitabilitas, Likuiditas, Kepemilikan Institusional Dan Kepemilikan Manajerial Terhadap Nilai Perusahaan. *E-Jurnal Manajemen Universitas Udayana*, 8(10), 6099. <https://doi.org/10.24843/Ejmunud.2019.V08.I10.P12>
- Hardana, A. (2023). Pengaruh Struktur Kepemilikan Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Kinerja Keuangan Dan Kebijakan Hutang Sebagai Variabel Intervening ( Effect Of Ownership Structure On Firm Value With Financial Performance And Debt Policy As Intervening Variables ). *Jurnal Akuntansi, Keuangan, Dan Manajemen (JAKMAN)*, 4(4), 263–272. <http://penerbitgoodwood.com/index.php/Jakman/Article/View/2300/684>
- Hertina, D., Hidayat, M. B. H., & Mustika, D. (2019). Ukuran Perusahaan , Kebijakan Hutang Dan Profitabilitas. *Jurnal Ecodemica*, 3(1), 1–10.
- Hidayat, M. S. (2013). Pengaruh Kepemilikan

- Manajerial, Kebijakan Dividen, Struktur Aktiva, Pertumbuhan Penjualan, Dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Utang M. *Jurnal Ilmu Manajemen*, 1(1), 12–25.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). THEORY OF THE FIRM: MANAGERIAL BEHAVIOR, AGENCY COSTS AND OWNERSHIP STRUCTURE. *Journal Of Financial Economics*, 3, 305–360. <https://doi.org/10.1177/0018726718812602>
- Larasati, E. (2011). Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional Dan Kebijakan Dividen Terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan. *Jurnal Ekonomi Bisnis*, 16(2), 103–107. <https://doi.org/10.31000/Competitive.V5i1.4030>
- Maulana, A., & Wati, L. N. (2020). Pengaruh Koneksi Politik Dan Struktur Kepemilikan Manajerial Terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Akuntansi*, 8(1), 1–12. <https://doi.org/10.37932/Ja.V8i1.59>
- Murtiningtyas, A. I. (2012). Kebijakan Dividen, Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Profitabilitas, Resiko Bisnis Terhadap Kebijakan Hutang. *Accounting Analysis Journal*, 1(2), 1–6.
- Padnyawati, K. D., & Kusumawati, N. P. A. (2019). Pengaruh Struktur Kepemilikan Manajerial Pada Nilai Perusahaan Dengan Kebijakan Dividen Sebagai Variabel Intervening. *Widya Akuntansi Dan Keuangan*, 1(1), 1–23. <https://doi.org/10.32795/Widyaakuntansi.V1i1.244>
- Peilouw, C. T. (2017). Pengaruh Struktur Kepemilikan Terhadap Kebijakan Hutang Pada Perusahaan Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Akuntansi Dan Perpajakan*, 3(1). <https://doi.org/10.26905/Ap.V3i1.13>
- 25
- Praditha, R., Haliah, H., Habbe, A. H., & Rura, Y. (2020). Do Investors Experience Heuristics In Earnings Forecasting? *Business: Theory And Practice*, 21(2), 686–694. <https://doi.org/10.3846/Btp.2020.12018>
- Pratiwi, D. A., & Ardiyanto, M. D. (2018). Pengaruh Struktur Kepemilikan Terhadap Agresivitas Pajak. *Diponegoro Journal Of Accounting*, 7(4), 1–13. <http://ejournal-s1.undip.ac.id/index.php/Accounting>
- Putra, D., & Ramadhani, L. (2017). Analisa Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Kebijakan Hutangpada Perusahaan Jasa Yang Listing Di BEI Tahun 2013-2015. *Jurnal Akuntansi Dan Keuangan*, 8(1), 1–17.
- Schrand, C. M., & Walther, B. R. (2000). Strategic Benchmarks In Earnings Announcements: The Selective Disclosure Of Prior-Period Earnings Components We Have Received Helpful Comments From Ray Ball. *The Accounting Review*, 75(2), 151–177.
- Sumanti, J. C., & Mangantar, M. (2015). Analisis Kepemilikan Manajerial, Kebijakan Hutang Dan Profitabilitas Terhadap Kebijakan Dividen Dan Nilai Perusahaan Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di BEI. *Jurnal EMBA*, 3(1), 1141–1151. <https://ejournal.unsrat.ac.id/index.php/emba/article/view/7928>
- Tjeleni, I. E. (2013). Kepemilikan Manajerial Dan Institusional Pengaruhnya Terhadap Kebijakan Hutang Pada Perusahaan Manufaktur Di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal EMBA*, 129(3), 129–139. <http://www.idx.co.id>
- Warapsari, A. A. A. U. ;, & Suaryana, I. G. N. A. (2016). Pengaruh Kepemilikan Manajerial Dan Institusional Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Kebijakan Utang Sebagai Variabel Intervening. *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana*, 16(3), 2288–2315.



Wardani, D. K., & Hermuningsih, S. (2011). Pengaruh Struktur Kepemilikan Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Kinerja Keuangan Dan Kebijakan Hutang Sebagai Variabel Intervening. *Jurnal Siasat Bisnis*, 15(1), 27–36. <https://doi.org/10.1109/RADAR.2012.6212186>



**Measurement: Jurnal Akuntansi, Vol 17 No. 2 : 185 - 195**

**Desember 2023**

**P-ISSN 2252-5394**

**E-ISSN 2714-7053**