

Kepemilikan Manajerial: Kebijakan Hutang, Kinerja dan Nilai Perusahaan

Yulius Jogi Christiawan dan Josua Tarigan

Staf Pengajar Fakultas Ekonomi Universitas Kristen Petra, Surabaya

Email: yulius@petra.ac.id; josuat@petra.ac.id

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan mengetahui apakah terdapat perbedaan pengambilan keputusan bisnis antara perusahaan dengan kepemilikan manajerial dan perusahaan tanpa kepemilikan manajerial. Keputusan bisnis yang dimaksud meliputi: keputusan keuangan yang diproksikan dengan kebijakan hutang (struktur modal), keputusan operasional yang diproksikan dengan kinerja perusahaan, dan keputusan bisnis secara keseluruhan yang diproksikan dengan nilai perusahaan. Penelitian dilakukan atas 137 dari 336 perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta sampai dengan tahun 2005. Penelitian ini membuktikan bahwa terdapat perbedaan kebijakan hutang dan nilai perusahaan antara perusahaan dengan kepemilikan manajerial dan perusahaan tanpa kepemilikan manajerial. Sedangkan kinerja antara perusahaan dengan kepemilikan manajerial dan perusahaan tanpa kepemilikan manajerial tidak terdapat perbedaan.

Kata kunci: kepemilikan manajerial, kebijakan hutang, nilai perusahaan dan kinerja perusahaan.

ABSTRACT

The objective of this research is to examine whether there is a significant difference between the managerial ownership and non-managerial ownership companies in term of their business decision making process. The business decision mentioned in this paper includes financial decision which is indicated by debt policies (capital structure), operational decision reflected in company's performance, and business decision implied in company's value. The research observes 137 of 336 companies which had been listed in the Jakarta Stock Exchange until the year of 2005. The examination results in the fact that the debt policies and the company's value of the managerial ownership companies are significantly different with non-managerial ownership companies. In contrast, the managerial ownership companies statistically have the same performance with non-managerial ownership companies.

Keywords: managerial ownership, policy of debt, company value and company performance.

PENDAHULUAN

Hubungan manajer dengan pemegang saham di dalam *agency theory* digambarkan sebagai hubungan antara *agent* dan *principal* (Schroeder et al. 2001). Manajer sebagai *agent* dan pemegang saham sebagai *principal*. Manajer harus mengambil keputusan bisnis terbaik untuk meningkatkan kekayaan pemegang saham. Keputusan bisnis yang diambil manajer adalah memaksimalkan sumber daya (utilitas) perusahaan. Namun demikian pemegang saham tidak dapat mengawasi semua keputusan dan aktivitas yang dilakukan oleh manajer. Suatu ancaman bagi pemegang saham jika manajer akan bertindak untuk kepentingannya sendiri, bukan untuk kepentingan pemegang saham. Inilah yang menjadi masalah dasar dalam *agency theory* yaitu adanya konflik kepentingan.

Pemegang saham dan manajer masing-masing berkepentingan memaksimalkan tujuannya. Kon-

flik kepentingan terjadi jika keputusan manajer hanya akan memaksimalkan kepentingannya dan tidak sejalan dengan kepentingan pemegang saham. Perilaku manajer dalam situasi konflik kepentingan inilah yang menarik untuk diteliti. Keputusan dan aktivitas manajer yang memiliki saham perusahaan tentu akan berbeda dengan manajer yang murni sebagai manajer. Manajer yang memiliki saham perusahaan berarti manajer tersebut sekaigus adalah pemegang saham. Manajer yang memiliki saham perusahaan tentunya akan menselaraskan kepentingannya dengan kepentingannya sebagai pemegang saham. Sementara manajer yang tidak memiliki saham perusahaan, ada kemungkinan hanya mementingkan kepentingannya sendiri. Kepemilikan saham perusahaan oleh manajer disebut dengan kepemilikan manajerial.

Penelitian mengenai hubungan kepemilikan manajerial dengan keputusan bisnis manajer telah banyak dilakukan oleh peneliti. Namun para

peneliti menemukan hasil yang berbeda. Misalnya, penelitian tentang hubungan antara kepemilikan manajerial dengan *debt ratio* (*debt ratio* menggambarkan hasil keputusan pendanaan manajer) menunjukkan hasil yang berbeda diantara beberapa peneliti. Beberapa peneliti menemukan hubungan positif antara kepemilikan manajerial dengan *debt ratio* perusahaan. (Kim dan Sorensen 1986, Agrawal dan Mendelker 1987, Mehran 1998 dalam Wahidahwati 2002, Soliha dan Taswan 2002). Sementara peneliti lain menemukan bahwa kepemilikan saham oleh manajer mempunyai pengaruh yang signifikan dan berhubungan negative dengan *debt ratio* (Moh'd 1998 dalam Wahidahwati 2002).

Selain itu, penelitian yang mengkaitkan kepemilikan manajerial dengan nilai perusahaan (nilai perusahaan merupakan hasil keputusan operasional manajer), juga menunjukkan hasil yang berbeda diantara peneliti. Soliha dan Taswan (2002) menemukan hubungan yang signifikan dan positif antara kepemilikan manajerial dengan nilai perusahaan. Sementara peneliti lain menemukan hubungan yang lemah antara kepemilikan manajerial dengan nilai perusahaan (Lasfer dan Faccio 1999). Berdasarkan pemikiran bahwa manajer yang sekaligus pemegang saham akan melakukan dan mengambil keputusan bisnis yang berbeda dengan manajer yang bukan sekaligus pemegang saham serta adanya hasil penelitian yang berbeda diantara peneliti tentang hubungan kepemilikan manajerial dengan keputusan bisnis, maka menarik untuk diteliti apakah memang benar ada perbedaan dalam pengambilan keputusan bisnis antara perusahaan dengan kepemilikan manajerial dengan perusahaan yang dikelola oleh manajer manajer yang bukan sekaligus pemegang saham.

Berdasarkan latar belakang masalah yang telah diuraikan di atas, maka penelitian ini bertujuan untuk mengetahui apakah terdapat perbedaan pengambilan keputusan bisnis antara perusahaan dengan kepemilikan manajerial dengan perusahaan tanpa kepemilikan manajerial. Untuk lebih memfokuskan arah penelitian ini maka keputusan bisnis yang diambil oleh manajer dibatasi pada: keputusan keuangan yang diprosikan dengan kebijakan hutang (struktur modal), keputusan operasional yang diprosikan dengan kinerja perusahaan, keputusan bisnis secara keseluruhan yang diprosikan dengan nilai perusahaan. Selain itu, penelitian ini juga akan memberikan dasar empiris yang kuat untuk penelitian tentang hubungan kepemilikan manajerial dengan keputusan bisnis manajer. Sangat tidak logis jika kerangka pemikiran adanya hubungan antara kepemilikan manajerial dengan keputusan bisnis manajer dibangun jika ternyata tidak ada perbedaan yang signifikan antara perusahaan dengan

kepemilikan dengan perusahaan tanpa kepemilikan manajerial.

KEPEMILIKAN MANAJERIAL

Kepemilikan manajerial adalah situasi dimana manajer memiliki saham perusahaan atau dengan kata lain manajer tersebut sekaligus sebagai pemegang saham perusahaan. Dalam laporan keuangan, keadaan ini ditunjukkan dengan besarnya persentase kepemilikan saham perusahaan oleh manajer. Karena hal ini merupakan informasi penting bagi pengguna laporan keuangan maka informasi ini akan diungkapkan dalam catatan atas laporan keuangan. Adanya kepemilikan manajerial menjadi hal yang menarik jika dikaitkan dengan *agency theory*. Dalam kerangka *agency theory*, hubungan antara manajer dan pemegang saham digambarkan sebagai hubungan antara *agent* dan *principal* (Schroeder et al. 2001). *Agent* diberi mandat oleh *principal* untuk menjalankan bisnis demi kepentingan *principal*. Manajer sebagai *agent* dan pemegang saham sebagai *principal*. Keputusan bisnis yang diambil manajer adalah keputusan untuk memaksimalkan sumber daya (utilitas) perusahaan. Suatu ancaman bagi pemegang saham jikalau manajer bertindak untuk kepentingannya sendiri, bukan untuk kepentingan pemegang saham. Dalam konteks ini masing-masing pihak memiliki kepentingan sendiri-sendiri. Inilah yang menjadi masalah dasar dalam *agency theory* yaitu adanya konflik kepentingan. Pemegang saham dan manajer masing-masing berkepentingan untuk memaksimalkan tujuannya. Masing-masing pihak memiliki risiko terkait dengan fungsinya, manajer memiliki resiko untuk tidak ditunjuk lagi sebagai manajer jika gagal menjalankan fungsinya, sementara pemegang saham memiliki resiko kehilangan modalnya jika salah memilih manajer. Kondisi ini merupakan konsekuensi adanya pemisahan fungsi pengelolaan dengan fungsi kepemilikan.

Situasi tersebut di atas tentunya akan berbeda, jika kondisinya manajer juga sekaligus sebagai pemegang saham atau pemegang saham juga sekaligus manajer atau disebut juga kondisi perusahaan dengan kepemilikan manajerial. Keputusan dan aktivitas di perusahaan dengan kepemilikan manajerial tentu akan berbeda dengan perusahaan tanpa kepemilikan manajerial. Dalam perusahaan dengan kepemilikan manajerial, manajer yang sekaligus pemegang saham tentunya akan menselaraskan kepentingannya dengan kepentingannya sebagai pemegang saham. Sementara dalam perusahaan tanpa kepemilikan manajerial, manajer yang bukan pemegang saham

kemungkinan hanya mementingkan kepentingannya sendiri.

Kepemilikan Manajerial dan Kebijakan Hutang

Kepemilikan manajerial menunjukkan adanya peran ganda seorang manajer, yakni manajer bertindak juga sebagai pemegang saham. Sebagai seorang manajer sekaligus pemegang saham, ia tidak ingin perusahaan mengalami kesulitan keuangan atau bahkan kebangkrutan. Kesulitan keuangan atau kebangkrutan usaha akan merugikan ia baik sebagai manajer atau sebagai pemegang saham. Sebagai manajer akan kehilangan insentif dan sebagai pemegang saham akan kehilangan *return* bahkan dana yang diinvestasikannya. Cara untuk menurunkan resiko ini adalah dengan menurunkan tingkat *debt* yang dimiliki perusahaan (Friend and Lang dalam Brailsford 1999). *Debt* yang tinggi akan meningkatkan resiko kebangkrutan perusahaan, karena perusahaan akan mengalami *financial distress*. Karena itulah maka manajer akan berusaha menekan jumlah *debt* serendah mungkin. Tindakan ini di sisi lain tidak menguntungkan karena perusahaan hanya mengandalkan dana dari pemegang saham. Perusahaan tidak bisa berkembang dengan cepat, dibandingkan jika perusahaan juga menggunakan dana dari kreditor.

Penelitian tentang hubungan antara kepemilikan manajerial dengan *debt ratio* (*debt ratio* menggambarkan hasil keputusan pendanaan manajer) menunjukkan hasil yang berbeda diantara beberapa peneliti. Beberapa peneliti menemukan hubungan positif antara kepemilikan manajerial dengan *debt ratio* perusahaan. (Kim dan Sorensen 1986, Agrawal dan Mendelker 1987, Mehran 1998 dalam Wahidahwati 2002, Soliha dan Taswan 2002, Brailsford 1999). Sementara peneliti lain menemukan bahwa kepemilikan manajerial mempunyai pengaruh dan berhubungan negative dengan *debt ratio* (Moh'd 1998 dalam Wahidahwati 2002, Wahidahwati 2002, Mahadwartha 2003).

Dari penjelasan dan beberapa penelitian empiris di atas dapat disimpulkan bahwa kebijakan hutang perusahaan tanpa kepemilikan manajerial akan berbeda dengan perusahaan dengan kepemilikan manajerial.

Kepemilikan Manajerial dan Kinerja Perusahaan

Kinerja perusahaan adalah hasil kegiatan operasional perusahaan. Kegiatan operasional di dalam laporan keuangan ditunjukkan oleh pencapaian laba bersih. Laba merupakan selisih antara *revenue* dengan *expenses*. Sehingga manajer dalam mengelola perusahaan akan berusaha

memaksimalkan *revenue* dan menekan *expenses*. Kegiatan memaksimalkan *revenue* disebut juga peningkatan profitabilitas, sedangkan menekan *expenses* disebut juga peningkatan efisiensi. Kinerja perusahaan akan lebih baik jika saham perusahaan dimiliki oleh manajer. Manajer merasa lebih memiliki perusahaan. Manajer tidak lagi sebagai tenaga profesional yang digaji tetapi juga sebagai pemilik perusahaan. Kinerja perusahaan yang baik akan berdampak pada deviden yang akan diterima pemegang saham, karena deviden selalu didasarkan pada laba bersih tahun berjalan dan laba bersih adalah ukuran kinerja perusahaan. Manajer yang memiliki saham perusahaan akan menikmati pembagian deviden ini.

Penelitian Mudambi menunjukkan bahwa kepemilikan saham oleh manajer mempengaruhi kinerja perusahaan. Bahkan penelitian ini berhasil membuktikan arah hubungannya yaitu tidak selalu sama (non-monotonic). Arah hubungan akan berbeda untuk setiap rentang persentase kepemilikan (Mudambi 1995). Sedangkan penelitian Kumar dan Coles menunjukkan terdapat hubungan antara kepemilikan manajerial dan kinerja perusahaan (Kumar 2004, Coles 2002)

Dari penjelasan dan beberapa penelitian empiris di atas dapat disimpulkan bahwa kinerja perusahaan tanpa kepemilikan manajerial akan berbeda dengan perusahaan dengan kepemilikan manajerial.

Kepemilikan Manajerial dan Nilai Perusahaan

Beberapa konsep nilai yang menjelaskan nilai suatu perusahaan adalah: nilai nominal, nilai pasar, nilai intrinsik, nilai buku dan nilai likuidasi. Nilai nominal adalah nilai yang tercantum secara formal dalam anggaran dasar perseroan, disebutkan secara eksplisit dalam neraca perusahaan, dan juga ditulis jelas dalam surat saham kolektif. Nilai pasar, sering disebut kurs adalah harga yang terjadi dari proses tawar-menawar di pasar saham. Nilai ini hanya bisa ditentukan jika saham perusahaan dijual di pasar saham. Nilai intrinsik merupakan konsep yang paling abstrak, karena mengacu pada perkiraan nilai riil suatu perusahaan. Nilai perusahaan dalam konsep nilai intrinsik ini bukan sekadar harga dari sekumpulan aset, melainkan nilai perusahaan sebagai entitas bisnis yang memiliki kemampuan menghasilkan keuntungan di kemudian hari. Sedangkan nilai buku adalah nilai perusahaan yang dihitung dengan dasar konsep akuntansi. Secara sederhana dihitung dengan membagi selisih antara total aktiva dan total utang dengan jumlah saham yang beredar. Nilai likuidasi itu adalah nilai jual seluruh aset perusahaan setelah dikurangi semua kewa-

jiban yang harus dipenuhi. Nilai sisa itu merupakan bagian para pemegang saham. Nilai likuidasi bisa dihitung dengan cara yang sama dengan menghitung nilai buku, yaitu berdasarkan neraca performa yang disiapkan ketika suatu perusahaan akan likuidasi. Jika mekanisme pasar berfungsi dengan baik, maka harga saham tidak mungkin berada di bawah nilai likuidasi. Karena nilai likuidasi ini hanya dihitung bila perusahaan akan dilikuidasi maka investor bisa menggunakan nilai buku sebagai pengganti untuk tujuan yang sama yaitu memperkirakan batas bawah harga saham. Sehingga nilai buku dapat digunakan sebagai batas aman mengukur nilai perusahaan untuk keperluan investasi. Namun demikian ada beberapa catatan yang harus diperhatikan dalam memahami konsep nilai buku ini. Pertama, sebagian besar aset dinilai dalam nilai historis. Karena itu pada beberapa aset nilai jualnya bisa jadi jauh lebih tinggi dari nilai bukunya. Kedua, di dalam aset kadang terdapat aktiva tak berwujud, yang dalam likuidasi sering tidak memiliki nilai jual. Ketiga, nilai buku sangat dipengaruhi oleh metode dan estimasi akuntansi seperti metode penyusutan aktiva tetap, metode penilaian persediaan, dan lain-lain. Keempat, ada kemungkinan timbul kewajiban-kewajiban yang tidak tercatat dalam laporan keuangan karena belum diatur pelaporannya oleh standar akuntansi keuangan.

Berdasarkan penjelasan di atas dapat disimpulkan bahwa konsep yang paling representatif untuk menentukan nilai perusahaan adalah pendekatan konsep nilai intrinsik. Tetapi memperkirakan nilai intrinsik sangat sulit, sebab untuk menentukannya orang membutuhkan kemampuan mengidentifikasi variabel-variabel signifikan yang menentukan keuntungan suatu perusahaan. Variabel itu berbeda dari satu perusahaan ke perusahaan yang lain. Selain itu, penentuan nilai intrinsik juga memerlukan kemampuan prediksi arah kecenderungan yang akan terjadi di kemudian hari. Karena itulah, maka nilai pasar digunakan dengan alasan kemudahan data juga didasarkan pada penilaian yang moderat.

Manajer yang sekaligus pemegang saham akan meningkatkan nilai perusahaan, karena dengan meningkatnya nilai perusahaan maka nilai kekayaannya sebagai individu pemegang saham akan ikut meningkat pula. Penelitian yang mengkaitkan kepemilikan manajerial dengan nilai perusahaan menunjukkan hasil yang berbeda diantara peneliti. Soliha dan Taswan menemukan hubungan yang signifikan dan positif antara kepemilikan manajerial dan nilai perusahaan (Soliha dan Taswan 2002). Sementara peneliti lain menemukan hubungan yang lemah antara kepe-

milikan manajerial dan nilai perusahaan (Laster dan Faccio 1999).

Dari penjelasan dan beberapa penelitian empiris di atas dapat disimpulkan bahwa nilai perusahaan dengan kepemilikan manajerial akan berbeda dengan perusahaan tanpa kepemilikan manajerial.

Berdasarkan penjelasan tersebut di atas maka penelitian ini didasarkan pada hipotesis bahwa keputusan bisnis di perusahaan dengan kepemilikan manajerial akan berbeda dengan di perusahaan tanpa kepemilikan manajerial. Keputusan bisnis yang diambil manajer akan terlihat dari kebijakan hutang, kinerja perusahaan dan nilai perusahaan. Sehingga dapat juga dihipotesiskan bahwa kebijakan hutang, kinerja perusahaan dan nilai perusahaan di perusahaan dengan kepemilikan manajerial akan berbeda dengan di perusahaan tanpa kepemilikan manajerial.

METODE PENELITIAN

Populasi penelitian ini adalah semua perusahaan yang telah melakukan penawaran umum perdana sebelum tahun 2003 di Bursa Efek Jakarta. Sedangkan untuk periode pengamatan yang dilakukan adalah untuk jangka waktu 3 tahun yaitu meliputi laporan keuangan tahun 2003 sampai dengan 2005. Laporan keuangan yang dijadikan data penelitian meliputi neraca, laporan laba rugi dan catatan atas laporan keuangan yang ada di Pojok Profesi Fakultas Ekonomi UK Petra.

Pemilihan sample dilakukan dengan *purposive*, yaitu dengan melihat kelengkapan data laporan keuangan. Kelengkapan yang dimaksud adalah kelengkapan pengungkapan nama manajemen dan pemegang saham yang ada di dalam catatan atas laporan keuangan. Catatan atas laporan keuangan yang tidak secara lengkap mengungkapkan hal ini, maka laporan keuangan tersebut dikeluarkan dari sample penelitian. Selain itu juga dilihat apakah perusahaan tersebut pada tahun 2005 tidak *delisting*. Syarat ini diberlakukan karena terkait dengan ketersediaan data harga saham tahun 2005

Dari setiap perusahaan, informasi yang diambil adalah ada tidaknya kepemilikan manajerial, harga pasar saham, jumlah saham beredar, laba operasi, total aktiva dan total hutang selama 3 tahun yaitu tahun 2003-2005. Khusus untuk total aktiva juga dilihat data tahun 2002, karena kinerja perusahaan dilihat dari ROA, dimana total assets yang dimaksud adalah total assets rata-rata.

Berdasarkan penjelasan tersebut di atas maka, metode pengumpulan data yang digunakan dalam penelitian ini adalah metode dokumentasi, yaitu mendapatkan data dari dokumen berupa laporan keuangan dan laporan harga saham yang diperoleh

dari Pojok BEJ dan Pojok Profesi Fakultas Ekonomi UK Petra.

Seperti telah diuraikan pada bagian sebelumnya, penelitian ini akan menguji apakah ada perbedaan dalam pengambilan keputusan dan aktivitas manajer antara perusahaan dengan kepemilikan manajerial dan perusahaan tanpa kepemilikan manajerial. Dari hipotesis tersebut diketahui variable yang diteliti yaitu status kepemilikan manajerial dan keputusan bisnis.

Status kepemilikan manajerial yang dimaksud adalah ada tidaknya kepemilikan saham perusahaan oleh manajer perusahaan. Variabel ini diukur dengan skala nominal, yaitu hanya dibedakan antara perusahaan dengan kepemilikan manajerial atau tidak, dengan tidak melihat berapa besar persentase kepemilikan manajerialnya di masing-masing perusahaan tersebut. Ada tidaknya kepemilikan manajerial dilihat dari catatan atas laporan keuangan, khususnya pengungkapan atas modal saham perusahaan dan pengungkapan atas hubungan istimewa. Jumlah persentase kepemilikan manajerial tidak diperhitungkan dalam penelitian ini karena penelitian ini hanya ingin melihat ada tidaknya perbedaan antara perusahaan dengan kepemilikan manajerial dan yang tidak. Penelitian tidak diarahkan kepada hubungan antara besarnya kepemilikan manajerial dengan keputusan manajemen.

Keputusan dan aktivitas manajer dalam penelitian meliputi: nilai perusahaan, kinerja perusahaan dan keputusan pendanaan. Nilai perusahaan diukur dengan Nilai pasar ekuitas perusahaan dibagi dengan *total assets*. Nilai pasar ekuitas dihitung dari harga pasar saham dikalikan dengan jumlah saham beredar. Kinerja perusahaan dilihat dari Return on assets (ROA) perusahaan (Kumar 2004), (Foster 1986), yang diukur dengan membagi *net income* dengan rata-rata *total assets*. Sedangkan keputusan pendanaan dilihat dari *debt ratio* perusahaan, yang diukur dengan membagi *long-term debt* dengan jumlah *long-term debt* dengan *equity*.

Pengujian Hipotesis

Pengujian hipotesis dilakukan dengan uji beda rata-rata dua sampel independen. Pengujian ini sejalan dengan hipotesis penelitian yang bertujuan untuk membuktikan apakah terdapat perbedaan kebijakan hutang, kinerja dan nilai perusahaan antara perusahaan dengan kepemilikan manajerial dan perusahaan tanpa kepemilikan manajerial.

Sebelum dilakukan pengujian hipotesis, terlebih dahulu dilakukan pemisahan data menjadi dua kelompok, yaitu kelompok perusahaan dengan kepemilikan manajerial (μ_1) dan kelompok perusa-

haan tanpa kepemilikan manajerial (μ_2). Pemisahan dilakukan dengan melihat ada tidaknya kepemilikan manajerial di setiap perusahaan yang menjadi sample penelitian. Ada tidaknya kepemilikan manajerial dilihat dari ada tidaknya kepemilikan saham oleh manajer. Informasi ini diperoleh dari catatan atas laporan keuangan. Selanjutnya dihitung nilai tiga variabel yang ingin diteliti yaitu, kebijakan hutang, kinerja perusahaan dan nilai perusahaan berdasarkan definisi variabel tersebut di atas. Setelah itu, dilakukan pengujian ada tidaknya perbedaan diantara variable nilai perusahaan, kinerja perusahaan dan *debt ratio* diantara perusahaan tanpa kepemilikan manajerial dan perusahaan dengan kepemilikan manajerial. Sehingga formulasi uji statistik penelitiannya ini adalah:

$$H_0 : \mu_1 = \mu_2$$

$$H_a : \mu_1 \neq \mu_2$$

Pengujian hipotesis penelitian digunakan uji t untuk dua sample independent (*independent sample t test*). Dengan tingkat signifikansi (*sig*) 5%. Keputusan untuk menerima H_0 dilakukan jika nilai "*sig*" > 0,05, dan sebaliknya H_0 akan ditolak jika "*sig*" < 0,05 (Santoso, 2001).

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Sampel penelitian secara keseluruhan berjumlah 137 perusahaan dari 336 perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta sampai dengan tahun 2005. Jumlah sampel 137 perusahaan didasarkan pada ketersediaan dan kelengkapan data laporan keuangan 2002-2005 di Pojok Profesi Fakultas Ekonomi dan perusahaan tersebut tidak dalam kondisi *delisting*.

Langkah pertama penelitian adalah mengidentifikasi adanya kepemilikan manajerial. Dari 137 perusahaan yang menjadi sampel penelitian menunjukkan 64 perusahaan dengan kepemilikan manajerial dan 58 perusahaan tanpa kepemilikan manajerial dari tahun 2002-2005. Sedangkan 15 perusahaan dalam kondisi kepemilikan manajerial dan kemudian berubah tanpa kepemilikan manajerial atau sebaliknya selama tahun 2002-2005. Sehingga jumlah data yang diproses adalah 213 data perusahaan dengan kepemilikan manajerial dan 194 data perusahaan tanpa kepemilikan manajerial. Hasil perhitungan variable nilai perusahaan, kinerja perusahaan dan *debt ratio* perusahaan tanpa kepemilikan manajerial dan perusahaan dengan kepemilikan manajerial adalah sebagai berikut:

Deskripsi Kebijakan Hutang Perusahaan

Kebijakan hutang dihitung dari total hutang jangka panjang dibagi dengan total hutang jangka panjang ditambah dengan ekuitas. Semakin besar jumlah rasio ini menunjukkan semakin besar sumber dana perusahaan berasal dari hutang jangka panjang. Bahkan jika besarnya lebih dari 1 maka perusahaan ini pastilah perusahaan yang dalam kondisi defisit. Hasil statistik deskriptif menunjukkan bahwa rata-rata variabel ini menunjukkan skor 56,87% untuk perusahaan dengan kepemilikan manajerial dan 67,35% untuk perusahaan tanpa kepemilikan manajerial. Hal ini menunjukkan bahwa sebgaiian besar sumber dana perusahaan yang menjadi sampel penelitian bersumber dari pihak kreditor. Perusahaan tanpa kepemilikan manajerial lebih berani dalam mengambil kebijakan hutang ini yaitu dengan 67% sumber dana dari pihak kreditor.

Deskripsi Kinerja Perusahaan

Kinerja Perusahaan dihitung dari laba bersih dibagi dengan rata-rata total *assets*. Rata-rata total *assets* dihitung dari total *assets* awal tahun ditambah total *assets* akhir tahun dibagi dua. Semakin tinggi skor ini menunjukkan perusahaan telah dikelola dengan tingkat pengembalian atas *assets* yang tinggi. Skor ini menunjukkan berapa persen jumlah laba dibanding dengan jumlah *assets*. Hasil statistik deskriptif menunjukkan skor 3,05% untuk perusahaan dengan kepemilikan manajerial dan 1,47% untuk perusahaan tanpa kepemilikan manajerial. Hasil ini menunjukkan bahwa rata-rata perusahaan tanpa kepemilikan manajerial menghasilkan tingkat pengembalian atas *assets* yang lebih rendah dibanding dengan perusahaan dengan kepemilikan manajerial.

Deskripsi Nilai Perusahaan

Nilai perusahaan dihitung dari nilai pasar perusahaan dibagi dengan total *assets*. Nilai pasar dihitung dari harga pasar saham perusahaan per 31 Desember dikalikan dengan jumlah saham yang beredar pada tanggal 31 Desember. Semakin tinggi skor ini menunjukkan semakin tinggi nilai perusahaan berdasar harga pasar saham. Skor ini menunjukkan berapa kali nilai pasar perusahaan dibanding dengan nilai buku *assets*. Jika skor lebih dari satu, menunjukkan bahwa nilai pasar perusahaan melebihi nilai buku *assets* perusahaan. Hasil statistik deskriptif menunjukkan skor 1,46 untuk perusahaan dengan kepemilikan manajerial dan 1,07 untuk perusahaan tanpa kepemilikan manajerial. Hasil ini menunjukkan bahwa rata-rata perusahaan tanpa kepemilikan manajerial

memiliki nilai yang lebih rendah dibanding dengan perusahaan dengan kepemilikan manajerial.

Hasil statistik deskriptif tersebut di atas secara lengkap dapat dilihat pada tabel 1.

Tabel 1. *Group Statistic*

	KPMLKN	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
DEBT_RAT	ada	213	0.5687	0.30705	0.02104
	tidak	194	0.6735	0.53881	0.03868
ROA	ada	213	0.0305	0.10073	0.00690
	tidak	194	0.0147	0.10221	0.00734
VALUE	ada	213	1.4608	2.27556	0.15592
	tidak	194	1.0561	1.49080	0.10703

Pengujian Hipotesis

Pengujian hipotesis menggunakan uji t untuk dua sample independent (*independent sample t test*). Dengan tingkat signifikansi (sig) 5%. Keputusan untuk menerima H_0 dilakukan jika nilai "sig" > 0,05, dan sebaliknya H_0 akan ditolak jika "sig" < 0,05 (Santoso 2001). Jika H_0 diterima berarti tidak terdapat perbedaan rata-rata kebijakan hutang, kinerja perusahaan dan nilai perusahaan tanpa kepemilikan manajerial dibanding dengan perusahaan dengan kepemilikan manajerial. Sedangkan H_0 ditolak berarti terdapat perbedaan rata-rata kebijakan hutang, kinerja perusahaan dan nilai perusahaan tanpa kepemilikan manajerial dibanding dengan perusahaan dengan kepemilikan manajerial. Pengujian dilakukan dengan media SPSS 11.5

Berikut ini hasil output SPSS 11.5 untuk uji t untuk dua sample independent:

Tabel 2. Ringkasan Hasil Uji Hipotesis

Variabel	Skor Sig.(2-tail)	Uji Hipotesis	Kesimpulan
Kebijakan Hutang	0,015	Ho ditolak	Rata-rata kebijakan hutang ada perbedaan
Kinerja Perusahaan	0,116	Ho diterima	Rata-rata kinerja perusahaan tidak ada perbedaan
Nilai Perusahaan	0,036	Ho ditolak	Rata-rata nilai perusahaan ada perbedaan

Dari tabel 2 tersebut di atas terlihat bahwa skor Sig. (2-tail) untuk kebijakan hutang (DEBT_RAT) adalah 0,015, kinerja perusahaan (ROA) adalah 0,116 dan nilai perusahaan (VALUE)

adalah 0,036. Hasil ini menunjukkan bahwa skor Sig. (2-tail) untuk kebijakan hutang (DEBT_RAT)

dan nilai perusahaan (VALUE) adalah dibawah 0,05 yang berarti H_0 ditolak sedangkan kinerja perusahaan (ROA) adalah diatas 0,05 yang berarti H_0 diterima. Hal ini berarti bahwa terdapat perbedaan kebijakan hutang dan nilai perusahaan antara perusahaan tanpa kepemilikan manajerial dibanding perusahaan dengan kepemilikan manajerial. Sedangkan untuk kinerja perusahaan tidak ada perbedaan antara perusahaan tanpa kepemilikan manajerial dibanding perusahaan dengan kepemilikan manajerial.

Analisis dan Pembahasan

Hasil pengolahan data pada penelitian ini membuktikan bahwa hipotesis terdapat perbedaan kebijakan hutang antara perusahaan tanpa kepemilikan manajerial dibanding dengan perusahaan dengan kepemilikan manajerial terbukti. Rata-rata skor variabel kebijakan hutang, perusahaan dengan kepemilikan manajerial dibanding dengan perusahaan tanpa kepemilikan manajerial menguatkan bukti bahwa seorang manajer sekaligus pemegang saham lebih berhati-hati dalam mengambil kebijakan hutang. Manajer tidak ingin perusahaan mengalami kesulitan keuangan atau bahkan kebangkrutan. Kesulitan keuangan atau kebangkrutan usaha akan merugikan ia baik sebagai manajer ataupun sebagai pemegang saham. Hal ini sejalan dengan penelitian Friend and Lang yang dikutip oleh Brailsford, yang menunjukkan bahwa cara untuk menurunkan resiko ini adalah dengan menurunkan tingkat *debt* yang dimiliki perusahaan (Brailsford 1999). *Debt* yang tinggi akan meningkatkan resiko kebangkrutan perusahaan, karena perusahaan akan mengalami *financial distress*. Karena itulah maka manajemen akan berusaha menekan jumlah *debt* serendah mungkin. Hasil penelitian ini memperkuat penelitian-penelitian sebelumnya tentang hubungan antara kepemilikan manajerial dengan *debt rasio* yaitu: Kim dan Sorensen (1986), Agrawal dan Mendelker (1987), Mehran (1998) dalam Wahidahwati (2002), Soliha dan Taswan (2002), Brailsford (1999), Moh'd, 1998 dalam Wahidahwati (2002), Wahidahwati, (2002), dan Mahadwartha (2003).

Hasil pengolahan data pada penelitian ini juga membuktikan bahwa hipotesis terdapat perbedaan kinerja perusahaan antara perusahaan tanpa kepemilikan manajerial dibanding perusahaan dengan kepemilikan manajerial tidak terbukti. Rata-rata kinerja perusahaan tanpa kepemilikan manajerial dibanding perusahaan dengan kepemilikan manajerial adalah sama saja meskipun rata-rata kinerja perusahaan yang dikelola manajer sekaligus pemegang saham lebih baik. Rasa memiliki manajer atas perusahaan sebagai pemegang saham tidak cukup mampu membuat perbedaan dalam pencapaian kinerja dibanding dengan manajer murni sebagai tenaga profesional yang digaji perusahaan. Faktor yang bisa diduga sebagai penyebab kesimpulan ini adalah kecilnya kepemilikan oleh manajer untuk perusahaan publik. Faktor ini tentunya perlu penelitian lebih lanjut. Hasil ini tidak mendukung penelitian Mudambi (1995), Kumar (2004), Coles (2002) yang menunjukkan bahwa kepemilikan saham oleh manajemen mempengaruhi kinerja perusahaan.

Hasil pengolahan data pada penelitian ini juga membuktikan bahwa hipotesis terdapat perbedaan nilai perusahaan antara perusahaan tanpa kepemilikan manajerial dibanding perusahaan dan kepemilikan manajerial terbukti. Nilai perusahaan tanpa kepemilikan manajerial dibanding perusahaan dengan kepemilikan manajerial terbukti berbeda. Bahkan rata-rata nilai perusahaan dengan kepemilikan manajerial lebih baik dibanding dengan rata nilai perusahaan tanpa kepemilikan manajerial. Manajer yang sekaligus pemegang saham terbukti akan meningkatkan nilai perusahaan. Dengan meningkatnya nilai perusahaan maka nilai kekayaannya sebagai individu pemegang saham akan ikut meningkat pula. Hasil penelitian ini mendukung hasil penelitian Soliha dan Taswan (2002) yang menemukan hubungan yang signifikan dan positif antara kepemilikan manajerial dengan nilai perusahaan.

KESIMPULAN DAN SARAN

Penelitian ini membuktikan bahwa terdapat perbedaan kebijakan hutang dan nilai perusahaan antara perusahaan tanpa kepemilikan manajerial dibanding perusahaan dengan kepemilikan manajerial. Rata-rata skor variabel kebijakan hutang perusahaan dengan kepemilikan manajerial dibanding perusahaan tanpa kepemilikan manajerial menguatkan bukti bahwa seorang manajer sekaligus pemegang saham lebih berhati-hati dalam mengambil kebijakan hutang. Nilai perusahaan tanpa kepemilikan manajerial dibanding perusahaan dengan kepemilikan manajerial terbukti berbeda, bahkan rata-rata nilai perusahaan dengan kepemilikan manajerial lebih baik dibanding dengan rata-rata nilai perusahaan tanpa kepemilikan manajerial.

Sedangkan hipotesis tentang perbedaan kinerja perusahaan antara perusahaan tanpa kepemilikan manajerial dibanding dengan perusahaan dengan kepemilikan manajerial tidak terbukti. Rata-rata kinerja perusahaan tanpa kepemilikan manajerial dibanding dengan perusahaan dengan kepemilikan manajerial adalah sama saja mes-

kipun rata-rata kinerja perusahaan yang dikelola manajer sekaligus pemegang saham lebih baik.

Hasil penelitian ini dapat menjadi bahan referensi bagi penelitian lain terkait dengan kepemilikan manajerial. Penelitian ini mendukung dan dapat dijadikan dasar bagi penelitian tentang hubungan atau pengaruh antara kepemilikan manajerial terhadap kebijakan hutang dan nilai perusahaan. Selain itu bagi pengguna laporan keuangan, khususnya investor dan kreditor, penelitian ini dapat dimanfaatkan sebagai acuan untuk melihat bahwa antara perusahaan yang dikelola oleh manajer yang sekaligus pemilik dengan yang tidak adalah berbeda dalam hal kehati-hatian keputusan pendanaan dan meningkatkan nilai perusahaan. Sehingga hasil penelitian ini dapat dijadikan dasar untuk memberikan opsi saham bagi manajer.

DAFTAR PUSTAKA

- Brailsford, Timothy J., Barry R. Oliver, Sandra L. H. Pua, 1999, "Theory and Evidence on the Relationship between Ownership Structure and Capital Structure", <http://ssrn.com/abstract=181888>.
- Coles, Jeffrey L., Mechaell. Lemmon and J. Felix Meschke, 2002, "Structural Model and Endogeneity in Corporate Finance: The Link Between Managerial Ownership and Corporate Performance", <http://ssrn.com/abstract=423510>.
- Foster, George. 1986, *Financial Statement Analysis*, 2nd Edition, Prenticehall International, New Jersey
- Kumar, Jayesh. 2004, "Agency Theory and Firm Value in India", <http://ssrn.com/abstract=501802>.
- Lasfer, Meziane and Faccio, Mara, 1999, "Managerial Ownership, Board Structure and Firm Value: The UK Evidence", <http://ssrn.com/abstract=179008>.
- Mahadwartha, Putu Anom, 2003, "Predictability Power of Dividend Policy and Leverage Policy to Managerial Ownership in Indonesia: An Agency Theory Perspective", <http://ssrn.com/abstract=637582>.
- Mudambi, Ram and Carmela Nicosia, 1995, "Ownership Structure and Firm Performance: Evidence from the UK Financial Service Industry", <http://ssrn.com/abstract=295575>.
- Schroeder, Richard G., Myrtle W. Clark, Jack M. Cathey, 2001, *Accounting Theory and Analysis-Text Cases and Readings*, 7th Edition, John Wiley & Sons, Inc, New York.
- Solihah, Euis, Taswan, September 2002, "Pengaruh Kebijakan Hutang terhadap Nilai Perusahaan serta Beberapa Faktor yang Mempengaruhinya", *Jurnal Bisnis dan Ekonomi*, STIE STIKUBANK, Semarang.
- Santoso, Singgih, 2001, *SPSS-Statistik Parametrik*, Elek Media Komindo, Kelompok Gramedia, Jakarta.
- Wahidahwati, Januari 2002, "Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Institutional pada Kebijakan Hutang Perusahaan: Sebuah Perspektif Theory Agency", *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, Vol. 5, No. 1, Ikatan Akuntan Indonesia-Kompartemen Akuntan Pendidik, Yogyakarta.