

PENGARUH KEPEMILIKAN MANAJERIAL DAN KEPEMILIKAN INSTITUSIONAL TERHADAP KINERJA KEUANGAN DENGAN KEBIJAKAN UTANG SEBAGAI VARIABEL MEDIASI

Niken Dewi Mandarsari

E-mail: nikenndewi@gmail.com

ABSTRACT

Agency problems can trigger an increase in agency costs which will later cause a decrease in financial performance. Bathala et al. (1994) states that there are a number of efforts to limit agency disputes, for example by increasing managerial and institutional stock ownership in companies so as to improve financial performance. This study aims to examine the effect of managerial ownership, pressure-resistant institutional ownership and pressure-sensitive institutional ownership on financial performance by using debt policy as a mediating variable. Debt policy is measured using Debt to Equity Ratio (DER) and financial performance is measured using Return on Equity (ROE). The sample of this study was taken from companies listed on the Indonesia Stock Exchange in 2014-2018. The sample selection uses a purposive sampling method. Data analysis was performed using the Structural Equation Model. The results showed that managerial ownership had a significant positive effect on debt policy, while pressure-resistant institutional ownership and pressure-sensitive institutional ownership had no effect on debt policy. On the other hand, debt policy, pressure-resistant institutional ownership and pressure-sensitive institutional ownership have a significant positive effect on financial performance but managerial ownership has no effect on financial performance. Thus, it can be concluded that debt policy can mediate the effect of managerial ownership on financial performance but cannot mediate the effect of pressure-resistant institu-

tional ownership and pressure-sensitive institutional ownership on financial performance.

Keywords: managerial ownership, institutional ownership, debt policy, financial performance

JEL Classification: G32, L25

PENDAHULUAN

Masyarakat diuntungkan dengan menjamurnya bermacam perusahaan di berbagai bidang usaha. Selain segala kebutuhan dapat terpenuhi karena sudah terdianya bermacam-macam produk, masyarakat juga menjadi lebih bebas memilih merek yang diinginkan saat melakukan pembelian produk. Keadaan tersebut menimbulkan persaingan yang sangat ketat. Setiap perusahaan berkompetisi dalam menaikkan kualitas dan citra perusahaan demi menjaga eksistensi dalam pasar dan mampu menarik atensi konsumen. Beragam daya upaya dilakukan dalam rangka mengembangkan perusahaan supaya menjadi perusahaan paling unggul.

Seiring dengan berkembangnya sebuah industri maka pemilik membutuhkan agen yang dapat dipercaya untuk bertanggungjawab mengendalikan perusahaan. Pendelegasian wewenang oleh pemilik kepada agen atau manajer bertujuan untuk menciptakan kinerja keuangan positif serta adanya peningkatan laba. Pemilik mengkontrak manajemen untuk mengelola

perusahaan dengan harapan manajemen memiliki tujuan yang sama dengan pemilik yaitu memprioritaskan kepentingan pemegang saham.

Namun, pemisahan antara pemilik dengan agen ternyata dapat menimbulkan ketidakselarasan keinginan pemegang saham dengan manajemen karena manajemen memiliki kepentingan pribadi. Informasi yang dimiliki oleh manajemen tentang perusahaan jauh lebih banyak daripada informasi yang diketahui oleh pemegang saham sehingga manajemen dapat cenderung mengambil kebijakan yang menguntungkan dirinya. Hal-hal yang dilakukan manajer dalam rangka menguntungkan dirinya tersebut dapat berdampak pada menurunnya keuntungan yang diterima (Brigham & Houston, 2009) dan nantinya dapat merugikan para pemegang saham. Menurut Chen *et al.* (2008), konflik keagenan rentan terjadi pada perusahaan yang fungsi pengelolaan dan fungsi kepemilikannya dipisah. Besarnya konflik keagenan sendiri bervariasi antarperusahaan, tergantung pada keinginan manajer.

Kasus yang pernah terjadi salah satunya adalah kasus suap PT. Krakatau Steel (Persero). Direktur Teknologi & Produksi PT. Krakatau Steel terjerang operasi tangkap tangan KPK. Kejadian tersebut berdampak pada penurunan harga saham perusahaan pada keesokan harinya sebanyak 2,89% dari harga pembukaan Rp480 per saham menuju ke level Rp470 tiap lembarnya (Cnn indonesia, 2019). Menurunnya harga saham mengakibatkan pemegang saham merasa dirugikan.

Masalah keagenan dapat memicu peningkatan biaya keagenan yang nantinya menyebabkan penurunan pada kinerja keuangan. Bathala *et al.* (1994) menyebutkan bahwa ada sejumlah upaya untuk membatasi perselisihan keagenan, misalnya dengan menambah kepemilikan saham manajerial dan institusional di perusahaan. Keterlibatan manajemen dan intitusi dalam kepemilikan perusahaan diharapkan dapat menjadi salah satu jalan keluar atas permasalahan keagenan yang disebabkan oleh terpisahnya fungsi tata kelola dengan kepemilikan perusahaan.

Apabila manajer mempunyai saham perusahaan maka kepentingan manajer menjadi sejajar dengan para pemegang saham. Manajer dapat langsung menikmati faedah dari setiap kebijakan yang dibuat serta merasakan dampak dari kebijakan yang keliru. Sebagai akibatnya, manajemen akan lebih memperhitungkan

dan mempertimbangkan segala keputusannya dalam rangka mewujudkan kinerja keuangan dalam kondisi baik.

Berkaitan dengan kepemilikan institusional, banyak yang beranggapan bahwa beranggapan jika kepemilikan dari investor institusional meningkat maka pengawasan eksternal terhadap kinerja manajer juga akan meningkat. Lin dan Fu (2017) mengatakan bahwa masalah keagenan dan asimetri informasi dapat berkurang dan kinerja perusahaan akan meningkat apabila investor institusional bersungguh-sungguh dalam memonitor perusahaan. Investor institusional memiliki motivasi dan niat untuk memantau manajer demi melindungi kepentingannya dengan harapan agar kinerja manajemen semakin membaik dan lebih berhati-hati dalam menentukan kebijakan-kebijakan perusahaan. Manipulasi keuangan oleh manajer juga dapat terminimalkan dengan adanya sistem pengawasan (*monitoring*).

Hal penting yang tidak terlepas dari perusahaan adalah pendanaan. Ketika perusahaan membutuhkan dana maka perusahaan akan menyusun tahapan-tahapan pendanaan. Menurut teori *pecking order*, perusahaan akan memprioritaskan pendanaan internal dahulu, seperti penggunaan laba ditahan. Kemudian pilihan selanjutnya adalah pendanaan eksternal dengan berutang. Selanjutnya, penerbitan saham baru menjadi pilihan terakhir dalam urutan pencarian dana. Dalam tahapan menggunakan dana eksternal berupa utang, manajer sebagai orang yang membuat keputusan dalam pendanaan perlu diawasi agar tidak salah langkah dalam membuat keputusan yang dapat merugikan pemilik saham. Dengan adanya pemilik institusional yang memonitor maka diharapkan manajer dapat membuat kebijakan yang terbaik. Adapun ketika manajer juga memiliki posisi sebagai pemilik saham maka manajer semakin bijak dalam mengambil keputusan untuk berutang. Mengingat perusahaan akan menanggung bunga dan adanya risiko ketidakmampuan perusahaan dalam melunasi utang-utangnya.

Beberapa peneliti telah membahas pengaruh kepemilikan institusional terhadap kinerja keuangan perusahaan. Namun masih ditemukan adanya perbedaan pandangan mengenai pengaruh keterlibatan kepemilikan institusional di perusahaan. Yang pertama yaitu pandangan “pemantau aktif” “, investor institusional harus dapat mengawasi dan memantau perusahaan

yang berinvestasi, mengurangi asimetri informasi, menurunkan masalah keagenan dan memaksimalkan nilai pemegang saham berdasarkan keterampilan manajerial mereka yang unggul dan sumber daya yang substansial. Selain itu, investor institusional ini dapat menggunakan hak kepemilikan mereka untuk menekan manajer untuk meningkatkan tata kelola perusahaan (Shleifer & Vishny, 1986; Panda & Leepsa, 2019). Pandangan sebaliknya, pandangan “pemantauan pasif” menunjukkan bahwa investor institusional hanya bertindak sebagai monitor pasif dan tidak melakukan intervensi dalam manajemen, memperdagangkan saham untuk mendapatkan keuntungan perdagangan jangka pendek spekulatif berdasarkan keunggulan informasi (David & Kochhar, 1996; Panda & Leepsa, 2019). Adapula pandangan “eksploitasi”, yaitu investor institusional dianggap bekerja sama dengan manajer perusahaan untuk mengeksploitasi pemegang saham kecil yang tersebar. Secara khusus, mereka dapat memilih untuk mengabaikan penipuan manajemen jika mereka dapat mengambil manfaat dari konsekuensinya (Panda & Leepsa, 2019). Pada penelitian ini, kepemilikan institusional dipisah menjadi dua seperti yang dilakukan oleh Pound (1988) dan Bhattacharya & Graham (2007). Mereka membagi kepemilikan institusional menjadi kepemilikan institusional yang *pressure-sensitive* serta kepemilikan institusional yang *pressure-resistant*.

Kepemilikan institusional yang *pressure-resistant* adalah kepemilikan saham oleh institusi yang independen dan aktif berpartisipasi dalam tata kelola perusahaan (Brickley, *et al.*, 1988). Mereka hanya memiliki hubungan sebatas hubungan investasi saja, tidak lebih. Pound (1988) mengatakan bahwa investor yang *pressure-resistant* termasuk dalam hipotesis pemantau aktif, mereka mempunyai kemampuan untuk memantau manajemen perusahaan. Sedangkan kepemilikan institusional yang *pressure-sensitive* adalah kepemilikan saham oleh institusi yang seringkali memiliki hubungan bisnis dengan perusahaan sehingga mereka cenderung hanya menerima keputusan manajemen demi untuk melindungi hubungan bisnis mereka dan tidak bertindak terlalu aktif.

Penelitian ini menggunakan kebijakan utang sebagai variabel mediasi karena dianggap dapat memberikan pengaruh secara tidak langsung antara kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional dengan

kinerja perusahaan. Seiring dengan meningkatnya persentase kepemilikan, secara otomatis para investor akan lebih peduli terhadap kebijakan-kebijakan yang diambil oleh perusahaan yang dimilikinya. Salah satunya terhadap kebijakan utang, yang nantinya kebijakan utang tersebut akan memberi dampak terhadap kinerja keuangan perusahaan.

Penelitian ini dilakukan untuk menguji pengaruh kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional yang *pressure-resistant* dan kepemilikan institusional yang *pressure-sensitive* terhadap kebijakan utang dan kinerja keuangan perusahaan. Selain itu, penelitian ini juga menguji pengaruh kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional yang *pressure-resistant* dan kepemilikan institusional yang *pressure-sensitive* terhadap kinerja keuangan perusahaan melalui kebijakan utang sebagai variabel mediasi.

MATERI DAN METODE PENELITIAN

Teori Agensi

Teori agensi sering digunakan menjadi teori dasar dalam kegiatan bisnis perusahaan. Awal mula teori agensi disampaikan oleh Jensen & Meckling (1976). Hubungan keagenan didefinisikan oleh teori ini sebagai hubungan kontrak antara agen dan pemilik. Agen atau manajemen merupakan pihak yang direkrut dan diberi wewenang oleh pemilik atau pemegang saham untuk mewakili mereka dalam bekerja mengelola perusahaan. Dengan diteruskannya kuasa kepada manajemen maka terjadi pemisahan antara fungsi pengelolaan dan kepemilikan, hal tersebut dapat menimbulkan masalah keagenan (Jensen & Meckling, 1976). Manajer & pemegang saham masing-masing mempunyai tujuan yang berbeda. Dalam teori agensi diasumsikan bahwa masing-masing individu akan mengedepankan kepentingan dirinya sendiri sehingga menimbulkan konflik kepentingan antara pemilik dan agen. Pemegang saham mengharapkan *return* yang cepat dan besar dari investasinya. Di lain pihak, manajer mengharapkan kompensasi besar untuk kinerjanya dalam mengelola perusahaan.

Untuk meminimalkan masalah keagenan, perusahaan perlu untuk mengeluarkan biaya agensi. Yang termasuk sebagai biaya agensi yaitu biaya pengawas, insentif untuk manajer (dalam bentuk uang atau saham bonus) dan kontrak khusus. Berle dan Means (1932)

menyatakan bahwa rendahnya pengawasan pemegang saham kepada manajemen akan berdampak pada penggunaan aset perusahaan oleh manajer dalam rangka memenuhi kepentingan pribadinya, bukan dalam rangka memaksimalkan keuntungan pemegang saham. Oleh karena itu, pengawasan menjadi hal yang penting. Dengan adanya kepemilikan institusional yang bertindak memonitor manajemen, diharapkan konflik keagenan akan menjadi berkurang. Selain itu, dalam rangka mengurangi konflik keagenan diperlukan penyatuan tujuan manajemen dan pemegang saham, salah satunya dengan cara menjadikan manajemen sebagai pemegang saham.

Teori Pecking Order

Teori *pecking order* yang diperkenalkan oleh Myers & Majluf (1984) konsepnya adalah berhubungan dengan pemilihan pendanaan berdasarkan risiko. Dalam teori ini dijelaskan mengenai tahapan-tahapan perusahaan dalam melakukan pendanaan yang meliputi berikut ini 1) Menggunakan pendanaan berasal dari internal berupa laba ditahan perusahaan; 2) Setelah dilakukan pendanaan internal dan dirasa masih kurang maka perusahaan melakukan pendanaan dari eksternal berupa utang terlebih dahulu; 3) Ketika penggunaan utang telah dilakukan namun dirasa kurang juga, maka perusahaan akan melakukan penerbitan saham baru sebagai pilihan berikutnya.

Perusahaan lebih mengutamakan *internal financing* dan berutang daripada penerbitan saham karena manajer khawatir bila investor mengartikan kebijakan penerbitan saham tersebut sebagai berita negatif yang mengakibatkan penurunan harga saham.

Kepemilikan Manajerial

Christiawan & Tarigan (2007) mendefinisikan kepemilikan manajerial sebagai keadaan ketika manajer mempunyai saham perusahaan. Artinya, manajer tidak hanya sebagai agen yang bekerja namun juga menjadi pemegang saham di perusahaan. Jensen & Murphy (1990) mengatakan bahwa salah satu bentuk insentif yang diberikan kepada manajemen berupa saham. Lebih jauh, Kay (1992) menyebutkan bahwa manajer yang juga sebagai pemilik saham perusahaan akan mempunyai kinerja yang lebih baik ketika dibandingkan dengan mereka yang tidak sebagai pemilik saham perusahaan.

Ketika manajer bekerja sebagai agen (bukan sebagai pemilik) maka dalam mengelola perusahaan manajer tersebut akan berusaha memaksimalkan dan lebih mengedepankan kepentingan pribadinya dibandingkan kepentingan para pemegang saham sehingga rawan terjadi konflik keagenan. Ketika perusahaan memiliki manajer yang juga sebagai pemegang saham maka dapat terbentuk keselarasan tujuan karena manajer menyejajarkan kepentingan dirinya selaku manajer sekaligus kepentingannya selaku pemilik saham.

Kepemilikan Institusional

Tarjo (2008) mendefinisikan kepemilikan institusional sebagai kepemilikan saham perusahaan oleh lembaga maupun institusi semacam bank, asuransi, perusahaan investasi dan institusi lain. Kepemilikan institusional merupakan salah satu struktur kepemilikan yang dianggap bisa menjadi jalan keluar dalam meminimalkan masalah keagenan. Melalui pemilik saham institusi, perusahaan bisa lebih diawasi.

Perusahaan yang kepemilikan sahamnya didominasi oleh investor institusional akan lebih efektif dalam pengawasan terhadap aktivitas manajemen karena investor institusional tidak ingin dirugikan setelah menanamkan dana yang cukup besar. Ambisi mereka untuk mengoptimalkan kinerja keuangan akan semakin tinggi seiring dengan banyaknya jumlah investasi yang ditanamkan. Lestari (2017) menyebutkan bahwa institusi mampu menguji keandalan informasi karena mereka memiliki profesionalisme dalam menganalisis informasi. Selain itu, institusi juga memiliki dorongan yang kuat untuk melakukan pemantauan terhadap kegiatan perusahaan. Namun faktanya tidak semua institusi mengambil peran yang sama dalam memantau manajer sehingga munculah pandangan berbeda mengenai kepemilikan institusional.

Pandangan yang pertama yaitu pandangan bahwa investor institusional akan bertindak sebagai pemantau aktif (Shleifer & Vishny, 1986; Panda & Leepsa, 2019). Ketika investor institusional dipandang sebagai pemantau aktif, mereka dianggap sebagai pemegang saham dengan kemampuan yang baik dalam mengawasi dan memonitor perusahaan. Selain itu, kehadiran investor institusional juga dirasa mampu meminimalkan asimetri informasi, menurunkan masalah keagenan dan memaksimalkan nilai pemegang saham berdasarkan keterampilan manajerial

mereka yang unggul dan sumber daya yang substansial, serta dapat menggunakan hak kepemilikan mereka untuk menekan manajer agar meningkatkan tata kelola perusahaan.

Pandangan berikutnya yaitu pandangan bahwa investor insitusional merupakan pemantau pasif. Ketika investor institusional dipandang sebagai pemantau pasif maka investor institusional dianggap sebagai pihak yang tidak terlalu ikut campur dalam urusan perusahaan dan cenderung tidak melakukan intervensi kepada manajemen. Biasanya mereka memperdagangkan saham untuk mendapatkan keuntungan jangka pendek berdasarkan keunggulan informasi yang mereka miliki (David & Kochhar, 1996; Panda & Leepsa, 2019).

Adapula pandangan “eksploitasi”, yaitu investor institusional dianggap akan melakukan kerja sama dengan manajer perusahaan untuk mengeksploitasi pemegang saham kecil yang tersebar. Mereka memilih untuk tidak mempedulikan kecurangan yang dilakukan oleh manajemen selama mereka dapat mengambil manfaat dari hal tersebut tanpa memikirkan dampak yang akan diterima oleh pemegang saham lain. (Panda & Leepsa, 2019)

Penelitian Brickley *et al.* (1988) dan Pound (1988) memisahkan kepemilikan institusional menjadi kepemilikan institusional yang *pressure-resistant* dan yang *pressure-sensitive*. Bhattacharya dan Graham (2007) menjelaskan bahwa investor institusi yang *pressure-resistant* adalah investor institusi yang hanya memiliki hubungan investasi dengan perusahaan tempat mereka menanam saham. Mereka memiliki posisi yang lebih mandiri di perusahaan tersebut. Investor institusi yang *pressure-resistant* termasuk di dalamnya yaitu reksa dana, modal ventura dan ekuitas swasta (Panda & Leepsa, 2019). Sedangkan investor institusi yang *pressure-sensitive* cenderung memiliki hubungan investasi sekaligus hubungan bisnis dengan perusahaan tempat mereka memiliki saham sehingga cenderung mempertahankan investasi dan hubungan bisnis dengan perusahaan. Asuransi, bank, dan perwalian non-bank digolongkan sebagai kelompok investor institusi yang *pressure-sensitive*, seperti yang dikemukakan oleh Panda & Leepsa (2019).

Kebijakan Utang

Salah satu penyebab konflik keagenan antara pemegang saham dengan manajer adalah ketika pembuatan

keputusan pendanaan. Manajemen memiliki pilihan dalam menentukan sumber dana, baik dari dana internal, dana eksternal seperti utang, maupun penerbitan saham.

Utang termasuk sumber dana dari luar perusahaan yang dimanfaatkan untuk mendanai kebutuhan perusahaan. Menurut PSAK 57, liabilitas atau utang dapat didefinisikan sebagai kewajiban kini entitas yang timbul dari peristiwa masa lalu yang penyelesaiannya dapat mengakibatkan arus keluar sumberdaya entitas yang mengandung manfaat ekonomi (Ikatan Akuntan Indonesia, 2009). Sedangkan kebijakan utang adalah keputusan perusahaan untuk mendanai operasi dengan berutang, biasa disebut *financial leverage* (Brigham & Houston, 2009).

Dengan semakin tingginya utang perusahaan maka risiko akan semakin meningkat. Perusahaan akan kesulitan menutup biaya bunga ketika kondisi perusahaan tidak cukup baik. Hal itu menyebabkan pendapatan operasi menjadi rendah, dalam kondisi ekstrim perusahaan dapat mengalami kebangkrutan.

Kinerja Keuangan

Kinerja keuangan merupakan representasi mengenai keadaan keuangan perusahaan yang dianalisa menggunakan alat-alat analisa keuangan. Biasanya kinerja keuangan digunakan untuk memeriksa sejauh mana sebuah perusahaan telah menjalankan tanggungjawab untuk mencapai tujuannya dengan mengikuti aturan-aturan pelaksanaan keuangan secara baik dan benar. Selain itu, kinerja keuangan dapat menunjukkan tingkat keefektifan dan keefisienan sebuah organisasi sehingga investor dapat menilai baik buruknya kondisi perusahaan tersebut.

Rudianto (2013) mendefinisikan kinerja keuangan sebagai pencapaian manajemen perusahaan atas keefektifannya dalam mengelola aset pada periode tertentu. Lebih jauh, Kristiana (2014) menyebutkan bahwa kinerja keuangan berfungsi untuk menilai keefektifan manajer dalam rangka menjalankan kegiatan operasional, meningkatkan nilai, dan juga memberikan keuntungan untuk pemegang saham.

Investor menggunakan informasi kinerja keuangan untuk mempertimbangkan antara mereka tetap bertahan di investasi yang dimiliki saat ini atau mencari pilihan lain yang dirasa lebih menguntungkan. Sedangkan bagi perusahaan, mereka menggunakan informasi

kinerja keuangan untuk 1) Mengukur pencapaian yang berhasil diraih perusahaan; 2) Digunakan sebagai petunjuk dalam membuat kebijakan; 3) Menentukan langkah serta strategi yang akan diambil perusahaan untuk masa mendatang.

Pengaruh Kepemilikan Manajerial terhadap Kebijakan Utang

Kepemilikan saham oleh manajemen membuat kepentingan *insider* setara dengan pihak eksternal. Hal tersebut dikarenakan manajemen berperan pula sebagai pemegang saham yang ikut menanggung konsekuensi dari setiap kebijakan yang diambil. Salah satunya adalah mengambil keputusan dalam kebijakan utang. Manajemen akan menghindari perilaku *opportunistic* dan lebih memilih untuk berhati-hati dalam membuat kebijakan utang.

Kohardinata dan Herdinata (2013) menjelaskan mengenai keputusan manajemen untuk membiayai investasi dengan modal sendiri dipicu oleh persentase kepemilikan saham manajemen yang tinggi. Menurut mereka, investasi yang dibiayai dengan modal sendiri mempunyai risiko keuangan lebih kecil daripada dibiayai dengan utang. Perusahaan tidak perlu membayar bunga ketika membiayai investasi dengan modal sendiri. Sedangkan ketika berutang, munculah kewajiban perusahaan membayar bunga kepada kreditur.

Apabila tingkat utang terlalu tinggi maka akan ada kemungkinan perusahaan tidak mampu untuk melunasi utang. Tingginya kepemilikan saham manajerial mendorong manajemen dalam mengurangi risiko kehilangan kekayaan, salah satunya dengan menurunkan tingkat utang agar risiko berkurang. Hal ini mengacu pada teori *pecking order* bahwa pendanaan internal lebih disukai dibandingkan dengan berutang. Didukung dengan penelitian Sienatra et al. (2015) menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial memiliki pengaruh negatif terhadap kebijakan utang. Meski demikian, terdapat juga penelitian yang menyatakan bahwa kepemilikan manajerial justru mempunyai pengaruh positif terhadap kebijakan utang. Seperti penelitian Artini & Diantini (2014) yang menunjukkan bahwa semakin tinggi kepemilikan manajemen maka semakin tinggi pula jumlah utang. Lain hal dengan penelitian Yulia & Nurhaida (2015), Susilawati et al. (2012) dan Djabid (2009) yang justru tidak menemukan adanya pengaruh kepemilikan manajerial terhadap kebijakan

utang. Hipotesis yang dimunculkan dalam penelitian ini adalah:

H1: Kepemilikan manajerial berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan utang

Pengaruh Kepemilikan Institusional Terhadap Kebijakan Utang

Lee (2008) menyatakan di penelitiannya bahwa institusi mempunyai pengalaman dan kemampuan cukup baik dalam hal bisnis dan keuangan sehingga lebih mampu mengendalikan kebijakan manajemen, salah satunya dalam hal kebijakan utang. Dengan adanya investor institusional yang memonitor secara efektif kinerja manajemen maka utang dapat berkurang, manajemen lebih berhati-hati mengambil keputusan untuk mendapatkan pinjaman.

Selain itu, peningkatan investor institusional menjadi pilihan yang baik untuk menggantikan peran utang guna mengurangi masalah keagenan. Beberapa pendapat mengatakan, kreditur dapat berperan sebagai pihak yang ikut mengawasi kegiatan-kegiatan perusahaan sehingga kerja manajer dapat lebih terkontrol. Namun perusahaan juga berhadapan dengan risiko yang ditimbulkan dari utang itu sendiri yaitu kewajiban dalam membayar bunga. Dengan adanya investor institusional, peran kreditur dalam hal memonitor digantikan oleh institusi sehingga utang dapat semakin diturunkan.

Tingginya nilai utang dapat menyebabkan perusahaan gagal dalam membayar. Ketika perusahaan tak sanggup menutup utangnya tersebut maka likuiditas perusahaan akan terancam dan berdampak pada kehancuran perusahaan. Hal tersebut membuat institusi terus melakukan pemantauan agar utang berada dalam tingkat yang rendah dan mengutamakan pendanaan internal dibandingkan dengan berutang. Seperti yang dijelaskan pada teori *pecking order*. Hal tersebut sejalan dengan penelitian Susilawati et al. (2012) dan Sienatra et al. (2015) yang menemukan adanya pengaruh negatif kepemilikan institusional terhadap kebijakan utang perusahaan. Hasil penelitian tersebut didukung juga oleh penelitian Artini & Diantini (2014) yang menyatakan bahwa pengaruhnya negatif signifikan. Namun hasil yang berbeda terdapat dalam penelitian Djabid (2009) yang justru tidak menemukan pengaruh antara kepemilikan institusional dengan kebijakan utang.

Perilaku institusi yang selalu aktif dan berperan biasanya ditunjukkan oleh institusi yang *pressure-resistant*. Karena bersifat independen maka mereka cenderung memantau perusahaan dan lebih bisa menentang manajemen serta mempengaruhi kebijakan-kebijakan manajemen. Investor yang *pressure-resistant* akan mengontrol kebijakan utang dalam perusahaan agar manajer berutang pada tingkat rendah guna mencegah peluang terjadinya *financial distress* serta risiko kebangkrutan. Sedangkan institusi yang *pressure-sensitive* dianggap cenderung bertindak secara pasif dan tidak terlalu ikut campur dalam keputusan manajemen sehingga pengaruh terhadap kebijakan utang tidak terlalu besar. Hipotesis yang dimunculkan dalam penelitian ini adalah:

H2a: Kepemilikan institusional yang *pressure-resistant* berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan utang

H2b: Kepemilikan institusional yang *pressure-sensitive* berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan utang

Pengaruh Kebijakan Utang Terhadap Kinerja Keuangan

Ketika perusahaan mengambil utang maka akan muncul bunga yang menjadi kewajiban perusahaan untuk dibayarkan. Semakin tinggi utang berarti semakin tinggi pula biaya bunga harus dipikul perusahaan. Bunga yang terlalu banyak dapat memberatkan, terlebih saat perusahaan kondisinya kurang baik. Hal tersebut dapat menimbulkan masalah yang nantinya berdampak pada menurunnya kinerja keuangan perusahaan.

Penelitian Prasetyo (2013) menyimpulkan bahwa kebijakan utang dengan kinerja memiliki hubungan yang negatif. Banyaknya utang yang dimiliki perusahaan akan meningkatkan risiko gagal bayar yang berdampak pada kebangkrutan perusahaan. Sedangkan Kristiana (2014) menyatakan bahwa dengan adanya utang, kinerja perusahaan semakin meningkat. Begitu juga dengan Wiranata & Nugrahanti (2013), mereka menemukan bahwa utang memiliki pengaruh positif yang signifikan terhadap kinerja perusahaan. Hipotesis yang dimunculkan dalam penelitian ini adalah:

H3: Kebijakan utang berpengaruh negatif terhadap kinerja keuangan perusahaan

Pengaruh Kepemilikan Manajerial terhadap ki-

nerja Keuangan

Huang *et al.* (2009) menjelaskan bahwa kepemilikan manajerial dapat mengambil peran dalam penurunan masalah keagenan. Dengan adanya kepemilikan saham perusahaan oleh manajemen, secara tidak langsung kekayaan pribadi manajer akan terikat dengan kekayaan perusahaan sehingga akan menempatkan posisi manajemen sejajar dengan para pemegang saham dan menjadikan tujuan manajemen sejalan dengan keinginan para pemegang saham.

Ross (1977) berpendapat bahwa kinerja manajemen akan cenderung meningkat seiring dengan makin besarnya kepemilikan manajemen di perusahaan. Peningkatan kinerja tidak lain demi kepentingan pemegang saham juga kepentingannya sendiri. Di dalam diri manajer akan timbul rasa memiliki perusahaan dan mereka akan merasa bukan hanya sebagai pegawai yang mendapatkan gaji semata. Kinerja perusahaan yang baik nantinya akan berimbas pada meningkatnya pembagian dividen ataupun kenaikan nilai saham. Manfaat tersebut akan dirasakan juga oleh manajer sehingga manajer termotivasi untuk bekerja semakin baik dalam meningkatkan kinerja keuangan perusahaan. Hermiyetti & Katlanis (2016) menghasilkan penelitian yang membuktikan tentang pengaruh positif kepemilikan manajerial terhadap kinerja keuangan. Sedangkan Puspitasari & Ernawati (2010) menemukan kepemilikan manajerial memiliki pengaruh positif tidak signifikan. Namun Kumaat (2013) menemukan pengaruh negatif kepemilikan manajerial terhadap kinerja keuangan. Lain hal dengan Wiranata & Nugrahanti (2013) yang menyebutkan bahwa kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap kinerja keuangan. Hipotesis yang dimunculkan dalam penelitian ini adalah:

H4: Kepemilikan manajerial berpengaruh positif signifikan terhadap kinerja keuangan

Pengaruh Kepemilikan Institusional Terhadap Kinerja Keuangan

Jumlah kepemilikan institusional biasanya lebih besar dibanding dengan investor individual. Hal tersebut menyebabkan institusi akan memonitor perusahaan yang didalamnya terdapat saham institusi dengan lebih optimal. Investor institusional juga memiliki kemampuan yang lebih baik dalam hal menganalisis laporan keuangan secara langsung sehingga kepemilikan

institusional menjadi mekanisme yang handal agar manajemen menjadi lebih hati-hati dalam memutuskan dan lebih termotivasi melakukan yang terbaik untuk perusahaan. Manfaat yang dirasakan dari terkontrolnya sebuah perusahaan adalah berkurangnya persoalan keagenan yang kelak berdampak pada meningkatnya kinerja keuangan.

Haryono *et al.* (2017) menjelaskan mengenai pengaruh positif kepemilikan institusional terhadap kinerja keuangan perusahaan. Menurutnya, untuk mendisiplinkan dan mendorong kinerja manajemen agar manajer cenderung terus melakukan peningkatan kesejahteraan pemegang saham secara keseluruhan ialah dengan adanya pengawasan efektif dari kepemilikan institusional. Pernyataan tersebut didukung oleh penelitian Prasetyo (2013) yang menemukan bahwa ada pengaruh positif kepemilikan institusional terhadap kinerja. Begitu juga dengan penelitian Maharani & Utami (2019) yang menyimpulkan bahwa kinerja perusahaan dipengaruhi positif oleh kepemilikan institusional. Nurkhin *et al.* (2017) mendapatkan bukti mengenai pengaruh positif signifikan kepemilikan institusional terhadap profitabilitas. Berbeda dengan temuan didapati oleh Aprianingsih & Yushita (2016) yang justru menyatakan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh negatif signifikan terhadap kinerja keuangan perusahaan. Lain hal dengan Wiranata & Nugrahanti (2013) yang tidak menemukan ada pengaruh kepemilikan institusional terhadap kinerja perusahaan. Kristiana (2014) juga menemukan kepemilikan institusional tidak berpengaruh signifikan terhadap kinerja keuangan perusahaan.

Menyadari bahwa peranan institusi yang *pressure-resistant* lebih aktif dan mandiri dibandingkan institusi yang *pressure-sensitive* yang posisinya kurang *independent* maka kepemilikan institusional yang *pressure-resistant* dianggap mempunyai pengaruh positif yang lebih besar terhadap kinerja keuangan. Panda & Leepsa (2019) menemukan pengaruh positif kepemilikan institusional yang *pressure-resistant* dan menemukan pengaruh negatif kepemilikan institusional yang *pressure-sensitive* terhadap kinerja keuangan perusahaan yang terdaftar di India. Meski kepemilikan institusional yang *pressure-sensitive* dianggap pasif dan tidak terlalu menentang keputusan manajer, namun sebagai institusi yang memiliki saham pada perusahaan mereka tetap menginginkan kinerja keuangan perusa-

haan yang baik dan menguntungkan. Penelitian Lin & Fu (2017) menemukan adanya pengaruh positif dari kedua kepemilikan institusional terhadap kinerja perusahaan. Hipotesis yang dimunculkan dalam penelitian ini adalah:

H5a: Kepemilikan institusional yang *pressure-resistant* berpengaruh positif signifikan terhadap kinerja keuangan perusahaan

H5b: Kepemilikan institusional yang *pressure-sensitive* berpengaruh positif signifikan terhadap kinerja keuangan perusahaan

Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional terhadap Kinerja Keuangan Perusahaan dengan Kebijakan Utang sebagai Variabel Mediasi

Kebijakan utang yang dibuat oleh perusahaan akan berdampak pada kinerja keuangan perusahaan. Semakin tinggi porsi utang yang diambil, menyebabkan perusahaan menjadi lebih terbebani dan nantinya dapat menurunkan kinerja keuangan.

Kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional dianggap mempunyai efek terhadap kebijakan utang. Dalam penelitian perbandingan yang dilakukan oleh Christiawan & Tarigan (2007), menghasilkan kesimpulan bahwa kebijakan utang yang diambil tanpa ada kepemilikan manajerial akan menghasilkan keputusan berbeda dengan perusahaan yang mempunyai kepemilikan manajerial. Penelitian Susilawati (2012) juga menemukan pengaruh negatif kepemilikan institusional terhadap kebijakan utang.

Maka dari itu, kebijakan utang dirasa dapat mediasi pengaruh kepemilikan institusional, baik yang *pressure-resistant* maupun yang *pressure-sensitive* dan kepemilikan manajerial terhadap kinerja keuangan perusahaan. Hipotesis yang dimunculkan dalam penelitian ini adalah:

H6: Kebijakan utang dapat memediasi pengaruh kepemilikan manajerial terhadap kinerja keuangan perusahaan

H7a: Kebijakan utang dapat memediasi pengaruh kepemilikan institusional yang *pressure-resistant* terhadap kinerja keuangan perusahaan

H7b: Kebijakan utang dapat memediasi pengaruh kepemilikan institusional yang *pressure-sensitive* terhadap kinerja keuangan perusahaan

Tabel 1
Variabel, Definisi Operasional dan Pengukuran

Variabel	Definisi Operasional	Pengukuran
Kepemilikan Manjerial	Variabel independen	x 100 %
Kepemilikan Institusional <i>pressure resistant</i>	Variabel independen	x 100 %
Kepemilikan Institusional <i>pressure sensitive</i>	Variabel independen	x 100 %
Kebijakan Utang	Variabel Mediasi	DER = x 100 %
Kinerja Keuangan	Variabel dependen	ROE = x 100 %

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Penelitian ini menggunakan sampel yang diambil dari perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama tahun 2014-2018. Jumlah observasi yang digunakan yaitu 35 observasi. Metode yang dipakai dalam pengambilan sampel penelitian ini adalah *purposive sampling*. Metode Analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah metode *Structural Equation Modeliing (SEM) PLS*.

Pengujian Hipotesis Pertama

Pengujian H_1 menunjukkan hasil nilai signifikansi *P-value* $\leq 0,01$ ($< 0,05$), nilai tersebut mengartikan bahwa kepemilikan manajerial mempengaruhi kebijakan utang secara signifikan namun dengan arah yang positif yang juga berarti bahwa kepemilikan manajerial justru dapat meningkatkan kebijakan utang. Hasil tersebut tidak selaras dengan H_1 yang menduga kepemilikan manajerial dapat menurunkan kebijakan utang dalam perusahaan sehingga H_1 dinyatakan ditolak.

Hasil pengujian hipotesis penelitian ini sesuai dengan hasil yang dikemukakan oleh Artini & Diantini (2014), kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap kebijakan utang. Hal ini berarti para manajer yang bertindak sebagai pemilik saham bukanlah penghindar risiko. Mungkin mereka berharap beban bunga yang berasal dari utang tersebut dapat digunakan untuk mengurangi pajak. Selain itu dengan semakin banyaknya jumlah kepemilikan mereka maka manajer menginginkan pengembalian yang besar pula sehingga mereka berusaha mengembangkan perusahaan dengan menambah jumlah modal dengan utang. Meskipun ada risiko yang terdapat dalam utang namun manajer tetap optimis bahwa dengan adanya kecukupan modal untuk

membayai segala kegiatan perusahaan akan membuat perusahaan berkembang lebih baik.

Pengujian Hipotesis Kedua

Hasil pengujian menunjukkan kepemilikan institusional tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan utang, baik kepemilikan institusional yang *pressure-resistant* maupun kepemilikan institusional yang *pressure-sensitive*. Kepemilikan institusional yang *pressure-resistant* dengan nilai signifikansi *P-value* 0,49 ($\geq 0,05$) dan kepemilikan institusional yang *pressure-sensitive* dengan nilai signifikansi *P-value* 0,43 ($\geq 0,05$). Hasil pengujian hipotesis tidak sesuai dengan hipotesis H_{2a} yang menduga bahwa dengan banyaknya jumlah kepemilikan institusional yang *pressure-resistant* dapat berpengaruh menurunkan kebijakan utang dalam perusahaan. Hal tersebut juga tidak sesuai dengan hipotesis H_{2b} . Oleh karena itu, H_{2a} dan H_{2b} ditolak.

Hasil uji hipotesis ini selaras dengan Djabid (2009) yang tidak menemukan pengaruh antara kepemilikan institusional dengan kebijakan utang. Bertentangan dengan penelitian Susilawati (2012) dan Sienatra et al. (2015) yang memperoleh hasil adanya pengaruh negatif kepemilikan institusional terhadap kebijakan utang. Utang adalah salah satu cara yang dirasa bisa dipakai guna mengurangi masalah keagenan, karena ada pihak kreditur sebagai pemantau. Dengan hadirnya kepemilikan institusional sebagai substitusi yang dianggap mampu menjadi pemonitor dan pengurang masalah keagenan, diharapkan peran utang menjadi lebih terminimalkan. Faktanya keberadaan investor institusional tidak terlalu berdampak pada keputusan berutang. Mereka tidak berfokus pada sumber dana perusahaan dalam memonitor. Hal tersebut dibuktikan dengan ditolaknya hipotesis penelitian.

Selain itu, kebijakan utang dapat dipengaruhi oleh variabel lain yang lebih berpengaruh daripada kepemilikan institusional.

Pengujian Hipotesis Ketiga

Hasil uji menunjukkan kebijakan utang berpengaruh positif signifikan terhadap kinerja keuangan dengan signifikansi $P\text{-value} \leq 0,01$ ($< 0,05$). Artinya, kebijakan utang dalam suatu perusahaan mempunyai pengaruh positif terhadap kinerja keuangan. Melihat hasil uji tersebut maka hipotesis ketiga H_3 ditolak. Berpengaruh positif berarti bahwa dengan tingginya tingkat utang yang diambil oleh perusahaan akan meningkatkan kinerja keuangan perusahaan.

Hasil uji hipotesis ini tidak sejalan dengan penelitian Prasetyo (2013), Singh (2013) dan Velnampy & Niresh (2012) yang menemukan kebijakan utang dan kinerja mempunyai hubungan yang negatif. Namun penelitian ini sejalan dengan penelitian Kristiana (2014) yang menemukan adanya peningkatan kinerja seiring dengan meningkatnya utang dikarenakan beban bunga yang ditimbulkan oleh utang dapat digunakan untuk mengurangi beban pajak sehingga kinerja keuangan perusahaan dapat lebih meningkat. Selain itu, meningkatnya jumlah utang berarti meningkat pula jumlah modal yang dimiliki oleh perusahaan, sehingga segala aktivitas perusahaan dapat berjalan lancar karena adanya kecukupan dana untuk membiayainya. Hal tersebut dapat menjadi penyebab meningkatkan kinerja perusahaan dan juga meningkatkan kinerja keuangan perusahaan.

Pengujian Hipotesis Keempat

Hasil uji keempat menunjukkan kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap kinerja keuangan dengan signifikansi $P\text{-value} 0,25$ ($\geq 0,05$). Artinya, kepemilikan manajerial dalam suatu perusahaan tidak memiliki pengaruh terhadap kinerja keuangan. Hasil pada penelitian ini tidak selaras dengan hipotesis yang diajukan. Harapannya, dengan bertambahnya kepemilikan oleh pihak manajer diduga akan mengurangi konflik kepentingan karena manajer juga bertindak sebagai pemilik saham. Kepemilikan manajerial yang semakin tinggi seharusnya dapat menjadikan manajer lebih peduli dengan kondisi perusahaan sebab segala hal yang terjadi pada perusahaan akan dirasakan dampaknya oleh manajer.

Hasil pada penelitian ini sesuai dengan temuan Wiranata & Nugrahanti (2013) yang mendapati kepemilikan manajerial tidak mempengaruhi kinerja keuangan. Menurut mereka rasa kepemilikan manajer sebagai pemegang saham belum cukup untuk menciptakan perubahan pada pencapaian kinerja keuangan. Nurkhin *et al.* (Nurkhin, et al., 2017) menambahkan bahwa tidak adanya pengaruh dari peningkatan kepemilikan manajerial terhadap kinerja keuangan disebabkan karena manajer juga manusia yang memiliki akal pikiran dan hati nurani. Mengikuti teori *stewardship*, manajemen akan tetap melakukan pekerjaannya dengan baik dan benar sesuai dengan yang diamanahkan kepada mereka dalam kondisi memiliki proporsi saham maupun tidak memiliki proporsi saham.

Pengujian Hipotesis Kelima

Hasil pengujian kelima menunjukkan bahwa kepemilikan institusional mempunyai pengaruh signifikan positif terhadap kinerja keuangan, baik kepemilikan institusional yang *pressure-resistant* maupun kepemilikan institusional yang *pressure-sensitive*. Kepemilikan institusional yang *pressure-resistant* dengan nilai signifikansi $P\text{-value} 0,01$ ($< 0,05$) dan kepemilikan institusional yang *pressure-sensitive* dengan nilai signifikansi $P\text{-value} < 0,01$ ($< 0,05$).

Hasil pengujian tersebut sesuai dengan hipotesis H_{5a} , yang menduga dengan semakin banyaknya jumlah kepemilikan institusional yang *pressure-resistant* dapat meningkatkan pengawasan terhadap perusahaan yang pada gilirannya mampu mengurangi konflik keagenan, dan berpengaruh dalam meningkatkan kinerja keuangan dalam perusahaan. Juga sesuai hipotesis H_{5b} yang menduga bahwa kepemilikan institusional yang *pressure-sensitive* tetap menginginkan perusahaan memiliki kinerja keuangan yang baik. Oleh karena itu, H_{5a} dan H_{5b} diterima.

Hasil uji hipotesis ini tidak sejalan dengan temuan Wiranata & Nugrahanti (2013) yang hasilnya adalah kepemilikan Institusional tidak mempengaruhi kinerja perusahaan. Hasil uji hipotesis ini didukung dengan temuan Lin & Fu (2017) yang menunjukkan bahwa kepemilikan institusional secara signifikan dan positif mempengaruhi kinerja perusahaan. Kepemilikan institusional diharap mampu menciptakan pengawasan yang lebih baik juga bermanfaat bagi tercapainya kinerja keuangan yang diharapkan. Hasil

penelitian ini menunjukkan bahwa kepemilikan institusional baik yang *pressure-resistant* maupun yang *pressure-sensitive* berperan efektif dalam memonitor perilaku manajemen dan mengurangi konflik keagenan sehingga kinerja keuangan dapat menjadi lebih baik seiring dengan peningkatan kepemilikannya.

Pengujian Hipotesis Keenam

Hasil uji H_1 menunjukkan ada pengaruh signifikan antara kepemilikan manajerial terhadap kebijakan utang. Hasil uji hipotesis H_4 menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial mempunyai pengaruh signifikan terhadap kinerja keuangan. Hal tersebut mengindikasikan bahwa kebijakan utang dapat memediasi secara signifikan antara variabel kepemilikan manajerial terhadap kinerja keuangan dengan signifikansi *P-value* 0,01 ($< 0,05$), meskipun arah signifikansinya bertolak belakang dengan hipotesis yang diajukan. Oleh karena itu, hipotesis H_6 diterima.

Pada penelitian ini dapat diartikan bahwa kehadiran manajer sebagai pemilik saham akan membuat manajer berusaha membiayai investasi dengan berutang, hal tersebut akan meningkatkan jumlah utang perusahaan. Kemudian, peningkatan utang pada perusahaan akan menyebabkan meningkatnya beban bunga yang dapat digunakan untuk mengurangi pajak perusahaan. Dengan jumlah modal yang tinggi, perusahaan dapat lebih mudah untuk membiayai segala aktivitas termasuk aktivitas untuk mengembangkan perusahaan yang nantinya akan meningkatkan kinerja keuangan.

Pengujian Hipotesis Ketujuh

Hasil uji hipotesis H_2 menunjukkan kepemilikan institusional yang *pressure-resistant* maupun kepemilikan institusional yang *pressure-sensitive* tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan utang. Hasil uji hipotesis H_5 memperlihatkan bahwa kepemilikan institusional yang *pressure-resistant* maupun kepemilikan institusional yang *pressure-sensitive* sama-sama memiliki pengaruh signifikan pada kinerja keuangan. Hasil uji hipotesis H_3 memperlihatkan pengaruh yang signifikan antara kebijakan utang terhadap kinerja keuangan. Pengaruh tidak langsung kepemilikan institusional yang *pressure-resistant* maupun kepemilikan institusional yang *pressure-sensitive* terhadap kinerja keuangan melalui kebijakan utang tidak terbukti. Meskipun H_3 dan H_5 berpengaruh signifikan, namun uji hipotesis

kedua menunjukkan tidak adanya pengaruh antara kepemilikan institusional yang *pressure-resistant* ataupun kepemilikan institusional yang *pressure-sensitive* terhadap kebijakan utang. Dengan nilai signifikansi *P-value* 0,492 ($\geq 0,05$) dan 0,461 ($\geq 0,05$), bisa disimpulkan bahwa kebijakan utang tak mampu memediasi antara variabel kepemilikan institusional yang *pressure-resistant* terhadap kinerja keuangan. Kebijakan utang juga tidak dapat memediasi antara variabel kepemilikan institusional yang *pressure-sensitive* dengan kinerja keuangan sehingga hipotesis H_{7a} dan H_{7b} ditolak.

SIMPULAN DAN SARAN

Simpulan

Kepemilikan manajerial berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan utang. Kepemilikan institusional yang *pressure-resistant* tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan utang. Kepemilikan institusional yang *pressure-sensitive* tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan utang. Kebijakan utang berpengaruh positif dan signifikan terhadap kinerja keuangan. Kepemilikan manajerial tidak berpengaruh signifikan terhadap kinerja keuangan. Kepemilikan institusional yang *pressure-resistant* berpengaruh positif signifikan terhadap kinerja keuangan. Kepemilikan institusional yang *pressure-sensitive* berpengaruh positif signifikan terhadap kinerja keuangan. Kebijakan utang terbukti mampu memediasi variabel kepemilikan manajerial terhadap variabel kinerja keuangan. Kebijakan utang tidak terbukti mampu memediasi variabel kepemilikan institusional yang *pressure-resistant* terhadap variabel kinerja keuangan. Kebijakan utang tidak terbukti mampu memediasi variabel kepemilikan institusional yang *pressure-sensitive* terhadap variabel kinerja keuangan.

Saran

Meski penelitian ini sudah dirancang dan dilakukan dengan baik, namun tetap terdapat keterbatasan. Keterbatasan tersebut antara lain masih terbatasnya perusahaan yang sahamnya dimiliki oleh pihak institusional yang *pressure-sensitive*, institusional yang *pressure-sensitive*, dan kepemilikan manajerial, secara bersama-sama sehingga persentase sampel

yang digunakan terbatas. Untuk penelitian berikutnya dapat mengganti maupun menambah variabel dalam penelitian. Misalnya menggunakan variabel struktur kepemilikan, seperti kepemilikan asing, kepemilikan keluarga atau kepemilikan pemerintah sebagai variabel independen. Selain itu, juga disarankan mengganti atau menambah pengukuran yang digunakan untuk variabel kinerja keuangan. Misalnya dengan menggunakan metode EVA (Economic Value Added), yang dalam perhitungannya mengikut sertakan biaya modal.

DAFTAR PUSTAKA

- Aprianingsih, A. & Yushita, A. N., 2016. Pengaruh Penerapan Good Corporate Governance, Struktur Kepemilikan, dan Ukuran Perusahaan terhadap Kinerja Keuangan Perbankan. *Jurnal Profita*, Volume 4, pp. 1-16.
- Artini, L. G. S. & Diantini, N. N. A., 2014. Struktur Kepemilikan Saham terhadap Kebijakan Utang Perusahaan di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Keuangan dan Perbankan*, 18(3), pp. 396-408.
- Bathala, C. T., Moon, K. P. & Rao, R. P., 1994. Managerial Ownership, Debt Policy, and the Impact of Institutional Holdings : An Agency Perspective. *Financial Management*, 23(3), pp. 38-50.
- Berle, A. A. & Means, G. C., 1932. *The Modern Corporation and Private Property*. New York: Macmillan.
- Bhattacharya, P. S. & Graham, M., 2007. *Institutional Ownership and Firm Performance: Evidence from Finland*, Melbourne: Deakin University.
- Brickley, J. A., Lease, R. C. & Smith, C. W., 1988. Ownership Structure and Voting on Antitakeover Amendments. *Journal of Financial Economics*, Volume 20, pp. 267-291.
- Brigham, E. F. & Houston, J. F., 2009. *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*. 10 ed. Jakarta: Salemba Empat.
- Chen, J., Chen, D. H. & He, P., 2008. Corporate Governance, Control Type, and Performance: The New Zealand Story. *Corporate Ownership and Control*, 5(2), pp. 24-35.
- Christiawan, Y. J. & Tarigan, J., 2007. Kepemilikan Manajerial: Kebijakan Hutang, Kinerja dan Nilai Perusahaan. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*, 9(1), pp. 1-8.
- Cnn indonesia, 2019. *Cnnindonesia*. [Online] Available at: <https://www.cnnindonesia.com/ekonomi/20190325100310-92-380330/direksi-kenakasad-korupsi-saham-krakatau-steel-rontok> [Accessed 10 Oktober 2019].
- David, P. & Kochhar, R., 1996. Barriers to Effective Corporate Governance by Institutional Investors: Implications for Theory and Practice. *European Management Journal*, 14(5), pp. 457-466.
- Djabid, A. W., 2009. Kebijakan Dividen dan Struktur Kepemilikan terhadap Kebijakan Utang: Sebuah Perspektif Agency Theory. *Jurnal Keuangan dan Perbankan*, 13(2), pp. 249-259.
- Haryono, S. A., Fitriany & Fatima, E., 2017. Pengaruh Struktur Modal dan Struktur Kepemilikan terhadap Kinerja Perusahaan. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan Indonesia*, 14(2), pp. 119-141.
- Hermiyetti & Katlanis, E., 2016. Analisis Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institutional, Kepemilikan Asing, dan Komite Audit terhadap Kinerja Keuangan Perusahaan. *Media Riset Akuntansi*, 6(2), pp. 25-43.
- Huang, H., Wang, Q. & Zhang, X., 2009. The Effect of CEO Ownership and Shareholder Rights on Cost of Equity Capital. *The International Journal of Business in Society*, 9(3), pp. 255-270.
- Ikatan Akuntan Indonesia, 2009. *Pernyataan Standar*

- Akuntansi Keuangan (PSAK) No. 57: Kewajiban Diestimasi, Kewajiban Kontinjensi dan Aset Kontinjensi*. Jakarta: Dewan Standar Akuntansi Keuangan.
- Jensen, M. C. & Meckling, W. H., 1976. Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), pp. 305-360.
- Jensen, M. C. & Murphy, K. J., 1990. Performance Pay and Top-Management Incentives. *Journal of Political Economy*, 98(2), pp. 225-264.
- Kay, I. T., 1992. *Value of The Top: Solution to The Executive Compensation Crisis*. New York: Harpercollins.
- Kohardinata, C. & Herdinata, C., 2013. Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Institusional terhadap Kebijakan Leverage Melalui Pendekatan Kesempatan Bertumbuh dan Risiko Perusahaan. *Jurnal Keuangan dan Perbankan*, 17(3), pp. 353-361.
- Kristiana, R., 2014. Kebijakan Utang sebagai Determinan Kinerja Perusahaan. *Jurnal Akuntansi Multiparadigma*, 5(3), pp. 345-510.
- Kumaat, L. C., 2013. Corporate Governance dan Struktur Kepemilikan terhadap Manajemen Laba dan Kinerja Keuangan. *Jurnal Keuangan dan Perbankan*, 17(1), pp. 11-20.
- Lee, S., 2008. Ownership Structure and Financial Performance: Evidence from Panel Data of South Korea. *Corporate Ownership and Control*, 6(2), pp. 254-267.
- Lestari, 2017. Pengaruh Kepemilikan Institusional dan Struktur Modal terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Riset Manajemen dan Bisnis*, Volume 2, pp. 293-306.
- Lin, Y. R. & Fu, X. M., 2017. Does Institutional Ownership Influence Firm Performance? Evidence from China. *International Review of Economics and Finance*, Volume 49, pp. 17-57.
- Maharani, W. P. & Utami, E. R., 2019. Pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap Kompensasi Eksekutif yang Dimediasi oleh Kinerja Perusahaan. *Jurnal Reviu Akuntansi dan Keuangan*, 9(1), pp. 76-86.
- Myers, S. C. & Majluf, N. S., 1984. Corporate Financing and Investment Decisions when Firms Have Information that Investors do not Have. *Journal of Financial Economics*, Volume 13, pp. 187-221.
- Nurkhin, A., Wahyudin, A. & Fajriah, A. S. A., 2017. Relevansi Struktur Kepemilikan terhadap Profitabilitas dan Nilai Perusahaan Barang Konsumsi. *Jurnal Akuntansi Multiparadigma*, 8(1), pp. 35-46.
- Panda, B. & Leepsa, N. M., 2019. Does Institutional Ownership Engagement Matter for Greater Financial Performance? Evidence from a Developing Market. *International Journal of Law and Management*, 61(2), pp. 359-383.
- Pound, J., 1988. Proxy Contests and The Efficiency of Shareholder Oversight. *Journal of Financial Economics*, Volume 20, pp. 237-265.
- Prasetyo, T., 2013. Dividen, Hutang, dan Kepemilikan Institusional di Pasar Modal Indonesia: Pengujian Teori Keagenan. *Jurnal Dinamika Manajemen*, 4(1), pp. 10-22.
- Puspitasari, F. & Ernawati, E., 2010. Pengaruh Mekanisme Corporate Governance terhadap Kinerja Keuangan Badan Usaha. *Jurnal Manajemen Teori dan Terapan*, 3(2), pp. 189-215.
- Ross, S. A., 1977. The Determination of Financial Structure: The Incentive Signalling Approach. *The Bell Journal of Economics*, 8(1), pp. 23-40.
- Rudianto, 2013. *Akuntansi Manajemen Informasi Untuk Pengambilan Keputusan Strategis*. Jakarta: Erlangga.

- Shleifer, A. & Vishny, R. W., 1986. Large Shareholders and Corporate Control. *Journal of Financial Economics*, 94(3), pp. 461-488.
- Sienatra, K. B., Sumiati & Andarwati, 2015. Struktur Kepemilikan sebagai Determinan Nilai Perusahaan. *Jurnal Akuntansi Multiparadigma*, 6(1), pp. 124-132.
- Singh, G. H., 2013. Interrelationship between Capital Structure and Profitability with Special Reference to Manufacturing Industry in India. *International Journal of Accounting and Financial Management Research*, 3(3), pp. 13-22.
- Susilawati, C. D. K., Agustina, L. & Tin, S., 2012. Faktor-Faktor yang Memengaruhi Kebijakan Utang Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Keuangan dan Perbankan*, 16(2), pp. 178-187.
- Tarjo, 2008. Pengaruh Konsentrasi Kepemilikan Institusional dan Leverage terhadap Manajemen Laba, Nilai Pemegang Saham serta Cost of Equity Capital. *Jurnal dan Prosiding SNA - Simposium Nasional Akuntansi*, Volume 11.
- Velnampy, T. & Niresh, J. A., 2012. The Relationship between Capital Structure & Profitability. *Global Journal of Management and Business Research*, 12(13).
- Wiranata, Y. A. & Nugrahanti, Y. W., 2013. Pengaruh Struktur Kepemilikan terhadap Profitabilitas Perusahaan Manufaktur di Indonesia. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*, 15(1), pp. 15-26.
- Yeniatie & Destriana, N., 2010. Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang pada Perusahaan Non Keuangan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, 12(1), pp. 1-16.
- Yulia, A. & Nurhaida, 2015. Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Profitabilitas dan Set Peluang Investasi pada Kebijakan Utang. *Jurnal Ilmiah Akuntansi dan Bisnis*, 10(2), pp. 69-79.