

**Determinants of Managerial Ownership,
Institutional Ownership, Dividend
Policy, Debt Policy
(Companies Listed on the Stock
Exchange in 2007-2010)**

Mama Inama
Fakultas Ekonomi dan Bisnis Jurusan
Akuntansi Universitas Dian Nuswantoro
Jl. Nakula 1 Semarang

ABSTRAKSI

Pemisahaan antara fungsi kepemilikan dengan fungsi pengelolaan pada umumnya dilakukan oleh perusahaan yang telah *go public* untuk kelancaran menjalankan usaha, supaya kinerja perusahaan dapat berjalan dengan efektif dan efisien sehingga tercapai tujuan perusahaan, yaitu meningkatkan nilai perusahaan melalui peningkatan kemakmuran pemilik atau para pemegang saham. Untuk mencapai tujuan tersebut, para pemegang saham bisa mempercayakan pengelolaan perusahaan kepada profesional untuk bekerja meningkatkan nilai kepentingan pemegang saham. Selama tahun 2007-2010 pada perusahaan manufaktur terjadi peningkatan pada tingkat kebijakan hutang dan beberapa faktor yang mempengaruhinya, yaitu kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, kebijakan dividen.

Tujuan penelitian ini adalah untuk mengetahui pengaruh kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, kebijakan dividen terhadap kebijakan hutang. Populasi penelitian ini sebanyak 160 perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) dengan sampel penelitian sebanyak 14 perusahaan. Penelitian ini menggunakan metode

purposive sampling yaitu metode penentuan jumlah sampel yang diambil secara acak berdasarkan kriteria-kriteria tertentu.

Analisis regresi berganda digunakan dalam penelitian ini untuk melihat pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen baik secara bersama-sama maupun secara individu. Hasil analisis menunjukkan bahwa selama periode 2007-2010 secara bersama-sama variabel kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial mempengaruhi variabel kebijakan hutang. Sedangkan variabel kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang.

Kata Kunci : Kebijakan Hutang, Kepemilikan Institusional, Kepemilikan Manajerial Kebijakan Dividen.

Pendahuluan

Pengelolaan perusahaan bertujuan untuk memakmurkan pemiliknya melalui pelaksanaan fungsi manajemen keuangan dengan hati-hati dan tepat, mengingat setiap keputusan keuangan yang diambil akan mempengaruhi keputusan keuangan yang lainnya yang berdampak nilai perusahaan. Untuk mencapai tujuan tersebut, para pemegang saham bisa mempercayakan pengelolaan perusahaan kepada profesional untuk bekerja meningkatkan nilai kepentingan pemegang saham. Dalam perjalanannya, pihak manajemen yang berfungsi melaksanakan pengelolaan perusahaan, muncullah *agency cost*, karena perusahaan harus membayar tidak sedikit untuk keprofesionalkan mereka perusahaan. (Brigham dan Gapenski, 1996) menyatakan pemisahaan antara fungsi kepemilikan dengan fungsi pengelolaan pada umumnya dilakukan oleh perusahaan

yang telah *go public* untuk kelancaran menjalankan usaha, supaya kinerja perusahaan dapat berjalan dengan efektif dan efisien sehingga tercapai tujuan perusahaan, yaitu meningkatkan nilai perusahaan melalui peningkatan kemakmuran pemilik atau para pemegang saham. Para manajemen perusahaan mempunyai kecenderungan untuk memperoleh keuntungan yang sebesar-besarnya dengan biaya pihak lain. Perilaku seperti ini menimbulkan konflik kepentingan antara manajemen dengan pemegang saham.

Menurut teori keagenan (*agency theory*), pemegang saham disebut *principal* sedangkan manajer yang mengelola perusahaan disebut *agent* (Jensen dan Meckling, 1976). Oleh karena itu, manajer yang diangkat oleh pemegang saham harus bertindak untuk kepentingan pemegang saham, tetapi ternyata sering ada konflik antara manajer dan pemegang saham yang disebut konflik keagenan (*agency conflicts*) (Jensen dan Meckling, 1976). Konflik ini terjadi karena adanya hubungan antara pihak-pihak yang bekerjasama tetapi mempunyai posisi berbeda. Pemegang saham (*principal*), manajer (*agent*), dan kreditur (*debtholders*) adalah pihak-pihak yang mempunyai kepentingannya masing-masing dalam perusahaan. Sedangkan manajer (*agent*) diharapkan dalam mengambil kebijakan perusahaan terutama kebijakan keuangan menguntungkan *principal* dan *debtholders*.

Kebijakan hutang merupakan bagian dari pertimbangan dalam struktur modal, Menurut Weston dan Coopeland (1997) dalam Yuli Soesetio (2007) struktur modal adalah pembiayaan permanen yang terdiri dari hutang jangka panjang, saham preferen, dan modal pemegang saham.

Setelah mengetahui dampak dari perbedaan kepentingan antara pemegang dan manajemen dalam menentukan kebijakan struktur modal, di harapkan perusahaan mampu melakukan penyeimbangan struktur modal, secara optimal termasuk kebijakan hutang yang juga merupakan pertimbangan dalam struktur modal agar dapat meminimalkan biaya modal dan menghindari terjadinya konflik antara pemegang saham dengan manajemen. Struktur modal perusahaan tidak hanya ditentukan oleh jumlah hutang dan ekuitas, tetapi juga oleh persentase kepemilikan perusahaan (Jensen dan Meckling, 1976). Dominasi kelompok kepemilikan dapat mempengaruhi kebijakan manajerial yang selanjutnya memiliki implikasi terhadap perilaku manajer dan kinerja perusahaan. Hutang yang terlalu besar juga akan menimbulkan konflik keagenan antara *shareholders* dan *debtholders* sehingga memunculkan biaya keagenan hutang atau yang disebut sebagai *agency cost*.

Hutang merupakan salah satu mekanisme lain yang bisa digunakan dalam mengurangi atau mengontrol konflik keagenan. Hal tersebut dijelaskan oleh Jensen dan Meckling, (1976) menurut pendapatnya dengan hutang maka perusahaan harus melakukan pembayaran secara periodik atas bunga dan prinsipal. Hal ini bisa mengurangi keinginan manajer untuk menggunakan *free cash flow* guna membiayai kegiatan-kegiatan yang tidak optimal. Penggunaan hutang akan meningkatkan resiko, oleh karena itu manajer akan lebih berhati-hati karena resiko hutang *nondiversibel* manajer lebih besar dari pada investor publik. Dengan kata lain perusahaan yang menggunakan hutang dalam pendanaan tidak mampu melunasi kembali hutang tersebut akan terancam

likuidasi sehingga pada gilirannya akan mengancam posisi manajemen.

Peneliti terdahulu menggunakan periode dari tahun 2007-2009. Penelitian ini yang membedakan dari penelitian sebelumnya adalah periode penelitiannya yaitu dari tahun 2007-2010. Sedangkan persamaan peneliti yang terdahulu adalah pada variabelnya yaitu kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional dan kebijakan dividen. Kebijakan hutang ini juga terkait dengan *pecking order theory* yang menyatakan bahwa perusahaan membutuhkan dana maka prioritas utama adalah menggunakan dana internal yaitu laba ditahan, karena adanya asimetri informasi, maka pendanaan dari luar kurang diminati. Berdasarkan latar belakang di atas maka penulis tertarik menulis tentang tema : "**Determinants of Managerial Ownership, Institutional Ownership, Dividend Policy, Debt Policy (Companies Listed on the Stock Exchange in 2007-2010)**".

Berdasarkan uraian di atas, maka permasalahan dalam penelitian ini dapat dirumuskan sebagai berikut :

Apakah terdapat pengaruh kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, kebijakan dividen terhadap kebijakan hutang perusahaan ?

Tujuan Penelitian

1. Untuk mengetahui pengaruh kebijakan dividen terhadap kebijakan hutang pada perusahaan industri manufaktur yang *go public* di Bursa Efek Indonesia.
2. Untuk mengetahui pengaruh kepemilikan manajerial terhadap

kebijakan hutang pada perusahaan industri manufaktur yang *go public* di Bursa Efek Indonesia.

3. Untuk mengetahui pengaruh kepemilikan institusional terhadap kebijakan hutang pada perusahaan industri manufaktur yang *go public* di Bursa Efek Indonesia.

Penelitian ini diharapkan dapat memberi manfaat bagi :

1. Bagi peneliti, sebagai bahan pembelajaran untuk menambah pengetahuan dan wawasan khususnya mengenai pengaruh kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, dan kebijakan dividen terhadap kebijakan hutang.
2. Bagi investor, dan calon investor, penelitian ini diharapkan dapat menjadi bahan masukan dan pertimbangan dalam menentukan faktor-faktor yang mempengaruhi struktur permodalan perusahaan
3. Bagi calon peneliti selanjutnya, penelitian ini diharapkan dapat menjadi bahan referensi dalam melakukan penelitian sejenis.

Tinjauan Pustaka

Agency Theory

Salah satu cara untuk lebih memahami ekonomi informasi adalah dengan memperluas model tersebut dari satu individu menjadi dua individu. Salah satu dari dua individu ini menjadi agen

untuk yang lain disebut *prinsipal*, inilah yang mendasari judul teori keagenan. Si agen menutup kontrak untuk melakukan tugas-tugas tertentu bagi prinsipal, prinsipal menutup kontrak untuk memberi imbalan pada si agen. Analoginya mungkin seperti antara pemilik perusahaan dan manajemen perusahaan itu (Hendriksen dan Michael, 2000).

Hubungan keagenan merupakan suatu kontrak antara *principal* dengan *agent*. Hubungan keagenan dapat menimbulkan masalah pada saat pihak-pihak yang bersangkutan mempunyai tujuan yang berbeda, pemilik modal menghendaki bertambahnya kekayaan dan kemakmuran para pemilik modal, sedangkan manajer menginginkan bertambahnya kesejahteraan bagi para manajer. Dengan demikian muncullah konflik kepentingan antara pemilik dengan manajer. Pemilik lebih tertarik untuk memaksimalkan kompensasinya. Kontrak yang dibuat antara kedua kepentingan tersebut.

Jensen dan Meckling (1976) mendefinisikan hubungan keagenan sebagai suatu kontrak yang mana satu orang atau lebih (*principal*) mempekerjakan orang lain (*agent*) untuk menjalankan aktivitas perusahaan dan kemudian mendelegasikan wewenang pengambilan keputusan kepada agen tersebut. *Principal* adalah pemegang saham yang mana menyediakan fasilitas dan dana untuk menjalankan perusahaan sedangkan *agent* adalah pengelola perusahaan yang mempunyai kewajiban untuk mengelola apa yang diamanahkan oleh para pemegang saham kepadanya.

Pecking Order Theory

Pecking order theory

mengemukakan bahwa perusahaan cenderung mempergunakan sumber pendanaan internal (*retained earning*) sebanyak mungkin untuk membiayai proyek-proyek dalam perusahaan. Utang menjadi pilihan kedua setelah sumber pendanaan internal kemudian *convertible bond*, *preferred stock*, dan pada akhirnya apabila masih memerlukan dana, perusahaan akan menerbitkan *common stock (external equity)*. Hal ini terjadi karena adanya *transaction cost* di dalam mendapatkan dana dari pihak eksternal. *Pecking order theory* menjelaskan mengapa perusahaan yang sangat menguntungkan pada umumnya mempunyai utang yang lebih sedikit. Hal ini terjadi bukan karena perusahaan tersebut mempunyai *target debt ratio* yang rendah, tetapi disebabkan karena perusahaan memang tidak membutuhkan dana dari pihak eksternal (Brealey dan Myer, 1991).

Kepemilikan Manajerial

Pihak manajerial dalam suatu perusahaan adalah pihak yang secara aktif berperan dalam mengambil keputusan untuk menjalankan perusahaan. Pihak-pihak tersebut adalah mereka yang duduk di dewan komisaris dan dewan direksi perusahaan (Wahidahwati, 2002). Berdasarkan teori keagenan, hubungan antara manajemen dengan pemegang saham rawan untuk terjadinya masalah keagenan. Untuk mengurangi masalah keagenan tersebut salah satu cara adalah dengan adanya kepemilikan manajerial dan kebijakan hutang. Dengan kepemilikan tersebut, manajemen akan merasakan langsung dampak dari setiap keputusannya termasuk dalam menentukan kebijakan hutang perusahaan (Jensen dan Meckling, 1976). Kepemilikan manajerial dalam kaitannya

kebijakan *leverage* dan dividen mempunyai peranan penting, yaitu mengendalikan kebijakan keuangan perusahaan agar sesuai dengan keinginan pemegang saham atau sering disebut *bonding mechanism*. *Bonding mechanism* berusaha menyamakan kepentingan pemegang saham dengan kepentingan manajemen melalui program-program yang mengikat kekayaan pribadi manajemen ke dalam kekayaan perusahaan.

Kepemilikan Institusional

Kepemilikan institusional adalah kepemilikan saham oleh pihak-pihak yang berbentuk institusi seperti bank, perusahaan asuransi, dana pensiun dan institusi lainnya (Wahidahwati, 2002). Institusi biasanya dapat menguasai mayoritas saham karena mereka memiliki sumber daya yang lebih besar dibandingkan dengan pemegang saham lainnya. Oleh karena menguasai saham mayoritas, maka pihak institusional dapat melakukan pengawasan terhadap kebijakan manajemen secara lebih kuat dibandingkan dengan pemegang saham lainnya.

Semakin besar presentase kepemilikan saham yang dimiliki oleh institusi akan menyebabkan usaha monitoring semakin efektif, karena dapat mengendalikan perilaku *opportunistic* yang dilakukan manajemen. Dengan tingkat kepemilikan yang tinggi akan mengurangi biaya keagenan pada perusahaan serta penggunaan hutang oleh manajemen. Kepemilikan institusional memiliki arti penting dalam memonitor manajemen karena dengan adanya kepemilikan oleh institusional akan mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal.

Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen menyangkut keputusan untuk membagikan laba guna diinvestasikan kembali dalam perusahaan (Weston, dan Brigham 1994). Kebijakan dividen suatu perusahaan memiliki dua karakteristik yaitu pembayaran dividen (*dividend payout ratio*) yang menunjukkan berapa bagian pendapatan perusahaan yang dibayarkan oleh dividen, dan stabilitas dividen dari waktu, ke waktu. Kebijakan yang optimal pada suatu perusahaan adalah kebijakan yang menciptakan keseimbangan diantara dividen saat ini dan pertumbuhan di masa mendatang sehingga memaksimalkan harga saham Eugene F. Brigham dan Joel F. Houston, (2001). Kebijakan dividen yang stabil meyebabkan adanya keharusan bagi perusahaan untuk menyediakan sejumlah dana guna membayar jumlah dividen yang tetap tersebut. Rozzef, 1982 menyatakan bahwa pembayaran dividen adalah suatu bagian dari *monitoring* perusahaan. Dalam kondisi demikian, perusahaan cenderung untuk membayar dividen lebih besar jika insider memiliki proporsi saham yang lebih rendah

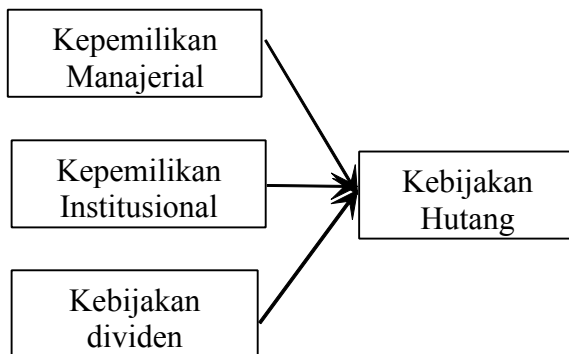
Kebijakan Hutang

Kebijakan pendanaan dalam sebuah perusahaan haruslah bertujuan untuk memaksimalkan kemakmuran. Dalam hal ini kebijakan tersebut harus mempertimbangkan dan menganalisis kombinasi sumber-sumber dana yang ekonomis bagi perusahaan guna membiayai kebutuhan-kebutuhan rutin serta investasi pada perusahaan. Dalam hal ini perusahaan selain mendapatkan sumber dari modal sendiri yaitu saham preferen, saham biasa, dan laba ditahan, perusahaan juga mampu melakukan pendanaan melalui peminjaman dari

kreditur melalui hutang jangka panjang. Hutang jangka panjang sendiri dapat diartikan sebagai kewajiban yang dibayar kepada kreditur dan mempunyai jangka waktu lebih dari satu tahun atau satu siklus operasi perusahaan. Pada umumnya hutang jangka panjang digunakan untuk perluasan perusahaan, meliputi jumlah yang besar, dan jangka waktu yang lama.

KERANGKA KONSEPTUAL

Kebijakan hutang merupakan keputusan yang sangat berpengaruh terhadap kondisi suatu perusahaan. Pada dasarnya kebijakan hutang akan menentukan nilai perusahaan. Hal ini berkaitan dengan pendanaan yang diperoleh melalui hutang. Hutang dapat sangat membantu dalam mengatasi masalah pendanaan, akan tetapi perlu dipertimbangkan risiko akan terjadinya kebangkrutan pada penggunaan hutang dalam jumlah yang besar. Berdasarkan uraian teoritis dan hasil-hasil penelitian maka kerangka pemikiran dari penelitian ini sebagai berikut :



Gambar 2.1 : Kerangka Konseptual

Sumber : Eva Larasati

HIPOTESIS PENELITIAN

Berdasarkan perumusan masalah dan tujuan penelitian, maka dapat saya simpulkan ringkasan hipotesis untuk pengaruh kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional terhadap kebijakan hutang adalah sebagai berikut :

Pengaruh Kepemilikan Manajerial Terhadap Kebijakan Hutang

Pemegang saham dan manajer masing-masing berkepentingan memaksimalkan tujuan. Konflik kepentingan terjadi jika keputusan manajer hanya akan memaksimalkan kepentingannya dan tidak sejalan dengan kepentingan pemegang saham. Keputusan dan aktivitas manajer yang memiliki saham perusahaan tentu akan berbeda dengan manajer yang murni sebagai manajer. Manajer yang memiliki saham perusahaan tentunya akan menselaraskan kepentingannya sendiri. Sementara manajer tidak memiliki saham perusahaan, ada kemungkinan hanya mementingkan kepentingannya sendiri. Kepemilikan saham perusahaan oleh manajer disebut dengan kepemilikan manajerial. Wahidahwati (2002) pihak manajerial dalam suatu perusahaan adalah pihak yang secara aktif berperan dalam mengambil keputusan untuk menjalankan perusahaan. Pihak-pihak tersebut adalah mereka yang di dewan komisaris dan dewan direksi perusahaan. Kepemilikan manajerial yang meningkat akan membuat kekayaan pribadi manajemen terikat dengan kekayaan perusahaan sehingga manajemen akan berusaha mengurangi risiko perusahaan melalui penurunan tingkat hutang. Dengan demikian meningkatnya kepemilikan manajerial merupakan salah satu alat mengurangi

konflik agensi.

Penelitian tentang pengaruh kepemilikan manajerial terhadap kebijakan hutang dilakukan oleh Eva Larasati (2011) yang menemukan bahwa kepemilikan manajerial mempunyai pengaruh yang signifikan dan berhubungan negatif terhadap kebijakan hutang. Abdullah W. Djabid (2009), menemukan bahwa kepemilikan manajerial tidak mempunyai pengaruh terhadap kebijakan hutang. Anastasia Endang S (2007), menemukan kepemilikan manajerial mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan hutang. Soestio (2008) menemukan bahwa kepemilikan manajerial mempunyai pengaruh terhadap kebijakan hutang. Rizka Putri I. dan Ratih H (2009) membuktikan bahwa kepemilikan manajerial mempunyai pengaruh terhadap kebijakan hutang. Devi N. dan Gugus I. (2008) menemukan bahwa kepemilikan manajerial tidak signifikan terhadap kebijakan hutang.

H₁ : kepemilikan manajerial mempunyai pengaruh terhadap kebijakan hutang.

Pengaruh Kepemilikan Institusional Terhadap Kebijakan Hutang

Variabel kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang. Semakin tinggi variabel kepemilikan institusional maka diharapkan semakin kuat kontrol internal terhadap perusahaan dimana akan dapat mengurangi biaya keagenan pada perusahaan, serta penggunaan hutang oleh manajer. Adanya kontrol ini akan menyebabkan manajer menggunakan hutang pada tingkat rendah untuk mengantisipasi kemungkinan terjadi *financial distress* dan resiko keuangan (Crutchley, 1999 dalam Mamduh dan

Ismiyati, 2005).

Penelitian tentang pengaruh kepemilikan Institusional terhadap kebijakan hutang Eva Larasati (2011) yang menemukan bahwa kebijakan institusional mempunyai pengaruh terhadap kebijakan hutang. Abdullah W. Djabid (2009), menemukan bahwa kepemilikan institusional tidak mempunyai pengaruh terhadap kebijakan hutang. Anastasia Endang S (2007), mengemukakan kepemilikan institusional mempunyai pengaruh terhadap kebijakan hutang. Soestio (2008) menemukan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Rizka Putri I. dan Ratih H (2009) membuktikan bahwa kebijakan institusional mempunyai pengaruh terhadap kebijakan hutang. Devi N. dan Gugus I. (2008) menemukan bahwa kepemilikan institusional mempunyai pengaruh terhadap kebijakan hutang.

H₂ : kepemilikan institusional mempunyai pengaruh terhadap kebijakan hutang.

Pengaruh Kebijakan Dividen Terhadap Kebijakan Hutang

Pembayaran dividen adalah bagian dari monitoring perusahaan. Rozzef (1982) bahwa Wahidahwati (2002) menyatakan bahwa pembayaran dividen pada pemegang saham akan mengurangi sumber-sumber dana yang dikendalikan oleh manajer, sehingga mengurangi kekuasaan manajer dan membuat pembayaran dividen mirip *monitoring capital market* yang terjadi jika perusahaan memperoleh modal Bar. Ross (1977) dan Easterbook (1984) dalam Taswan (2002) hasil penelitian menunjukkan bahwa untuk mengurangi biaya keagenan dividen akan berpengaruh terhadap kebijakan pendanaan perusahaan, karena akan mengurangi arus kas

perusahaan sehingga dalam memenuhi kebutuhan operasionalnya perusahaan akan mencari alternative sumber pendanaan yang relevan misalnya, dengan hutang.

Penelitian tentang pengaruh kebijakan dividen terhadap kebijakan hutang Eva Larasati (2011) yang menemukan bahwa kebijakan dividen mempunyai pengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan hutang. Abdullah W. Djabid (2009), menemukan bahwa kebijakan dividen tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan hutang. Soestio (2008) menemukan bahwa kebijakan dividen tidak mempunyai pengaruh terhadap kebijakan dividen. Rizka Putri I. dan Ratih H (2009) membuktikan bahwa kebijakan dividen tidak mempunyai pengaruh terhadap kebijakan hutang.

H₃ : kebijakan dividen mempunyai pengaruh terhadap kebijakan hutang.

METODE PENELITIAN

Variabel Penelitian

Variabel dependen (Y) yaitu variabel yang dipengaruhi oleh variabel independen adalah :

Y = Kebijakan Hutang

Variabel Independen (X) variabel yang mempengaruhi Y adalah :

1. X₁ = Kepemilikan Manajerial
2. X₂ = Kepemilikan Instiusional
3. X₃ = Kebijakan Deviden

Definis Operasional masing-masing variabel adalah sebagai berikut :

1. Kebijakan Hutang

Variabel ini diberi simbol DEBT. Rasio yang digunakan untuk mengetahui proporsi total hutang terhadap modal sendiri dan total hutang, sebagai proksi kebijakan hutang perusahaan (Jensen et al, 1992). Secara matematis di formulasikan sebagai berikut :

$$DEBT = \frac{\text{Jumlah Hutang}}{\text{Total Ekuitas}} \times 100\%$$

2. Kebijakan Dividen

Variabel ini merupakan rasio pembayaran dividen terhadap *earning after tax*. Variabel ini dilambangkan dengan DPR (*Dividen Payout Ratio*) (Brigham dan Houston, 1994). Variabel ini dirumuskan sebagai berikut :

$$DPR = \frac{DPS}{EPS}$$

3. Kebijakan Manajerial

Kepemilikan manajerial adalah pemegang saham dari pihak manajemen yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan perusahaan (direktur dan komisaris). Sesuai penelitian Wahidahwati (2001) variabel ini diukur dari jumlah persentase saham yang dimiliki oleh manajemen pada akhir tahun dan diberi symbol MNJR (Moh'd et al., 1998) :

Jumlah Saham yang Dimiliki Pihak Manajemen

$$\text{K. MNJR} = \frac{\text{Total Saham Beredar}}$$

4. Kebijakan Institusional

Kepemilikan Institusional adalah pemegang saham dari pihak institusional seperti bank, lembaga asuransi, perusahaan investasi dan institusi lainnya. Variabel ini diukur dari jumlah persentase saham yang dimiliki oleh institusi pada akhir tahun diberi symbol INST (Moh'd et al., 1998):

Jumlah Saham yang Dimiliki Pihak Institusional

$$\text{K. INST} = \frac{\text{Total Saham Beredar}}$$

Penentuan Populasi dan Sampel

A. Populasi

Nur Indriartono (2002) mengemukakan bahwa populasi merupakan sekelompok orang, kejadian atau segala sesuatu yang mempunyai karakteristik tertentu. Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar pada tahun 2007-2010.

B. Sampel

Sampel adalah bagian dari populasi. Teknik yang digunakan untuk pengambilan sampel yang *representative* adalah menggunakan metode *purposive sampling*. Penggunaan metode *purposive sampling* dilakukan agar sampel memenuhi kriteria untuk di uji sehingga

hasil analisis data dapat digunakan untuk menjawab masalah penelitian (Indrianto dan Supomo, 1999).

Jenis dan Sumber Data

a. Jenis Data

Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data dokumenter, data dokumenter adalah jenis data penelitian yang antara lain berupa faktor, jurnal, memo atau data dalam bentuk laporan program.

b. Sumber Data

Penelitian ini menggunakan data sekunder, data sekunder merupakan sumber data penelitian yang diperoleh peneliti secara tidak langsung atau melalui perantara, (Indriantoro dan Supomo, 1999). Data penelitian ini diperoleh dari laporan keuangan tahunan perusahaan manufaktur yang *go public* terdaftar di Bursa Efek Indonesia melalui *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD), laporan keuangan pertahun dan di Pojok BEI Universitas Dian Nuswantoro.

Metode Pengumpulan Data

Pada penelitian ini, pengumpulan data dilakukan dengan metode dokumentasi. Pengumpulan dari laporan keuangan sampel yang terdapat pada *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD) tahun 2007-2010, laporan keuangan pertahun dan jurnal.

Metode Analisis

Metode analisa data yang digunakan dalam penelitian ini adalah analisis regresi berganda. Metode analisis ini digunakan karena penelitian ini

bertujuan untuk mengetahui dan menganalisis pengaruh masing-masing variabel independen yaitu variabel kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, kebijakan dividen berpengaruh terhadap kebijakan hutang sebagai variabel terikat. Formulasi model regresinya adalah sebagai berikut :

$$Y = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \epsilon$$

Keterangan :

- Y = kebijakan hutang
- X₁ = Kebijakan Dividen
- X₂ = Kepemilikan Manajerial
- X₃ = Kepemilikan Institusional
- b₀ = Konstanta
- β₁ – β₃ = Koefisiensi Regresi
- e = Kesalahan (*error*)

Hasil

Berdasarkan analisis data diketahui bahwa secara simultan kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Sedangkan kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang.

Tabel 4.11
Uji Hipotesis

Variabel	B	Sig	Keputusan
H ₁	3,316	0,002	Diterima
H ₂	-2,713	0,009	Diterima
H ₃	0,243	0,809	Ditolak

Pengaruh Kepemilikan Manajerial Terhadap Kebijakan Hutang

Berdasarkan dari tabel 4.11 variabel kepemilikan manajerial memiliki nilai signifikansi 0,002. Nilai tersebut lebih kecil dari 0,05, maka dapat disimpulkan bahwa kepemilikan manajerial mempunyai pengaruh terhadap kebijakan hutang. Hal ini menunjukkan bahwa

semakin besar kepemilikan oleh manajer maka akan semakin besar kebijakan hutang perusahaan. Dilihat dari data penelitian ini rata-rata kepemilikan manajerial adalah -1,000023. Perusahaan yang memiliki data dibawah rata-rata antara lain PT AKR Coorporindo Tbk, PT Asahimas Flat Glass Tbk, dan PT Budi Acid Tbk.

Perusahaan yang melakukan pembayaran secara periodik atas bunga, kondisi ini dapat mengurangi keinginan manajer untuk menggunakan *free cash flow* guna membiayai proyek investasinya. Oleh karena itu manajer cenderung untuk meminimalkan penggunaan hutang dalam perusahaan. Prosentase kepemilikan manajerial yang besar akan memudahkan manajer untuk mengambil kebijakan hutang yang minimal. Kepemilikan manajerial yang semakin meningkat akan membuat kekayaan pribadi manajemen semakin terkait erat dengan kekayaan perusahaan, sehingga manajemen akan berusaha untuk mengurangi resiko kehilangan kekayaan (Rizka dan Ratih, 2009).

Hasil ini juga konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Seistio (2008) dan Anastasia Endang S (2007) yang menemukan bahwa kepemilikan manajerial mempunyai pengaruh terhadap kebijakan hutang dan bertentangan dengan Eva Larasati (2011), Rizka dan Ratih (2009), Abdullah (2009), Devi dan Gugus (2008), yang menemukan bahwa kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Bahwa variabel kepemilikan manajerial merupakan faktor penentu yang mempengaruhi kebijakan hutang, hal ini disebabkan untuk menyelaraskan kesejajaran kepentingan antara manajer dan pemegang saham.

Pengaruh Kepemilikan Institusional Terhadap Kebijakan Hutang

Berdasarkan tabel 4.11 variabel kepemilikan Institusional memiliki nilai signifikan 0,009. Nilai tersebut lebih kecil dari 0,05, maka dapat disimpulkan bahwa kepemilikan institusional mempunyai pengaruh terhadap kebijakan hutang. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa kehadiran kepemilikan institusional pada industri manufaktur berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Dilihat dari data penelitian ini rata-rata kepemilikan institusional adalah -1,012720. Perusahaan yang memiliki data dibawah rata-rata antara lain PT Citra Tubindo Tbk, PT Duta Pertiwi Nusantara Tbk, dan PT Hexindo Adi Perkasa Tbk.

Hal ini berarti bahwa variasi kepemilikan institusional dalam perusahaan akan mempengaruhi kebijakan hutang yang dilakukan perusahaan. Kontrol terhadap suatu perusahaan memberikan nilai peningkatan terbesar jika informasi antara *insider* dan *outsider* paling besar. Jika *outsider* mengetahui usaha-usaha perusahaan dan manajer seperti yang diketahui oleh *insider*, maka nilai *incremental* yang diperoleh *insider* menjadi kecil.

Hasil ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Eva Larasati (2011), Rizka dan Ratih (2009), Soestio (2008) Anastasia Endang S (2007), Devi dan Gugus (2008), yang menemukan bahwa kepemilikan manajerial mempunyai pengaruh terhadap kebijakan hutang dan hasil ini bertentangan dengan Abdullah (2009), Devi dan Gugus (2008), yang menemukan bahwa kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Bahwa semakin tinggi kepemilikan institusional maka semakin

kuat kontrol terhadap perusahaan sehingga dapat mengurangi biaya agensi dan penggunaan hutang dalam struktur modal oleh manajer.

Pengaruh Kebijakan Dividen Terhadap Kebijakan Hutang

Berdasarkan tabel 4.11 variabel kebijakan dividen memiliki nilai signifikansi 0,809. Nilai tersebut lebih besar dari 0,05, maka dapat disimpulkan bahwa kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Hasil ini menunjukkan bahwa perusahaan yang membagikan dividen yang lebih besar tidak berpengaruh terhadap perubahan struktur modal. Dilihat dari data penelitian ini rata-rata kebijakan dividen adalah -1,005540. Perusahaan yang memiliki data diatas rata-rata antara lain PT Intraco Penta Tbk, PT Lautan Luas Tbk, dan PT Mandom Indonesia Tbk.

Dalam hal ini pembagian dividen disatu sisi dapat menunjang kepercayaan investor terhadap perusahaan, sehingga modal sendiri akan menguat yang pada akhirnya akan memperkecil kebijakan hutang namun pembagian dividen juga dapat berakibat pada berkurangnya modal perusahaan karena sebagian dari laba ditahan yang diperoleh perusahaan akan dibagikan kepada investor. Hal ini mungkin akan mempersulit pendanaan perusahaan, sehingga perusahaan dapat membentuk hutang baru, dan akan meningkatkan kebijakan hutang. Kedua kondisi yang saling berlawanan dari DPR tersebut menyebabkan pengaruh DPR terhadap DEBT menjadi tidak jelas.

Hasil ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Abdullah (2009), Rizka dan Ratih (2009), Devi dan Gugus

(2008), Soestio (2008) yang juga menunjukkan bahwa kebijakan dividen tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang. Hasil penelitian yang tidak signifikan dimungkinkan ada dua faktor lain yang mempengaruhinya misalnya perusahaan menerapkan kebijakan dividen stabil dimana perusahaan tetap membayar dividen meskipun perusahaan rugi atau mempunyai utang.

SIMPULAN

Tujuan penelitian ini adalah untuk menganalisis pengaruh kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, kebijakan dividen terhadap kebijakan hutang. Berdasarkan penelitian ini menyimpulkan bahwa :

1. Nilai t hitung sebesar 3,316 sedangkan signifikansinya 0,002 lebih kecil dari 0,05 dengan demikian, secara parsial hipotesis H_1 diterima. Hal ini menunjukkan bahwa semakin besar kepemilikan saham manajerial dalam perusahaan, maka semakin besar hutang yang dilalukan perusahaan.
2. Nilai t hitung -2,713 sedangkan signifikansinya 0,009 lebih kecil dari 0,05 dengan demikian, secara parsial hipotesis H_2 kepemilikan institusional diterima. Hal ini menunjukkan bahwa naiknya kepemilikan institusional akan menyebabkan kenaikan pula pada hutang perusahaan.
3. Nilai t hitung sebesar 0,243 sedangkan signifikansinya 0,809 lebih besar dari 0,05. Dengan demikian, secara parsial hipotesis H_3 ditolak. Hal menunjukkan bahwa kebijakan dividen tidak berpengaruh pada kebijakan hutang. Temuan ini

menunjukkan pembayaran dividen muncul sebagai pengganti hutang di dalam struktur modal pada perusahaan manufaktur yang *go public* di Indonesia. Penggunaan hutang dapat menurunkan konflik antara manajer dengan pemegang saham, tetapi akan menggeser konflik menjadi antara pemegang saham dengan *debt holder*.

Saran

Mengacu pada kesimpulan yang telah diperoleh dari hasil penelitian, maka diajukan saran-saran sebagai berikut :

- 1) Karena hanya ada dua variabel yaitu kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional yang mempengaruhi kebijakan hutang, mengakibatkan nilai R menjadi rendah. Sedangkan selebihnya 77,8%, kebijakan hutang dijelaskan oleh variabel lain yang tidak diteliti. Diharapkan peneliti berikutnya dapat menggunakan variabel-variabel lain yang tidak diteliti seperti profitabilitas, ukuran perusahaan, struktur aktiva, dan sebagainya.
- 2) Bagi para investor atau calon investor dapat melakukan pertimbangan yang bermanfaat untuk pengambilan keputusan investasi di pasar modal, karena hasil penelitian ini menemukan bukti pada 56 sampel perusahaan manufaktur dengan rentang waktu empat tahun (2007-2010) bahwa variabel kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Dan variabel kebijakan dividen tidak

mempunyai pengaruh terhadap kebijakan hutang.

- 3) Bagi pihak manajemen perusahaan untuk memperhatikan faktor kepemilikan manjerial, dan kepemilikan institusional dalam mempengaruhi hutang perusahaan, karena hasil penelitian ini menemukan adanya pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan hutang perusahaan. Sedangkan variabel kebijakan dividen tidak mempunyai pengaruh terhadap kebijakan hutang.

Keterbatasan

1. Rentang waktu penelitian ini relatif singkat yaitu selama empat tahun dari tahun 2007-2010 sehingga sampel yang diperoleh sedikit.
2. Penelitian ini hanya mempertimbangkan perusahaan manufaktur, sedangkan perusahaan lain seperti sektor jasa dan keuangan tidak dipertimbangkan sehingga tidak bisa digeneralisirkan untuk seluruh perusahaan di Indonesia.

DAFTAR PUSTAKA

Brealy, R. And Myers, S, 1991. *'Principles of Corporate Finance'*. McGrawhill, Inc.

Brigham, E.F. dan I.C. Gapenski. 1996. *'Intermediate Financial Management' : fifth Edition. The Dryden press* : New Yowk.

Brigham, E. F. dan Houston, J. F. 2001. *'Management Accounting, Terjemahan, Akuntansi Manajemen'*, Edisi 8, Erlangga, Jakarta.

Cooper, Donald R., Emory C. William. 1995. *'Business Research Methods'*. 5th edition, Richard D. Irwin, Inc. All Rights Reserved.

Crutchey, C.E., Jensen M.R.H., John S., Jahera J.S., and Raymond, J.E. 1999. *'Agency Problems and The Role of Institutional Ownership'*. *International Review of Financial Analysis*, 8: 2 page 177 - 197.

Djabid, Abdullah. 2009. *'Kebijakan Dividen dan Struktur Kepemilikan terhadap Kebijakan Hutang : sebuah Perseptif Agency Theory'*. *Jurnal Keuangan dan Perbankan*,: Vol. 13, No. 2. Hal 249-259.

Easterbrook, F. 1984. *'Two Agency Cost Explanation of Dividends'*. *American Economic Review* 74 : 650 - 659.

Emery, Douglas R., John D. Finnerty, and John D. Stowe. 2004. *'Corporate Financial Management 2nd ed.* Upper Saddle River, NY : *Pearson Education Internasional*.

Endang Anastasia, 2007. *'Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Institusional terhadap Kebijakan Hutang : sebuah Perseptif Agency Theory.* *Jurnal Ekonomi Modernisasi* : vol. 3. No. 2, Juni 2007. Hal 89-101.

Fama, E.F., and French, Kenneth. 1998. *'Taxe, Financial Decision, and Firm Value.* *The Journal of Finance* Vol LIII

No. 3, June, pp 819 – 843.

- Fatmawati, M. 2008. '*Pengaruh Kepemilikan Manajerial terhadap Kebijakan Pendanaan dan Dividen pada Perusahaan Berpotensi Tumbuh Tinggi Rendah*'. Tesis. Malang : Universitas Brawijaya.
- Fidyati, Nisa, 2003. '*Faktor-faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang Perusahaan*', Jurnal Ekonomi, Manajemen dan Akuntansi, Vol. 1, No. 1, Januari, Hal 17-34.
- Ghozali, Imam, 2001, '*Aplikasi Analisa Multivariate dengan Program SPSS*', Penerbit UNDIP : Semarang.
- Ghozali, Imam. 2006. *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS*. Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Griffin, Ricky dan A Texas . 2002. '*Manajemen*'. Edisi 7, Jilid 1. Erlangga : Jakarta.
- Husnan, S 1994. '*Manajemen Keuangan : Edisi 1*'. Yogyakarta: UPP AMP YKPN.
- Ismiyanti, Fitri dan Mamduh M. Hanafi. 2004. '*Struktur Kepemilikan, Risiko dan Kebijakan Keuangan: Analisis Persamaan Simultan*'. Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia'. Vol. 19, No. 2. hal. 176-179.
- Jensen, M. dan W. Meckling. 1976. '*Theory of the Firm : Manajerial Behavior Agency Cost and Ownership Structure*'. Journal of finance Economis 3 : 305-360.
- Kahar, A.H.S. 2008. '*Kepemilikan Manajerial terhadap Kebijakan Pendanaan dan Dividen*'. Jurnal Keuangan dan Perbankan, Vol.12, No. 3, Hal. 399-410.
- Keiso, Donald. 2008. '*Akuntansi Intermediate*'. Edisi : volume 2. Erlangga : Jakarta.
- Larasati, Eva. 2011. '*Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, dan Kebijakan Deviden Terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan*'. Jurnal Ekonomi Bisnis. Vol 16, No. 2, Juli 2011. Hal 104-107.
- Myers, S. dan N. Majluf. 1984. '*Corporate Corrowing*'. Journal of Finance Economics 5: 80- 96.
- Moh'd M.A., Perry L.G., dan Rimbey J.N. 1992. '*The Impact of Ownership Structure on Corporation Debt Policy: A Time-Series Cross-Sectional Analysis*'. The Financial Riview, 33, pp. 88-98.
- Nurvida, Devi dan Irianto, Gugus. 2008. '*Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional dan Sebaran Kepemilikan terhadap Kebijakan Hutang*' : ditinjau dari Teori Keagenan. Emisi : Vol. 1, No. 1, April 2008. Hal 1-16.
- Putri, Rizka dan H, Ratih. 2009. '*Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Dividen, Pertumbuhan Perusahaan, Free Cash Flow dan Profitabilitas terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan*'. Jurnal Bisnis Dan Akuntansi : Vol. 11, No. 3, Desember 2009, Hal 189-207.
- Riyanto, B. 1997. '*Dasar-dasar Pembelanjaan Perusahaan*'. Penerbit BPPE-Yogyakarta.

Ross, S.,R.W. Weasterfield, dan J. Jaffe. 1996. *'Corporate Finance'*. 5th edition. Irwin McGraw – Hill.

Rozeff, M.S.1997. *'Growth, beta and agency costs as determinants of Dividend Payout Ratio'*, journal of Financial Research 5, 249 – 259.

Singarimbun, M. Dan Effendi, S. 1995. *'Metode Penelitian Survey'*. LP3ES, Jakarta

Sulaiman, Wahid,2004, *'Analisa Regresi Menggunakan SPSS'*, Penerbit Andi : Yogyakarta.

Soesetio, Yuli. 2008. *'Kepemilikan Manajerial dan Institusional, Kebijakan Dividen, Ukuran Perusahaan, Struktur Aktiva dan Profitabilitas terhadap Kebijakan Hutang'*. Jurnal Keuangan dan Perbankan : vol 12, No.3, September 2008. Hal 384-398.

Wahidahwati. 2002. *'Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Institusional pada Kebijakan Hutang Perusahaan : Sebuah Perspektif Theory Agency'*. Jurnal Riset Akuntansi Indonesia, Vol.5, No.1, Januari, Hal.1 – 16.

Zulhawati. 2004. *'Analisis Dampak Kepemilikan Saham oleh Insider pada Kebijakan Hutang dalam Mengontrol Konflik Keagenan'*. Kompak, No.11, hal. 240 - 249.