

PENGARUH KEPEMILIKAN MANAJERIAL, KEPEMILIKAN INSTITUSIONAL DAN UKURAN PERUSAHAAN TERHADAP KEBIJAKAN HUTANG PERUSAHAAN MANUFAKTUR DI BURSA EFEK INDONESIA

M. Taufiq Noor Rokhman
Fakultas Ekonomi & Bisnis Universitas Wisnuwardhana Malang
opik.unidha@gmail.com

***ABSTRACT.** The purpose of this study to analyze the effect of managerial ownership, institutional ownership and firm size of the company's debt policy. The population of this study using the criteria : (1) manufacturing companies listed in Indonesia Stock Exchange in a row during 2011 to 2013, (2) the company has managerial ownership (managerial ownership) as Director and Commissioner registered as shareholders (shareholders). Based on the criteria of population, it is obtained a total of 39 companies. Sampling was carried out with saturated sampling method that all members of the population is used as a sample. Analysis of the data in this study using multiple regression. The results showed that managerial ownership, institutional ownership significantly and negatively related to debt policy. The size of the company a positive impact on debt policy. In the implementation of the operation , the company should reduce the proportion of debt financing in order to reduce financial distress, because the funding of the company's debts caused financial distress and agency cost is greater than the tax savings from debt interest expense, as a result companies are particularly vulnerable to economic shocks. In addition, the Company should increase firm size so that more have a more stable cash flow which can reduce the risk of the use of debt in order to avoid the risk of bankruptcy in the future .*

***Keywords :** managerial ownership , institutional ownership , firm size ,and debt policy*

PENDAHULUAN

Suatu perusahaan pada umumnya menjalankan kegiatan operasionalnya bertujuan untuk mencari laba. Menurut Harahap (2002) tujuan perusahaan mencakup pertumbuhan yang terus menerus (*continue*), kelangsungan hidup (*going concern*), dan kesan positif dimata publik (*image*). Dalam menjalankan usaha tersebut tentu diperlukan dana dan modal yang sangat besar. Untuk mendapatkan

dana tersebut perusahaan dapat meminjamnya di bank atau badan usaha lainnya yang dapat memberikan bantuan bagi kegiatan usaha tersebut.

Struktur modal merupakan salah satu keputusan strategis yang harus diambil oleh para manajemen perusahaan. Masalah utama yang berkaitan dengan struktur modal adalah sumber pendanaan. Salah satu sumber pendanaan pada perusahaan adalah menggunakan hutang.

Kebijakan struktur modal mengkaji mengenai sejauh mana perusahaan menggunakan hutang untuk memenuhi kebutuhan pendanaannya, oleh karena itu kebijakan struktur modal dapat dikatakan sebagai kebijakan hutang perusahaan.

Kebijakan hutang termasuk kebijakan pendanaan perusahaan yang bersumber dari eksternal. Sebagian perusahaan menganggap bahwa penggunaan hutang dirasa lebih aman daripada menerbitkan saham baru. Babu dan Jain (1998) menyatakan bahwa terdapat empat alasan mengapa perusahaan lebih menyukai menggunakan hutang daripada saham baru, yaitu (1) adanya manfaat pajak atas pembayaran bunga, (2) biaya transaksi pengeluaran hutang lebih murah daripada biaya transaksi emisi saham baru, (3) lebih mudah mendapatkan pendanaan hutang daripada pendanaan saham, (4) kontrol manajemen lebih besar adanya hutang baru daripada saham baru.

Menurut *trade off theory* semakin tinggi hutang maka semakin tinggi beban kebangkrutan yang ditanggung perusahaan. Penambahan hutang akan meningkatkan tingkat risiko atas arus pendapatan perusahaan. Semakin besar hutang, semakin besar pula kemungkinan terjadinya perusahaan tidak mampu membayar kewajiban tetap berupa bunga dan pokoknya. Risiko kebangkrutan akan semakin tinggi karena bunga akan meningkat lebih tinggi daripada penghematan pajak. Oleh karena itu, perusahaan harus sangat hati-hati dalam menentukan kebijakan hutangnya karena peningkatan penggunaan hutang

akan menurunkan nilai perusahaannya (Sujoko dan Subiantoro, 2007).

Persaingan yang semakin kompetitif, menuntut fleksibilitas manajer dalam mengantisipasi perubahan dimasa datang untuk melakukan penyesuaian dan pengambilan keputusan pendanaan secara cepat dan akurat. Biro Pusat Statistik (2014) memperlihatkan bahwa beberapa tahun ini, jika dilihat dari pertumbuhan ekonomi dalam negeri, menunjukkan adanya peningkatan. Tahun 2011 pertumbuhan ekonomi meningkat sebanyak 6,5 persen yaitu mencapai Rp 2.463,2 triliun, tahun 2012 meningkat sebanyak 6,23 persen yaitu mencapai Rp 2.618,1 triliun, tahun 2013 meningkat sebesar 5,78 persen yaitu mencapai Rp 2.770,3 triliun. Sektor Industri merupakan salah satu penyumbang yang besar dalam pertumbuhan ekonomi tersebut.

Pengamatan pada perusahaan industri manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) dapat diketahui bahwa variabel kebijakan hutang yang diprosikan dengan DER (*debt to equity ratio*) tahun 2009-2013 berfluktuasi dari tahun ke tahun. Hal ini dapat dilihat pada Tabel 1.1 sebagai berikut:

Tabel 1. Rata-rata Kebijakan Hutang (DER) Perusahaan Manufaktur di BEI Tahun 2009-2013

Variabel	Tahun				
	2009	2010	2011	2012	2013
DER (<i>Debt to Equity Ratio</i>)	2.457	1.624	1.240	0.810	0.674

Sumber : ICMD

Berdasarkan Tabel 1. rata-rata DER perusahaan manufaktur selama tahun 2009 sampai dengan tahun 2013 mengalami penurunan. Hal ini menunjukkan bahwa proporsi hutang untuk membiayai aktiva cenderung berubah tiap tahunnya tergantung dari keputusan manajer dan pemegang saham. Brigham dan Houston (2001) menyatakan dalam *signaling theory* bahwa perusahaan dengan prospek yang menguntungkan akan mencoba menghindari penjualan saham dan mengusahakan modal baru dengan cara-cara lain seperti dengan menggunakan hutang.

Shaheen dan Malik (2012) melakukan kajian tentang pengaruh faktor-faktor penentu pembiayaan hutang pada perusahaan tekstil di Pakistan. Tujuan penelitiannya adalah mengkaji tiga variabel independen yaitu intensitas modal, ukuran perusahaan dan profitabilitas sedangkan variabel dependen yang dikaji yaitu pembiayaan hutang. Studi ini menyimpulkan bahwa proporsi pembiayaan hutang dalam struktur modal dipengaruhi oleh profitabilitas, ukuran dan intensitas modal perusahaan.

Bermula dari hasil kajian empiris yang dilakukan oleh Shaheen dan Malik (2012), penelitian ini berusaha mereplikasi dan mengembangkan penelitian yang dilakukan oleh Shaheen dan Malik (2012) namun untuk variabel intensitas modal tidak dikaji sebagai variabel independen, hal ini dikarenakan sampai dilakukan penelitian ini belum ditemukan adanya *research gap* pada variabel

intensitas modal terhadap kebijakan hutang. Pengembangan variabel yang dikaji dalam penelitian ini dengan menambahkan variabel kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, pertumbuhan perusahaan dan *free cash flow*.

Manajer mempunyai kecenderungan untuk menggunakan hutang yang tinggi bukan atas dasar maksimalisasi nilai perusahaan melainkan untuk kepentingan oportunistik. Hal ini menyebabkan meningkatnya beban bunga perusahaan karena risiko kebangkrutan semakin tinggi sehingga biaya agensi hutang semakin tinggi. Kepemilikan manajerial dalam kaitannya dengan kebijakan hutang mempunyai peranan penting yaitu sebagai pengendali kebijakan keuangan perusahaan agar sesuai dengan keinginan pemegang saham (Meggison, 1997).

Jensen *et al.* (1992) dalam kajiannya menyimpulkan bahwa *insider ownership* berpengaruh negatif terhadap tingkat *debt* dan *dividend*. Dengan demikian, meningkatnya *insiders ownership* dapat mensejajarkan kepentingan *insiders ownership* dengan kepentingan para *outside shareholders* dan mengurangi peranan hutang sebagai salah satu alat untuk mengurangi konflik keagenan. Moh'd *et al.* (1998) menyimpulkan bahwa struktur kepemilikan (*percent insiders ownership, shareholders dispersion, dan percent institutional investors*) mempunyai pengaruh yang signifikan dan berhubungan negatif dengan rasio hutang perusahaan. Fried dan Lang (1988) menunjukkan

bahwa kepemilikan saham oleh manajemen memiliki hubungan kausal negatif dan substitusi dengan hutang. Kim dan Sorenson (1986) menjelaskan bahwa pada perusahaan-perusahaan yang sahamnya dimiliki oleh sebagian besar oleh manajemen, membutuhkan hutang yang lebih banyak karena *insider* dengan mudah mempertahankan kontrol efektifnya jika kepemilikan mereka tidak digantikan. Putri dan Nasir (2006) serta Fadah dan Novi (2008) menyimpulkan bahwa kepemilikan manajerial mempunyai pengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan hutang. Hasil berbeda ditunjukkan oleh Indahningrum dan Handayani (2009), Yenieatie dan Destriana (2010), Steven dan Lina (2011), Hardiningsih dan Oktaviani (2012), Surya dan Rahayuningsih (2012) menunjukkan kepemilikan manajerial tidak mempunyai pengaruh terhadap kebijakan hutang.

Pemegang saham institusional biasanya berbentuk entitas seperti perbankan, asuransi, dana pensiun, reksa dana, dan institusi lain. Investor institusional umumnya merupakan pemegang saham yang cukup besar karena memiliki pendanaan yang besar. Tingkat kepemilikan institusional yang tinggi menimbulkan usaha pengawasan yang lebih besar untuk menghalangi perilaku *opportunistic* manajer. Bhatala, Moon, dan Rao (1994), menyatakan bahwa penggunaan hutang dan kepemilikan saham oleh manajemen mempunyai hubungan yang negatif terhadap kepemilikan saham oleh institusi. Grier dan Zychowics (1994) juga menyatakan bahwa kepemilikan

saham oleh institusi dapat menggantikan peranan hutang dalam memonitor manajemen perusahaan. Dengan demikian, semakin besar prosentase saham yang dimiliki oleh institusi akan menyebabkan usaha *monitoring* menjadi semakin efektif, karena dapat mengendalikan perilaku oportunistik yang dilakukan oleh para manajemen dan memaksa manajemen untuk mengurangi tingkat hutang secara optimal, sehingga akan mengurangi *agency cost*.

Crutchley *et al.* (1999), Indahningrum dan Handayani (2009), menyimpulkan bahwa kepemilikan saham oleh institusi mempunyai pengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan hutang. Hasil berbeda ditunjukkan oleh Moh'd, Perry dan Rimbey (1998), Yenieatie dan Destriana (2010), menemukan bahwa kepemilikan saham oleh institusional mempunyai hubungan yang signifikan dan negatif terhadap kebijakan hutang. Sedangkan Putri dan Nasir (2006), Surya dan Rahayuningsih (2012) dan Nuraina (2012) menunjukkan kepemilikan saham oleh institusi tidak mempunyai pengaruh terhadap kebijakan hutang.

Kebijakan hutang perusahaan dapat dipengaruhi oleh ukuran perusahaan. Variabel *firm size* atau ukuran perusahaan sangat bergantung pada besar kecilnya perusahaan yang juga berpengaruh terhadap struktur modal, terutama berkaitan dengan kemampuan memperoleh pinjaman. Perusahaan besar lebih mudah memperoleh pinjaman karena nilai aktiva yang dijadikan jaminan lebih besar dan

tingkat kepercayaan bank lebih tinggi. Selain itu, Semakin besarnya ukuran perusahaan maka kebutuhan akan dana juga akan semakin besar yang salah satunya dapat berasal dari pendanaan eksternal yaitu hutang. Perusahaan besar memiliki keuntungan aktivitas serta lebih dikenal oleh publik dibandingkan dengan perusahaan kecil sehingga kebutuhan hutang perusahaan yang besar akan lebih tinggi dari perusahaan kecil. Selain itu, semakin besar ukuran perusahaan maka perusahaan semakin transparan dalam mengungkapkan kinerja perusahaan kepada pihak luar, dengan demikian perusahaan semakin mudah mendapatkan pinjaman karena semakin dipercaya oleh kreditor.

Penelitian yang dilakukan Homaifar dan Zietz *et al.* (1994), Lopez dan Francisco (2008), Junaidi (2006), Surya dan Rahayuningsih (2012), Nuraina (2012) menunjukkan hasil yang seragam dimana ukuran perusahaan berpengaruh secara positif signifikan terhadap tingkat hutang perusahaan. Hasil berbeda ditunjukkan oleh Steven dan Lina (2011) menunjukkan ukuran perusahaan tidak mempunyai pengaruh terhadap kebijakan hutang.

Berdasarkan hasil penelitian tersebut di atas menunjukkan bahwa terjadi kontradiksi antara peneliti satu dengan lainnya. Hal ini menjadi alasan dengan menguji kembali variabel kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, dan ukuran perusahaan pengaruhnya terhadap kebijakan hutang.

HIPOTESIS PENELITIAN

Tujuan dari setiap pengelolaan perusahaan adalah untuk memaksimalkan kemakmuran pemiliknya (Brigham dan Gapenski, 1999). Perkembangan perusahaan menuju pada tingkatan yang lebih besar mendorong perusahaan untuk menggunakan suatu strategi pengelolaan perusahaan yang baru, dimana para pemilik perusahaan harus berani mengambil keputusan untuk menyerahkan manajemen pengelolaan perusahaannya kepada pihak lain yang lebih profesional.

Idealnya kepentingan manajer harus sejalan dengan kesejahteraan *shareholder* namun biasanya *shareholder* dan manajer memiliki kepentingan atau tujuan yang berbeda-beda. *Shareholder* menginginkan manajer bekerja dengan tujuan memaksimalkan kemakmuran pemegang saham. Sebaliknya manajer dapat saja bertindak tidak untuk memaksimalkan kemakmuran *shareholder*, tetapi berkepentingan untuk kemakmuran dirinya sendiri. Pertentangan kepentingan antara manajer dengan *shareholder*, atau *shareholder*/manajer dengan kreditor inilah yang dikenal dengan masalah keagenan (*agency problem*).

Manajer berkepentingan dengan perolehan laba perusahaan, semakin besar perolehan laba maka semakin besar pula insentif yang diharapkan. Sebaliknya pemilik cenderung memenuhi sumber dana dari hutang dengan adanya perlindungan pajak atas bunga, pemilik berharap pendapatan sahamnya semakin tinggi (Brigham dan Daves, 2007:10). Jensen *et al.* (1992) dalam kajiannya

menyimpulkan bahwa *insider ownership* berpengaruh negatif terhadap tingkat *debt*. Moh'd *et al.* (1998) menyimpulkan bahwa struktur kepemilikan (*percent insiders ownership, shareholders dispersion, dan percent institutional investors*) mempunyai pengaruh yang signifikan dan berhubungan negatif dengan rasio hutang perusahaan. Fried dan Lang (1988) menunjukkan bahwa kepemilikan saham oleh manajemen memiliki hubungan kausal negatif dan substitusi dengan hutang. Kim dan Sorenson (1986) menjelaskan bahwa pada perusahaan-perusahaan yang sahamnya dimiliki oleh sebagian besar oleh manajemen, membutuhkan hutang yang lebih banyak. Putri dan Nasir (2006), Fadah dan Novi (2008) menyimpulkan bahwa kepemilikan manajerial mempunyai pengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan hutang.

Berdasarkan hasil kajian empiris maka hipotesis penelitian ini dinyatakan sebagai berikut:

H₁ Kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap kebijakan hutang

Grier dan Zychowics (1994) menyatakan bahwa kepemilikan saham oleh institusi dapat menggantikan peranan hutang dalam memonitor manajemen perusahaan. Dengan demikian, semakin besar prosentase saham yang dimiliki oleh institusi akan menyebabkan usaha *monitoring* menjadi semakin efektif, karena dapat mengendalikan perilaku oportunistik yang dilakukan oleh para manajemen dan memaksa manajemen untuk mengurangi tingkat hutang secara optimal,

sehingga akan mengurangi *agency cost*.

Moh'd, Perry dan Rimbey (1998) menemukan bahwa kepemilikan saham oleh institusional mempunyai hubungan yang signifikan dan negatif terhadap kebijakan hutang. Hasil berbeda ditunjukkan oleh Crutchley *et al.* (1999) bahwa pengaruh kepemilikan institusional terhadap kebijakan hutang adalah positif. Kebijakan hutang yang tinggi menyebabkan perusahaan dimonitor oleh pihak *debtholders*. Karena monitoring dalam perusahaan yang ketat tadi menyebabkan manajer akan bertindak sesuai. Indahningrum dan Handayani (2009), Yenieatie dan Destriana (2010) menyimpulkan bahwa kepemilikan saham oleh institusi mempunyai pengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang.

Berdasarkan hasil kajian empiris maka hipotesis penelitian ini dinyatakan sebagai berikut:

H₂ Kepemilikan institusional berpengaruh terhadap kebijakan hutang

Perusahaan besar memiliki keuntungan aktivitas serta lebih dikenal oleh publik dibandingkan dengan perusahaan kecil sehingga kebutuhan hutang perusahaan yang besar akan lebih tinggi dari perusahaan kecil. Selain itu, semakin besar ukuran perusahaan maka perusahaan semakin transparan dalam mengungkapkan kinerja perusahaan kepada pihak luar, dengan demikian perusahaan semakin mudah mendapatkan pinjaman karena semakin dipercaya oleh kreditur.

Penelitian yang dilakukan Homaifar dan Zietz *et al.* (1994), Lopez dan Francisco (2008), Shaheen dan Malik (2012) menunjukkan hasil yang seragam dimana ukuran perusahaan berpengaruh secara positif signifikan terhadap tingkat hutang perusahaan. Junaidi (2006), Surya dan Rahayuningsih (2012), Nuraina (2012) menyimpulkan bahwa ukuran perusahaan mempunyai pengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang.

Berdasarkan hasil kajian empiris maka hipotesis penelitian ini dinyatakan sebagai berikut:

H₃ Ukuran perusahaan berpengaruh terhadap kebijakan hutang

METODE PENELITIAN

Jenis Penelitian

Penelitian ini menggunakan jenis penelitian eksplanatori (*explanatory research*) yaitu penelitian yang berupaya menjelaskan hubungan antara satu variabel dengan variabel yang lain.

Populasi dan Pemilihan Sampel

Populasi yang diambil dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar dan masih aktif di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama tahun 2011 sampai dengan tahun 2013 berjumlah 138 perusahaan. Untuk menghindari kesalahan pengambilan sampel, maka ditentukan kriteria sampel penelitian, yaitu 1) Perusahaan tersebut harus terdaftar dan tetap ada selama periode penelitian, yaitu tahun 2011 sampai dengan tahun 2013 dan perusahaan yang mempunyai *managerial ownership*

(kepemilikan manajerial) seperti Direktur dan Komisaris yang terdaftar sebagai *shareholders* (pemegang saham).

Berdasarkan kriteria populasi tersebut maka diperoleh sebanyak 39 perusahaan. Pengambilan sampel dilakukan dengan metode sampling jenuh yaitu seluruh anggota populasi digunakan sebagai sampel.

Jenis dan Sumber Data

Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder, yaitu sumber data penelitian yang diperoleh secara tidak langsung atau melalui media perantara yaitu data laporan keuangan perusahaan yang terpilih sebagai sampel periode tahun 2011 sampai dengan tahun 2013 yang diunduh dari website Bursa Efek Indonesia (BEI). Sumber data penelitian ini diperoleh dari situs www.idx.go.id, www.yahoo.com, dan ICMD.

Teknik dan Pengumpulan Data

Teknik pengumpulan data yang digunakan adalah teknik dokumentasi yaitu dengan mendokumentasikan laporan keuangan dan *Summary of Financial Statement* yang tercantum dalam *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD) perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI pada tahun 2011 sampai dengan tahun 2013. Data laporan keuangan tersebut adalah laporan keuangan yang sudah diaudit.

Metode Analisis Data

Metode yang digunakan untuk mengetahui pengaruh kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, ukuran perusahaan, pertumbuhan perusahaan, *free cash flow* dan profitabilitas terhadap

kebijakan hutang digunakan analisis regresi berganda dengan program aplikasi SPSS. Model analisis statistik, model regresi linear berganda sebagai berikut:

$$Y = a + b_1X_1 + b_2X_2 + b_3X_3 + b_4X_4 + b_5X_5 + b_6X_6 + e$$

Dimana:

Y = Kebijakan hutang

a = Konstanta

b = *Standardized coefficient beta*

X₁ = Kepemilikan manajerial

X₂ = Kepemilikan institusional

X₃ = Ukuran perusahaan

X₄ = Pertumbuhan perusahaan

X₅ = *Free cash flow*

X₆ = Profitabilitas

e = *Standart error estimation*

HASIL DAN PEMBAHASAN

Hasil Analisis Regresi Berganda

Analisis regresi linier berganda digunakan untuk melihat pengaruh ada tidaknya pengaruh variabel kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, ukuran perusahaan pertumbuhan perusahaan, *free cash flow* dan profitabilitas terhadap kebijakan hutang. Hasil perhitungan analisis regresi linier berganda dilakukan dengan bantuan *Statistical Package for Social Science (SPSS) 17.0 for windows*, seperti yang ditampilkan pada Tabel 2.

Tabel 2. Rekapitulasi Hasil Analisis Regresi Linier Berganda

Variabel Penelitian	Unstandardized Coefficients	t	Prob.	Keterangan
Kontanta	0.902			
Kepemilikan Manajerial	-0,438	-4.193	0.000*	Signifikan
Kepemilikan Institusional	-0,279	-2.738	0.007*	Signifikan
Ukuran Perusahaan	0,177	2.029	0.045*	Signifikan
R : 0.564				
R Square : 0.318				
F hitung : 8.541				
Prob. F : 0.000				

Sumber : Data diolah

Besarnya nilai koefisien korelasi berganda (R) adalah 0.564 hal ini menunjukkan bahwa besarnya hubungan antara variabel kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, ukuran perusahaan, pertumbuhan perusahaan, *free cash flow* dan profitabilitas dengan kebijakan hutang sebesar 56.4%. Hasil ini menunjukkan bahwa variabel kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, ukuran perusahaan, pertumbuhan perusahaan, *free cash*

flow dan profitabilitas memiliki tingkat keeratan yang tinggi dengan kebijakan hutang.

Daya prediksi dari model regresi (*R-square*) yang dibentuk dalam pengujian ini sebesar 0.318. Hasil ini mengindikasikan bahwa kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, ukuran perusahaan, pertumbuhan perusahaan, *free cash flow* dan profitabilitas mempunyai kontribusi terhadap kebijakan hutang sebesar 31.8%, sedangkan sisanya

68.2% dipengaruhi oleh variabel lain di luar model.

Uji F dalam penelitian ini digunakan untuk menguji ketepatan atau keberartian model penelitian. Berdasarkan hasil penelitian diperoleh nilai F sebesar 8.541 dengan nilai probabilitas sebesar 0.000 dan signifikan pada alpha (α) sebesar 5% (0,05). Hal ini mempunyai makna bahwa kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, ukuran perusahaan, pertumbuhan perusahaan, *free cash flow* dan profitabilitas layak untuk menjelaskan kebijakan hutang.

Berdasarkan Tabel 2 dapat dijelaskan bahwa besarnya nilai t_{hitung} untuk variabel kepemilikan manajerial (X_1) adalah -4.193 dengan nilai koefisien sebesar -0.438 dan memiliki nilai signifikansi sebesar 0.000 lebih kecil dari signifikan statistik pada $\alpha = 5\%$, sehingga menolak H_0 yang artinya bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang. Artinya semakin banyak kepemilikan saham oleh manajerial akan menurunkan kebijakan hutang sebesar 43.8%.

Besarnya nilai t_{hitung} untuk variabel kepemilikan institusional (X_2) adalah -2.738 dengan nilai koefisien sebesar -0.279 dan memiliki nilai signifikansi sebesar 0.007 lebih kecil dari signifikan statistik pada $\alpha = 5\%$, sehingga menolak H_0 yang artinya bahwa kepemilikan institusional berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang. Artinya semakin banyak kepemilikan saham oleh institusional akan menurunkan kebijakan hutang sebesar 27.9%.

Besarnya nilai t_{hitung} untuk variabel ukuran perusahaan (X_3) adalah 2.029 dengan nilai koefisien sebesar 0.177 dan memiliki nilai signifikansi sebesar 0.045 lebih kecil dari signifikan statistik pada $\alpha = 5\%$, sehingga menolak H_0 yang artinya bahwa ukuran perusahaan memberikan pengaruh terhadap kebijakan hutang. Artinya, semakin besar ukuran perusahaan akan meningkatkan kebijakan hutang sebesar 17.7%.

PEMBAHASAN

Pengaruh kepemilikan manajerial terhadap kebijakan hutang

Berdasarkan hasil analisis statistik inferensial diperoleh bukti bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang. Dengan kata lain, setiap kenaikan presentase kepemilikan saham manajerial maka akan menurunkan hutang perusahaan. Hasil analisis juga menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial mempunyai nilai yang signifikan, artinya proporsi kepemilikan saham oleh manajer mempengaruhi kebijakan hutang perusahaan.

Hal ini sejalan dengan teori agensi *debt* bahwa ketika kepemilikan manajerial dinaikkan, maka manajer yang mana sekarang ikut memiliki perusahaan akan mempertimbangkan tindakan oportunistiknya lagi dan akan semakin berhati-hati dalam mengambil keputusan dana berupa hutang. Hal ini juga dikarenakan kepemilikan manajerial dapat mensejajarkan kepentingan manajemen dan pemegang saham sehingga manajer akan merasakan

langsung manfaat dari keputusan yang diambil dengan benar dan merasakan kerugian sebagai konsekuensi dari pengambilan keputusan yang salah terutama pada pengambilan keputusan mengenai hutang.

Dengan demikian jika manajer memiliki kepemilikan saham tinggi dalam perusahaan, maka mereka akan mengurangi tingkat hutang secara optimal, sehingga akan mengurangi biaya keagenan (Jensen dan Meckling, 1976) serta biaya keagenan atas hutang dapat dikurangi dengan adanya kepemilikan manajerial, yang mampu mewarnai pengambilan keputusan manajemen mengenai kebijakan hutang sebab *corporate insider* memiliki motivasi untuk menggunakan investasi dan keputusan keuangan yang bersifat lebih menguntungkan mereka.

Hasil kajian ini menguatkan kajian sebelumnya yang dilakukan oleh Moh'd *et al.* (1998) menyimpulkan bahwa struktur kepemilikan (*percent insiders ownership, shareholders dispersion*, dan *percent institutional investors*) mempunyai pengaruh yang signifikan dan berhubungan negatif dengan rasio hutang perusahaan. Selain itu juga mendukung penelitian Fried dan Lang (1988) menunjukkan bahwa kepemilikan saham oleh manajemen memiliki hubungan kausal negatif dan substitusi dengan hutang. Jensen *et al.* (1992) juga mengatakan bahwa *insider ownership* berpengaruh negatif terhadap tingkat *debt*. Putri dan Nasir (2006), Fadah dan Novi (2008) menyimpulkan bahwa kepemilikan manajerial mempunyai pengaruh

negatif signifikan terhadap kebijakan hutang. Hal ini menunjukkan bahwa penggunaan hutangan semakin berkurang seiring dengan meningkatnya kepemilikan saham oleh *insider*.

Pengaruh kepemilikan institusional terhadap kebijakan hutang

Berdasarkan hasil analisis statistik inferensial diperoleh bukti bahwa kepemilikan insitusal berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang. Dengan kata lain, setiap kenaikan presentase kepemilikan saham insitusal maka akan menurunkan hutang perusahaan. Hasil ini juga dapat dijelaskan bahwa ketika suatu perusahaan dikuasai oleh investor institusional dalam jumlah atau tingkatan yang besar maka akan menimbulkan adanya kekuasaan yang besar pada institusional investor tersebut. Kekuasaan yang besar pada kepemilikan institusional ini mengakibatkan munculnya kontrol yang ketat pula terhadap manajer sehingga tindakan pencarian pendanaan perusahaan oleh pihak eksternal yaitu berupa hutang akan semakin ditekan dan dikendalikan.

Hasil analisis juga menunjukkan bahwa kepemilikan institusional mempunyai nilai signifikan yang artinya proporsi kepemilikan saham oleh institusi mempengaruhi kebijakan hutang perusahaan. Kepemilikan institusional ini mempengaruhi keputusan pencarian dana apakah melalui hutang atau *right issue*. Jika pendanaan diperoleh melalui hutang berarti rasio hutang terhadap ekuitas akan meningkat, sehingga akhirnya akan meningkatkan risiko. Kebijakan

hutang yang tinggi menyebabkan perusahaan dimonitor oleh pihak *debtholders* sehingga kondisi ini akan menarik masuknya kepentingan institusional. Penggunaan hutang yang kurang proporsional juga akan menurunkan nilai perusahaan dan meningkatkan risiko, oleh karena itu manajer akan berhati-hati dalam penggunaan hutang. Semakin tinggi kepemilikan institusional maka diharapkan semakin kuat kontrol internal terhadap perusahaan dimana akan dapat mengurangi biaya keagenan pada perusahaan serta penggunaan hutang yang kurang tepat oleh manajer.

Grier dan Zychowics (1994) juga menyatakan bahwa kepemilikan saham oleh institusi dapat menggantikan peranan hutang dalam memonitor manajemen perusahaan. Dengan demikian, semakin besar prosentase saham yang dimiliki oleh institusi akan menyebabkan usaha *monitoring* menjadi semakin efektif, karena dapat mengendalikan perilaku oportunistik yang dilakukan oleh para manajemen dan memaksa manajemen untuk mengurangi tingkat hutang secara optimal, sehingga akan mengurangi *agency cost*.

Hasil kajian ini menguatkan kajian sebelumnya yang dilakukan oleh Moh'd, Perry dan Rimbey (1998) menemukan bahwa kepemilikan saham oleh institusional mempunyai hubungan yang signifikan dan negatif terhadap kebijakan hutang. Indahningrum dan Handayani (2009), Yeniatie dan Destriana (2010), menyimpulkan bahwa kepemilikan saham oleh institusi mempunyai pengaruh

signifikan terhadap kebijakan hutang.

Pengaruh ukuran perusahaan terhadap kebijakan hutang

Berdasarkan hasil analisis statistik inferensial diperoleh bukti bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang. Ukuran perusahaan adalah suatu skala yang dapat diklasifikasikan dalam besar kecilnya perusahaan dengan berbagai cara, antara lain dengan total aktiva, *log size*, nilai pasar saham, dan stabilitas penjualan (Hol dan Wijst, 2006). Penentuan ukuran perusahaan ada juga didasarkan pada total asset perusahaan (Sujoko dan Subiantoro, 2007). Besar kecilnya ukuran suatu perusahaan akan berpengaruh terhadap struktur modal, semakin besar perusahaan maka akan semakin besar pula dana yang dibutuhkan perusahaan untuk melakukan investasi. Semakin besar ukuran suatu perusahaan, maka kecenderungan menggunakan modal juga semakin besar, hal ini disebabkan karena perusahaan besar membutuhkan dana yang besar pula untuk menunjang operasionalnya.

Hubungan antara ukuran perusahaan dan *leverage* dipengaruhi oleh akses perusahaan ke pasar modal. Perusahaan besar dapat dengan mudah mengakses pasar modal. Kemudahan untuk mengakses pasar modal berarti perusahaan memiliki fleksibilitas dan kemampuan untuk mendapat dana lebih banyak (Manan, 2004).

Perusahaan besar memiliki keuntungan aktivitas serta lebih dikenal oleh publik dibandingkan dengan perusahaan kecil sehingga kebutuhan hutang perusahaan yang

besar akan lebih tinggi dari perusahaan kecil. Selain itu, semakin besar ukuran perusahaan maka perusahaan semakin transparan dalam mengungkapkan kinerja perusahaan kepada pihak luar, dengan demikian perusahaan semakin mudah mendapatkan pinjaman karena semakin dipercaya oleh kreditur.

Hasil kajian ini menguatkan kajian sebelumnya yang dilakukan oleh Homaifar dan Zietz *et al.* (1994), Lopez dan Francisco (2008), Shaheen dan Malik (2012) menunjukkan hasil yang seragam dimana ukuran perusahaan berpengaruh secara positif signifikan terhadap tingkat hutang perusahaan. Junaidi (2006), Surya dan Rahayuningsih (2012), Nuraina (2012) menyimpulkan bahwa ukuran perusahaan mempunyai pengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang.

KESIMPULAN DAN SARAN

Kesimpulan

Penelitian ini menguji pengaruh struktur modal, kebijakan dividen, ukuran perusahaan, kepemilikan saham manajerial dan profitabilitas terhadap nilai perusahaan. Berdasarkan hasil penelitian ditemukan bahwa 1) kepemilikan manajerial berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang. Artinya dengan adanya kepemilikan manajerial, manajer akan merasakan langsung manfaat dari keputusan yang diambil dengan benar dan merasakan kerugian apabila keputusan yang diambil salah terutama keputusan mengenai hutang. Dengan demikian manajer ikut memiliki perusahaan

sehingga manajer tidak mungkin bertindak opportunistik lagi dan akan semakin hati-hati dalam menggunakan hutang. 2) Kepemilikan institusional berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang. Artinya ketika suatu perusahaan dikuasai oleh institusional investor dalam jumlah atau tingkatan yang besar maka akan menimbulkan adanya kekuasaan yang besar pada institusional investor tersebut. Kekuasaan yang besar pada kepemilikan institusional ini mengakibatkan munculnya kontrol yang ketat pula terhadap manajer sehingga tindakan pencarian pendanaan perusahaan oleh pihak eksternal yaitu berupa hutang akan semakin ditekan dan dikendalikan. 3) Ukuran perusahaan memberikan pengaruh terhadap kebijakan hutang. Artinya, perusahaan besar memiliki keuntungan aktivitas serta lebih dikenal oleh publik dibandingkan dengan perusahaan kecil sehingga kebutuhan hutang perusahaan yang besar akan lebih tinggi dari perusahaan kecil. Selain itu, semakin besar ukuran perusahaan maka perusahaan semakin transparan dalam mengungkapkan kinerja perusahaan kepada pihak luar, dengan demikian perusahaan semakin mudah mendapatkan pinjaman karena semakin dipercaya oleh kreditur.

Saran

Berdasarkan kesimpulan dan keterbatasan hasil penelitian di atas, maka dapat disarankan sebagai berikut 1) Dalam pelaksanaan operasi, perusahaan sebaiknya mengurangi proporsi pendanaan dari

hutang sehingga dapat mengurangi *financial distress*, karena pendanaan dari hutang perusahaan menyebabkan *financial distress* dan *agency cost* lebih besar dibandingkan dengan penghematan pajak dari beban bunga utang, akibatnya perusahaan sangat rentan terhadap gejala perekonomian. 2) Perusahaan sebaiknya meningkatkan *firm size* supaya lebih memiliki arus kas yang lebih stabil yang dapat mengurangi risiko dari penggunaan utang agar dapat menghindari risiko kebangkrutan di masa mendatang. 3) Perlunya perluasan penyebaran kepemilikan saham sehingga dapat tercapai kepemilikan mayoritas yang independen dengan manajemen sesuai dengan peraturan yang ada, yang pada akhirnya mengurangi praktek-praktek yang tidak sehat yang dapat merugikan pemegang saham minoritas. 4) Penelitian selanjutnya perlu mengembangkan penelitian ini dengan memperluas sampel penelitian pada sektor industri yang lainnya sehingga dapat mencerminkan kondisi industri di Indonesia.

DAFTAR PUSTAKA

- Babu, S., dan Jain, P.K. 1998. Empirical Testing of Pecking Order Hypothesis with Reference to Capital Structure Practices in India. *Journal of Financial Management & Analysis*. Vol. 11, Issue. 2, P. 63-74.
- Bathala, C.T., Moon, K.P., dan Rao, R.P. 1994. Managerial Ownership, Debt Policy, and the Impacts of Institutional Holding: An Agency Perspective. *Financial Management*. Vol. 23, No. 3, P. 28-50.
- Brigham, E.F., dan Weston, J.F. 1990. *Manajemen Keuangan*. Edisi Kesembilan. Erlangga: Jakarta.
- Cruthley, C.E., dan Robert, S.H. 1989. A Test of Agency Theory of Managerial Ownership, Corporate Leverage, and Corporate Dividends. *Financial Management*. Vol. 18, P. 36-46.
- Fadah, I., dan Novi, R.A. 2008. Interdependensi Kebijakan Dividen, Kebijakan Hutang dan Kepemilikan Manajerial: Perspektif Teori Keagenan. *National Conference on Management Research*. P.1-18.
- Friend, I., dan Lang, H.P. 1988. An Empirical Test of The Impact of Managerial Self-interest on Corporate Capital Structure. *Journal of Finance*. Vol. 43, P. 271-282.
- Grief, P., dan Zychowicz, E. 1994. Institutional Investors, Corporate Discipline, and The Role of Debt. *Journal of Economics and Business*. Vol. 46, P. 1-11.
- Hardiningsih, P., dan Oktaviani, M.O. 2012. Determinan Kebijakan Hutang (Dalam Agency Theory dan Pecking Order Theory). *ISSN :1779-4878*. Vol. 1, P. 11-24.
- Homaifar, G., Zietz, J., Benkato, A. 1994. An Empirical Model of Capital Structure: Some New Evidence. *Journal of Business Finance & Accounting*. Vol. 21, Issue. 1, P. 1-14.
- Indahningrum, R.P., dan Handayani, R. 2009. Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Instiusional, Dividen,

- Pertumbuhan Perusahaan, Free Cash Flow dan Profitabilitas terhadap Kebijakan Hutang. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*. Vol. 11, No. 3, P. 189-207.
- Jensen, G.R., Solberg, D.P., dan Zorn, T.S. 1992. Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt, and Dividend Policies. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. Vol. 27, P. 247-263.
- Junaidi. 2006. Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Institusional terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan: Sebuah Perspektif Agency Theory dengan Variabel Kontrol *Dividend Payout Ratio*, Ukuran Perusahaan, *Assets Structure*, dan Risiko Bisnis. *Tesis*. Program Pascasarjana Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Brawijaya.
- Kim, W.S., dan Sorensen, E.H. 1986. Evidence on the Impact of the Agency Costs of Debt on Corporate Debt Policy. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*. Vol. 21, No. 2, P. 131-144.
- Lopez, J., dan Sogorb, F. 2008. Testing Trade-Off and Pecking Order Theories Financing SMEs. *Small Business Economics*. Vol. 31, Issue. 2, P. 117-136.
- Megginson, W.L. 1997. *Corporate Finance Theory*. Addison-Wesley Educational Publishers Inc.
- Moh'd, M.A., Perry, L.G., dan Rimbey, J.N. 1998. The Impact of Ownership Structure on Corporate Debt Policy: A Time-Series Cross-Sectional Analysis. *The Financial Review*. Vol. 33, P. 85-98.
- Nuraina, E. 2012. Pengaruh Kepemilikan Institusional dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Hutang dan Nilai Perusahaan (Studi pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI). *Jurnal Bisnis dan Ekonomi (JBE)*. Vol. 19, No. 19, P. 110-125.
- Putri, I.F., dan Nasir, M. 2006. Analisis Persaman Simultan Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Instiusional, Risiko, Kebijakan Hutang dan Kebijakan Dividen Dalam Perspektif Teori Keagenan. *Simposium Nasional Akuntansi IX*. Ikatan Akuntan Indonesia.
- Shaheen, S., dan Malik, Q.A. 2012. The Impact of Capital Intensity, Size of Firm And Profitability on Debt Financing In Textile Industry of Pakistan. *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business*. Vol. 3, No. 10.
- Steven dan Lina. 2011. Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang Perusahaan Manufaktur. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*. Vol. 13, No. 3, Desember, 163-181.
- Sujoko, dan Subiantoro, U. 2007. Pengaruh Struktur Kepemilikan Saham, Leverage, Faktor Intern dan Faktor Ekstern terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan*. Vol. 9, No. 1, P. 41-48.
- Surya, D., dan Rahayuningsih, D.A. 2012. Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang Perusahaan Non Keuangan Yang Terdaftar Dalam Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Bisnis & Akuntansi*. Vol. 14, No..3.

Yeniatie, dan Destriana, N. 2010.
Faktor-Faktor yang
Mempengaruhi Kebijakan Hutang
pada Perusahaan Non-Keuangan
yang Terdaftar di Bursa Efek
Indonesia. *Jurnal Bisnis dan
Akuntansi*. Vol. 12, No. 1, P. 1-
16.