

Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional dan Kebijakan Dividen terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan

Eva Larasati

Fakultas Ekonomi Universitas Tadulako, Kampus Bumi Bahari Tadulako, Palu

***Abstract:** the establishment of corporate governance is aimed to increase the wealth or owner through financial management function because every financial decision will influence other decision that impact their wealth firm's value. To achieve this aim, shareholders can delegate to management to improve shareholder value. The consequences is shareholder must monitor and control firm's performance because manager tend to behave opportunist. The mechanism that can minimize manager to act opportunistic are monitoring and bonding. On this research, monitoring mechanism can be related the increasing ownership structure.*

Research population is manufacture's company listed in Indonesia Stock Exchange (IDX) because its financial statement is already applied so that financial problem can be easy to analyze. The sampling techniques used is purposive sampling or judgment sampling based on research's aim.

Research variables are managerial ownership, institutional ownership, dividend policies as independent variables. Debt policies are implemented as dependent variables. The result shows (1) managerial ownership has no significant affect to debt policies (2) institutional ownership has a positive and significant influence to debt policies (3) dividend policies has a negative and significant influence to debt policies.

***Keyword :** managerial ownership, institutional ownership, dividend policy, debt policy*

Fungsi keuangan yang utama adalah dalam hal keputusan investasi, pembiayaan, dan dividen. Kepemilikan manajerial akan menentukan dividen yang dibayarkan pada pemegang saham. Pengelolaan manajemen harus dilakukan dengan hati-hati dan tepat. Menggunakan metode kuantitatif - regresi berganda dan dengan bersumber pada Bursa Efek Indonesia yang terdiri dari 197 perusahaan, hasil penelitian menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan; 2) kepemilikan institusional memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan hutang dan 3) kebijakan dividen memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang perusahaan. Peneliti menyarankan: 1) perusahaan hendaknya mengurangi pendanaan dari hutang sehingga dapat mengurangi financial distress; 2) penyebaran kepemilikan saham dan 3) memperluas penelitian pada sektor industri lain untuk mencerminkan kondisi industri Indonesia.

Kata kunci: kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, kebijakan dividen, kebijakan hutang

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 terhadap nilai perusahaan (Fama dan French, 1998).

Untuk mencapai tujuan tersebut, para pemegang saham (sebagai *principal*) bisa mempercayakan pengelolaan perusahaan kepada para profesional (pihak manajerial) untuk bekerja meningkatkan nilai kepentingan pemegang saham. Dalam perjalanannya, pihak manajemen yang berfungsi melaksanakan pengelolaan perusahaan,

memunculkan *agency cost*, karena perusahaan harus membayar tidak sedikit untuk keprofesionalan mereka mengelola perusahaan.

Rozeff (1982) berpendapat bahwa “kepemilikan manajerial yang tinggi menyebabkan dividen yang dibayarkan pada pemegang saham rendah”. Penetapan dividen rendah disebabkan manajer memiliki harapan investasi di masa mendatang yang dibiayai dari sumber internal. Distribusi saham antara pemegang saham dari luar yaitu institusional investor dan *shareholders dispersion* dapat mengurangi *agency cost* karena kepemilikan mewakili suatu sumber kekuasaan (*source of power*) yang berguna mendukung keberadaan manajemen atau sebaliknya (Moh’d, Perry & Rimbey, 1998). Hal ini bertentangan dengan pendapat Jensen (1992) yang mengidentifikasi bahwa peningkatan *insider ownership* akan mensejajarkan kepentingan antara pemegang saham dan manajer, sehingga kepemilikan manajerial bisa menggantikan peranan hutang dalam mengurangi *agency cost*.

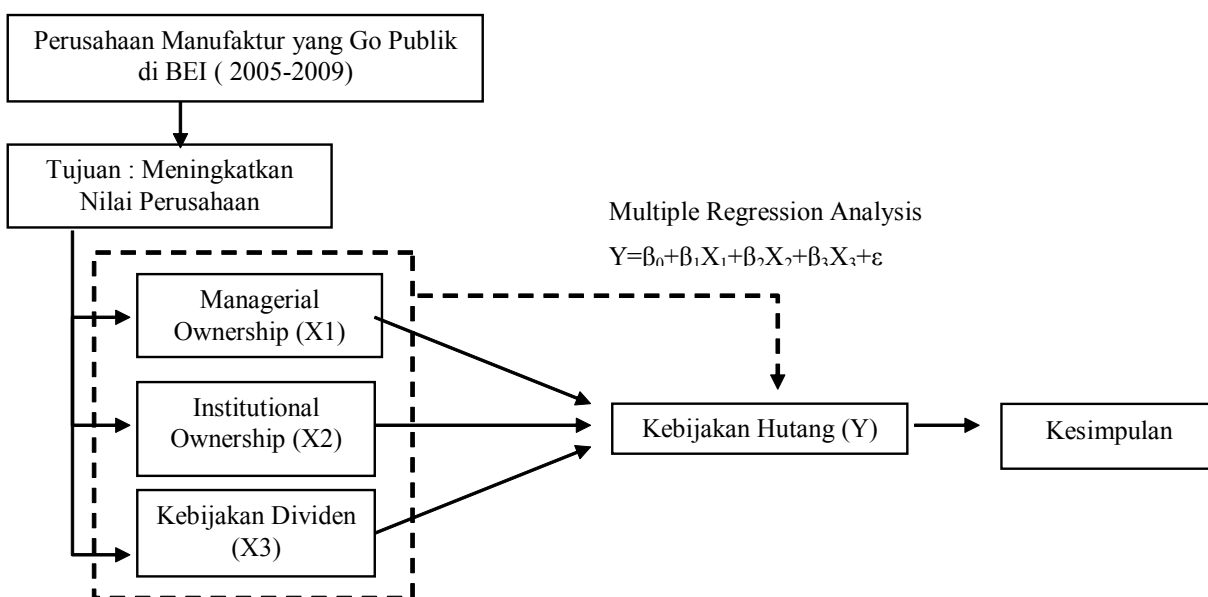
Fungsi keuangan yang utama menurut Weston dan Copeland (1995: 5) adalah dalam hal keputusan investasi, pembiayaan, dan dividen. Sedangkan Husnan (2002: 4) mengemukakan bahwa manajemen keuangan menyangkut kegiatan perencanaan, analisis dan pengendalian kegiatan keuangan. Kegiatan-kegiatan tersebut dapat dikelompokkan menjadi dua kegiatan utama, yaitu kegiatan menggunakan dana dan kegi-

atan mencari dana yang keduanya sebagai kegiatan utama yang disebut sebagai fungsi keuangan. Aktivitas utama manajer keuangan adalah membuat keputusan investasi dan keputusan-keputusan pendanaan (Gitman, 2003: 12).

Keputusan investasi ditentukan dua tipe gabungan dari bentuk *asset*, *current assets* dan *fixed asset*, sedangkan keputusan pendanaan ditentukan oleh dua tipe gabungan dari pendanaan yang digunakan perusahaan (*current liabilities* dan *long-term funds*).

Riyanto (1997: 15) meninjau pendanaan perusahaan dari sumber dana itu diperoleh, yakni pembelian dari luar perusahaan (*external financing*) dan *internal financing*. *External financing* adalah bentuk pembelanjaan dimana usaha pemenuhan kebutuhan dana diambil dari sumber-sumber yang berasal dari luar perusahaan, sedangkan *internal financing* adalah sumber dana yang berasal dari keuntungan laba ditahan dan depresiasi (penyusutan).

Kebijakan deviden menurut Brigham, *et al* (1999 : 479) adalah keputusan tentang apakah akan membagi laba atau menahannya untuk diinvestasikan kembali dalam perusahaan. Alokasi penentuan laba sebagai laba ditahan dan pembayaran dividen merupakan aspek utama dalam kebijakan dividen. Kebijakan dividen merupakan suatu keputusan untuk menentukan berapa besar bagian dari pendapatan perusahaan yang akan diberikan kepada pemegang saham, yang diinvestasi-



Gambar 1. Model Kerangka Pikir Penelitian

kan kembali atau ditahan dalam perusahaan.

Berdasarkan uraian terdahulu dan model kerangka pikir penelitian, maka dapat diajukan hipotesis sebagai berikut:

- H1 : Struktur kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional dan kebijakan dividen berpengaruh secara simultan terhadap kebijakan hutang perusahaan.
- H2 : Struktur kepemilikan Manajerial berpengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan.
- H3 : Struktur kepemilikan Institusional berpengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan.
- H4 : Kebijakan dividen berpengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan.

METODE

Penelitian ini termasuk penelitian kausalitas. Tujuan penelitian untuk mengetahui pengaruh kepemilikan manajerial dan institusional serta kebijakan deviden terhadap kebijakan tentang perusahaan.

Populasi penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan manufaktur yang go publik dan terdaftar di Bursa Efek Indonesia sebanyak 197 perusahaan (Indonesia *Capital Market Directory*, 2009). Laporan keuangan, volume perdagangan saham, harga penutupan saham dikumpulkan untuk dianalisis lebih lanjut menggunakan analisis regresi berganda.

HASIL

Hasil estimasi regresi berganda pada penelitian ini dapat dilihat pada Tabel 1. Pada Tabel 1, diketahui bah-

wa nilai R² atau Koefisien Determinasi adalah 0,137, hal ini berarti bahwa 13,7% variasi kebijakan hutang dapat dijelaskan oleh variasi dari ketiga variabel bebas pada penelitian ini. Sedangkan sisanya sebesar 86,3% dijelaskan oleh variabel-variabel lain di luar model.

PEMBAHASAN

Pengaruh Kepemilikan Manajerial terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan

Variabel kepemilikan manajerial mempunyai pengaruh yang tidak signifikan terhadap kebijakan hutang perusahaan. Hal ini ditunjukkan nilai t yang diperoleh sebesar 1,044 dengan tingkat signifikansi sebesar 0,299 dimana nilai ini jauh lebih besar dari probabilitas penelitian yang 0,05. Sehingga hipotesis (H2) yang memprediksi struktur kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan, tidak didukung. Hasil ini juga bertentangan dengan hasil yang diperoleh Jensen *et al* (1992) dan Moh'd *et al.* (1998) yang menemukan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang perusahaan. Hal ini mencerminkan bahwa manajer perusahaan publik di Indonesia bukanlah sebagai faktor penentu dalam pengambilan kebijakan pendanaan dari hutang karena jumlah saham yang dimiliki pihak manajer pada perusahaan manufaktur yang go publik di Indonesia masih sangat kecil.

Pada tahun 2005 rata-rata saham yang dimiliki oleh manajer sebesar 8,97%, tahun 2006 hanya sebesar 5,87% atau turun sebesar 3,1% dari tahun sebelumnya (lihat tabel 2). Tahun 2007 kembali terjadi penurunan

Tabel 1. Hasil Estimasi Regresi Berganda

Variabel Bebas	Unstandardized Koefisien Beta	Standardized Koefisien Beta	r Parsial	t – Stat	Sig. t
Kepemilikan Managerial	0.218	0,104	0.096	1.044	0.299
Kepemilikan Institusional	0.335	0.373	0.330	3.767	0.000
Kebijakan Dividen	-0.097	-0.174	-0.183	-2.007	0.047
R. Square	= 0.137				
R	= 0.370				
F. Statistik	= 6.120 (0.001)				
Konstanta	= 0.268				

(Sumber: Data Primer, diolah. 2009)

kepemilikan manajerial sebesar 0,54% menjadi 5,33% dari total saham yang beredar. Namun pada tahun 2008 terjadi peningkatan sebesar 1,66% menjadi 6,99% dan pada akhirnya pada tahun 2009 sebesar 5,98% atau turun 1,01%. Dari gambaran ini dapat dilihat bahwa manajer perusahaan manufaktur yang go publik di Indonesia belum merupakan faktor penentu dalam pengambilan kebijakan pendanaan dari hutang.

Pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan

Variabel kepemilikan institusional mempunyai pengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan hutang. Ini terlihat pada nilai t sebesar 3,767 dimana tingkat signifikansi jauh lebih kecil dibandingkan nilai probabilitas yaitu $0,000 < 0,05$. Sesuai dengan hipotesis (H3) yang memprediksi struktur kepemilikan institusional berpengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan. Hasil ini sesuai dengan temuan penelitian Crutchley (1999) menjelaskan bahwa variabel kepemilikan institusional mempunyai pengaruh positif terhadap kebijakan hutang. Pada tabel 2 menunjukkan bahwa rata-rata emiten di Indonesia lebih dari 55% sahamnya dimiliki oleh suatu institusi, artinya perusahaan go publik di Indonesia dikendalikan melalui institusi atau badan hukum (PT) berbentuk *holding company*.

Pengaruh Kebijakan Dividen terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan

Kebijakan dividen berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang perusahaan (nilai t sebesar -2,007, dengan tingkat signifikansi lebih kecil dari probabilitas penelitian yakni $0,047 < 0,05$). Hasil ini sesuai dengan prediksi hipotesis (H4) yang mem-

prediksi kebijakan dividen berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Temuan ini konsisten dengan temuan Jensen *et al.* (1992), Moh'd *et al.* (1998) juga Cruchley (1999) yang menyatakan bahwa dividen berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang.

Temuan ini juga konsisten dengan *pecking order theory* yang menyatakan bahwa pendanaan investasi dengan menggunakan sumber dana dari emisi saham baru (*right issue*) akan merupakan kabar buruk bagi investor dan pemegang saham, karena penerbitan saham baru akan menambah jumlah lembar saham dan tidak adanya penghematan pajak dari hutang serta *agency cost of equity* akan meningkat sehingga laba per lembar saham akan menurun.

Berdasarkan uji hipotesis dan pembahasan sebelumnya, walaupun H2 ditolak, namun pengaruh simultan ketiga variabel (kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, dan kebijakan deviden) terhadap kebijakan hutang perusahaan terdukung (H1 diterima). Hal ini ditunjukkan oleh nilai F yang diperoleh sebesar 6,120 dengan tingkat signifikansi 0,001 yang jauh lebih kecil jika dibandingkan dengan probabilitas penelitian sebesar 0,05.

KESIMPULAN DAN SARAN

Kesimpulan

Kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional dan kebijakan deviden berpengaruh secara simultan terhadap kebijakan hutang perusahaan. Meskipun begitu kepemilikan manajerial tidak berpengaruh pada kebijakan hutang perusahaan. Hasil ini mencerminkan bahwa manajer perusahaan publik di Indonesia bukanlah sebagai faktor penentu dalam pengambilan kebijakan pendanaan dari hutang dikarenakan jumlah saham yang dimiliki pihak manajer pada perusahaan manufaktur

Tabel 2. Rekapitulasi Rasio Keuangan yang Diperoleh Tahun 2005 – 2009

Variabel	Rasio	Rata-rata Per Tahun					Rata-rata 5 Tahun
		2005	2006	2007	2008	2009	
Y	Debt Ratio	50.50%	46.07%	44.23%	46.46%	45.33%	46.52%
X1	Managerial Ownership	8.97%	5.87%	5.33%	6.99%	5.98%	6.63%
X2	Institutional Ownership	58.10%	62.34%	63.64%	60.15%	61.10%	61.07%
X3	Dividend Payout Ratio	7.81%	27.91%	24.02%	28.44%	25.18%	22.67%

yang go publik di Indonesia masih sangat kecil.

Kepemilikan institusional mempunyai pengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan hutang. Hal ini menggambarkan bahwa naiknya kepemilikan institusional akan menyebabkan kenaikan pula pada hutang perusahaan.

Terakhir, kebijakan dividen berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang perusahaan.. Temuan ini menunjukkan pembayaran dividen muncul sebagai pengganti hutang di dalam struktur modal pada perusahaan manufaktur yang go publik di Indonesia. Penggunaan hutang dapat menurunkan konflik antara manajer dengan pemegang saham, tetapi akan menggeser konflik menjadi antara pemegang saham dengan *debt holder*.

Saran

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 gejolak perekonomian.

Peneliti menyarankan perlunya perluasan penyebaran kepemilikan saham, baik melalui pasar modal, joint stock dan dana pensiun. 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.

Terakhir, penelitian selanjutnya perlu mengembangkan penelitian ini dengan memperluas sampel penelitian pada sektor industri yang lainnya sehingga dapat mencerminkan kondisi industri di Indonesia.

DAFTAR PUSTAKA

- Brigham, E. F., and Louis C. Gapenski. 1996. *Intermediate Financial Management*. Fifth Edition, The Dryden Press, United State of America.
- Brigham E. F., Gapenski C. Louis, Daves R. Philip. 1999. *Intermediate Financial Management. Sixth Edition*, The Dryden Press Brace College Publisher.
- Brigham, E.F., and Houston F. Joel. 2001. *Fundamentals of Financial Management (Manajemen Keuangan)*, Edisi kedelapan, alih bahasa; Dodo Suharto dan Herman Wibowo., Penerbit Erlangga, Jakarta.
- Crutchley, C.E., Jensen M.R.H., John S., Jahera J.S., and Raymond, J.E. 1999. *Agency Problems and The Simultaneity of Financial Decision Making The Role of Institutional Ownership*. *International Review of Financial Analysis*, 8: 2 page 177-197
- Fama, E.F., and French, Kenneth.. 1998. Tax, Financing Decision, and Firm Value, *The Journal of Finance Vol LIII No. 3*, June, pp 819-843.
- Gitman, Lawrence J., 2003, "*Principles of Managerial Finance*", Tenth Edition, Thomson Steele, Inc.
- Husnan S. dan Pujiastuti E. 2002. *Dasar-dasar Manajemen Keuangan*, Edisi Ketiga UPP AMP YKPN, Yogyakarta.
- Jensen G.R., Solberg D.P., and Zorn T.S. 1992, Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt, and Dividend Policies, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* (27), Page 247-263.
- Moh'd M.A., Perry L.G., dan Rimbey J.N. 1998. *The Impact of Ownership Structure on Corporation Debt Policy: A Time-Series Cross-Sectional Analysis*", *The Financial Riview*, 33, pp. 85-98
- Riyanto, B. 1997. *Dasar-dasar Pembelian Perusahaan*. Penerbit BPFE-Yogyakarta.
- Rozeff, M. S. 1982. Growth, beta and agency costs as determinants of Dividend Payout Ratio, *Journal of Financial Research* 5, 249-259.
- Weston, Fred J. and Copalend E. Thomas. 1992. *Managerial Finance (Manajemen Keuangan)*, Edisi kesembilan, alih bahasa A.Jaka Wasana dan Kibrandoko. Penerbit Binapura Aksara Jakarta, 1995.