PENGARUH KEPEMILIKAN MANAJERIAL, INSTITUSIONAL, DAN PROFITABILITAS TERHADAP KEBIJAKAN HUTANG

Umi Murtini

Fakultas Bisnis Universitas Kristen Duta Wacana

Jl. Dr. Wihidin Sudiro Husodo 5 - 25, Yogyakarta, 55224

umimurtini@yahoo.com

ABSTRACT

This research aimed to examine the effect of managerial ownership, institutional ownership, and profitability on debt policy. Samples are used by non-bank companies listed on the Indonesia Stock Exchange from 2013-20017. Managerial ownership is measured using the percentage of shares held by managers. Institutional ownership is measured by the percentage of shares held by the institution. Company profitability is measured using Profit Margin, while debt policy is measured using the debt to equity ratio (DER). Testing used multiple regression. The results of this study indicate that managerial and institutional ownership negatively affects debt policy. Profitability has a positive effect on debt policy

Keyword: *managerial ownership, institutional ownership, profit margin, debt to equity ratio (DER)*

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan menguji pengaruh kepemilikan manajerial, instistusional, dan profitabilitas terhadap kebijakan utang. Sampel digunakan perusahaan non bank yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dari tahun 2013-20017. Kepemilikan manajerial diukur menggunakan prosentase saham yang dimiliki oleh manajer. Kepemilikan institusional diukur dengan prosentase saham yang dimiliki oleh institusi. Profitabilitas perusahaan diukur dengan menggunakan Profit Margin, sedang kebijakan hutang diukur dengan menggunakan rasio hutang terhadap ekuitas (DER). Pengujian digunakan regresi berganda. Hasil penelitian ini

menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial dan institusional berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang. Profitabilitas berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang.

Kata kunci: Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Profit Margin, *Debt To Equity Ratio* (DER)

PENDAHULUAN

Kepemilikan perusahaan yang ditunjukkan dari kepemilikan saham perusahaan tersebut dapat berasal dari institusi, individu, manager dan public. Semakin besar prosentase kepemilikan saham oleh satu pihak maka keputusan perusahaan semakin dipengaruhi oleh pihak tersebut. Termasuk dalam hal ini adalah keputusan untuk menentukan struktur modal perusahaan.

Struktur modal merupakan proporsi sumber pendanaan kegiatan perusahaan. Sumber pendanaan berasal dari internal maupun pendanaan eksternal. Pendanaan internal dapat berasal dari laba yang ditahan dan mengeluarkan saham baru (IPO). Sumber dana eksternal berasal dari hutang. Proporsi pendanaan berkaitan dengan risiko perusahaan. Semakin besar proporsi pendanaan yang berasal dari hutang maka risiko perusahaan juga semakin meningkat. Akan tetapi, pendanaan eksternal yang berasal dari hutang menurunkan biaya modal, karena adanya *tax shield*. Manager

lebih menyukai pendanaan dari internal karena pendanaan internal tidak meningkatkan risiko perusahaan. Disamping itu kalau perusahaan tidak memiliki hutang, maka tidak ada pihak lain (selain pemilik perusahaan) yang ikut mengawasi dan mengendalikan kinerja manager. Dengan demikian manager lebih bebas untuk bekerja dan mengambil kebijakan.

Pemilik perusahaan, (dalam hal ini pemegang saham), lebih menyukai pendanaan dari pihak eksternal melalui hutang. Dengan adanya hutang maka kreditor membantu pemilik perusahaan mengawasi kinerja manajemen. Penambahan modal yang berasal dari hutang dapat menurunkan biaya modal. Biaya modal yang rendah dan pajak yang lebih rendah (karena ada *tax shield* dapat menyebabkan laba perusahaan semakin tinggi. Laba yang semakin tinggi diharapkan deviden yang dibagikan semakin tinggi. Dengan demikian *return* yang diterima pemilik perusahaan juga

semakin tinggi. Hal ini sesuai dengan tujuan perusahaan yaitu memaksimalkan kesejahteraan pemilik perusahaan.

Kepemilikan institusional merupakan persentase kepemilikan saham perusahaan oleh institusi lain. Kepemilikan institusional biasanya bersifat mayoritas sehingga kelompok tersebut dapat memantau kinerja manajer secara optimal. Rizka dan Ratih (2009) hasil penelitiannya menyimpulkan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang. Semakin besar kepemilikan institusional maka perusahaan menggunakan pendanaan yang bersumber dari hutang semakin besar. Diharapkan dengan sumber dana dari hutang mengurangi biaya modal, dan perusahaan tetap berada dalam risiko yang optimal. Investor institusi biasanya memiliki saham dalam jumlah yang sangat besar, sehingga mereka benar-benar akan mengontrol kinerja manajemen, supaya berkinerja seperti yang diharapkan dan risiko tetap optimal.

Yuli (2008) dan Ari (2010) menemukan bahwa kepemilikan institusional memiliki pengaruh negatif terhadap kebijakan hutang. Kedua hasil penelitian tersebut membuktikan bahwa keberadaan institusi dapat memonitor perilaku manajemen perusahaan secara efektif sehingga pihak manajemen akan

bekerja demi kepentingan pemegang saham.

Profitabilitas perusahaan biasanya juga menentukan sumber tambahan pendanaan. Perusahaan dengan tingkat profitabilitas yang tinggi seringkali lebih menyukai menggunakan laba yang ditahan sebagai sumber tambahan dana. Hal ini dilakukan dengan alasan untuk mengurangi risiko perusahaan. Apabila perusahaan menggunakan hutang sebagai sumber tambahan dana maka risiko perusahaan akan meningkat. Manajemen pada umumnya lebih menyukai menggunakan hutang dalam jumlah yang relatif sedikit karena dengan laba yang tinggi, perusahaan dapat melakukan penambahan modal dari laba ditahan saja.

Rizka, Ratih, Nina, dan Nur (2009) menyatakan bahwa kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Hal ini dikarenakan masih rendahnya kepemilikan saham oleh *insiders* dibandingkan kelompok lainnya dalam perusahaan. Selain itu, juga disebabkan oleh kebijakan pendanaan yang terjadi pada perusahaan-perusahaan di Indonesia tidak terpengaruh oleh adanya pemilik saham yang memiliki kedudukan di manajemen perusahaan.

Mustansar, Yan Yu , Man Wang (2018), menyatakan bahwa manajer yang memiliki saham semakin besar dia akan

semakin dominan dalam pengambilan kebijakan perusahaan, termasuk dalam kebijakan penentuan struktur modal. Hasil yang berbeda diungkapkan dalam penelitian Wahaba (2013) mengungkapkan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang bagi perusahaan yang listing di Mesir. Hal ini menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial mampu digunakan untuk mengendalikan biaya keagenan dan penggunaan hutang.

Penelitian Mustansar, Yan Yu, Man Wang (2018), menunjukkan hasil bahwa kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang. Semakin tinggi kepemilikan institusional, maka semakin kuat kontrol internal perusahaan guna mengurangi biaya keagenan. Namun hasil yang berbeda ditemukan oleh Ari (2009) yang menunjukkan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan hutang.

Penelitian Arowoshegbe (2013), Hardita, Dhamelia (2017) menunjukkan bahwa profitabilitas berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang. Hal ini membuktikan bahwa profitabilitas yang tinggi cenderung menggunakan hutang yang rendah. Selain itu, setiap penambahan *profitability* akan mengakibatkan

komposisi hutang dalam struktur modal berkurang.

Melihat penelitian yang telah ada dan belum ada kesepakatan hasil, maka peneliti tertarik untuk meneliti kembali pengaruh kepemilikan manajerial, institusional dan profitabilitas terhadap kebijakan hutang perusahaan manufaktur.

KAJIAN LITERATUR

Kebijakan Hutang

Jensen dan meckling (1976) mengungkapkan bahwa terjadinya masalah keagenan berkaitan dengan sumber pendanaan perusahaan yakni keputusan menggunakan *free cash flow* yang ada atau menggunakan hutang. Salah satu sebab timbulnya konflik keagenan antara manajer dan pemegang saham disebabkan oleh keputusan pendanaan. Keputusan pendanaan secara sederhana dapat diartikan sebagai keputusan manajemen dalam menentukan sumber-sumber pendanaan dari modal internal yakni laba ditahan atau dari modal eksternal, modal sendiri, dan atau melalui hutang.

Brigham dan Houston (2018), keputusan pendanaan melalui hutang memiliki keunggulan. Keunggulan dari penggunaan hutang tersebut yakni pertama, bunga yang dibayarkan dapat menjadi pengurang pajak, yang selanjutnya akan menurunkan biaya efektif hutang tersebut.

Kedua, kreditor akan mendapatkan pengembalian dalam jumlah tetap, sehingga pemegang saham tidak harus membagi keuntungannya jika bisnis berjalan dengan sangat baik.

Hutang juga memiliki kelemahan. Pertama, semakin tinggi rasio hutang, maka perusahaan tersebut akan semakin berisiko. Kedua, jika perusahaan mengalami masa-masa sulit dan laba operasi tidak cukup untuk menutupi beban bunga, maka pemegang saham harus menutupi kekurangan tersebut dan jika mereka tidak dapat melakukannya, maka akan terjadi kebangkrutan.

Pada umumnya, pendanaan melalui hutang akan meningkatkan pengembalian yang diharapkan dari suatu investasi, tetapi hutang juga meningkatkan risiko investasi. Perusahaan dengan keuntungan dan arus kas operasi yang tidak stabil akan membatasi penggunaan hutangnya. Di lain pihak, perusahaan yang memiliki risiko bisnis yang lebih kecil dan arus kas yang lebih stabil dapat menanggung lebih banyak hutang.

Perusahaan yang mempunyai kesempatan bertumbuh lebih besar memiliki DER (*Debt Equity Ratio*) yang lebih rendah dalam struktur modalnya (Sigit dan Roland, 2008). Hal ini disebabkan manajemen cenderung memilih pendanaan modal sendiri untuk membiayai

pertumbuhan perusahaan dengan maksud untuk mengurangi masalah keagenan yang memiliki potensi berasosiasi dengan keberadaan hutang yang berisiko dalam struktur modalnya.

Pemegang saham lebih menginginkan pendanaan perusahaan dibiayai dengan hutang. Hal ini muncul karena melalui penggunaan hutang, hak mereka terhadap perusahaan tidak akan berkurang. Sebaliknya, manajer tidak menyukai pendanaan tersebut dengan alasan bahwa hutang mengandung risiko yang tinggi. Manajemen perusahaan mempunyai kecenderungan untuk memperoleh keuntungan yang sebesar-besarnya dengan biaya pihak lain. Perilaku ini disebut sebagai keterbatasan rasional (*bounded rationality*).

Pendanaan eksternal yang berupa hutang, dapat meningkatkan pengawasan pihak kreditor ke manajemen. Kreditor melakukan pengawasan guna mendapatkan keyakinan tentang kemampuan perusahaan untuk melunasi kewajibannya. Penggunaan hutang dapat mendisplinkan manajer untuk tidak sembarangan menggunakan aktiva perusahaan untuk kepentingannya. Pengawasan oleh kreditor lebih ketat dan efektif daripada pengawasan oleh pemegang saham di luar perusahaan (Joni dan Lina, 2010).

Struktur Modal

Struktur modal merupakan proporsi penggunaan dana dari suatu sumber dana. Pada umumnya perusahaan menginginkan memiliki struktur modal yang optimal. Struktur modal dikatakan optimal apabila dapat memberikan biaya modal yang minimal. Setiap perusahaan akan memiliki struktur modal yang optimal versi perusahaan itu sendiri. Tidak ada struktur modal yang optimal untuk semua perusahaan. Sehingga lebih tepatnya dikatakan struktur modal yang ditargetkan.

Pada dasarnya teori struktur modal terdiri dari trade off theory, pecking order theory dan teori arus kas bebas. Trade off theory menekankan bahwa struktur modal dapat optimal dengan menekankan darisisi sumber pendanaan. Perusahaan memiliki struktur modal optimal dihubungkan relatif terhadap pajak.

Pecking order theory lebih menekankan adanya perbedaan informasi yang dimiliki oleh pihak yang berada di dalam perusahaan (*insider*) dengan pihak yang berada di luar perusahaan (*outsider*). Perbedaan informasi ini mendorong kedua belah pihak mengambil kesepakatan bahwa bila ada penambahan pendanaan akan dipenuhi dari laba yang ditahan terlebih dahulu, baru hutang dan terakhir ekuitas. Ekuitas merupakan pilihan terakhir, karena penerbitan saham baru dapat menyebabkan

perpindahan kepemilikan mayoritas saham. Pemegang saham mayoritas saat ini biasanya tidak menyukai bila ada perpindahan kepemilikan mayoritas saham. Disamping itu penerbitan saham baru memerlukan waktu lama dan biaya cukup mahal.

Teori arus kas bebas lebih menekankan adanya biaya keagenan. Manajer dapat memanfaatkan arus kas bebas yang cukup besar untuk kepentingan peningkatan kesejahteraannya melalui tunjangan-tunjangan yang mengakibatkan pengeluaran perusahaan lebih besar dari sewajarnya. Untuk menjaga supaya principal dalam hal ini manajer bekerja sesuai dengan tujuan perusahaan maka, investor perlu melibatkan pihak ke tiga untuk mengawasi kinerja manajemen. Pihak ke tiga ini biasanya adalah kreditur. Keterlibatan kreditur diperoleh dengan menambah hutang dalam struktur modal perusahaan.

PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Kepemilikan Manajerial dan Kebijakan Hutang

Penggunaan utang yang berlebihan akan meningkatkan *bankruptcy cost* sehingga mengurangi minat manajer untuk menambah kepemilikan saham. Oleh karena itu, kepemilikan manajerial dengan hutang berhubungan negatif. Peningkatan

proporsi kepemilikan manajerial akan menurunkan penggunaan hutang. Sebaliknya, penurunan proporsi kepemilikan manajerial meningkatkan penggunaan hutang. Penggunaan hutang yang tinggi menyebabkan beban perusahaan meningkat. Hal ini berarti risiko perusahaan semakin tinggi sehingga manajer cenderung mengurangi hutang untuk memperkecil risiko (Nina, 2009).

Yuli (2008) dalam penelitiannya yang menyatakan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang. Hal ini menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial mampu digunakan untuk mengendalikan biaya keagenan penggunaan hutang. Berdasarkan uraian di atas, maka hipotesis dalam penelitian ini adalah:

H₁ : Kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang.

Kepemilikan Institusional dan Kebijakan Hutang

Institusi biasanya dapat menguasai mayoritas saham karena mereka memiliki sumber dana yang lebih besar dibandingkan dengan pemegang saham lainnya. Pihak institusi diharapkan mampu melakukan pengawasan lebih baik terhadap manajer. Hal ini dikarenakan dari segi skala ekonomi, pihak institusi memiliki keuntungan lebih untuk memperoleh

informasi dan menganalisis segala hal yang berkaitan dengan kebijakan manajer. Selain itu, pihak institusional lebih mementingkan adanya stabilitas pendapatan atau keuntungan jangka panjang, sehingga aset penting perusahaan akan mendapatkan pengawasan yang lebih baik.

Yuli (2008) dan Ari (2010) menemukan bahwa kepemilikan institusional memiliki pengaruh negatif terhadap kebijakan hutang. Kedua hasil penelitian tersebut membuktikan bahwa keberadaan institusi dapat memonitor perilaku manajemen perusahaan secara efektif sehingga pihak manajemen akan bekerja demi kepentingan pemegang saham. Berdasarkan uraian di atas, maka hipotesis dalam penelitian ini adalah:
H₂ : Kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang.

Profitabilitas dan Kebijakan Hutang

Pecking order theory (POT) menjelaskan mengapa perusahaan yang *profitable* pada umumnya meminjam dana dalam jumlah yang sedikit. Hal tersebut tidak disebabkan karena mereka mempunyai target *debt ratio* yang rendah, namun dikarenakan mereka memerlukan *external financing* yang sedikit. Dengan demikian variabel profitabilitas berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang. Perusahaan dengan tingkat

profitabilitas rendah, penggunaan hutang tinggi. Sebaliknya perusahaan dengan profitabilitas tinggi, cenderung mengurangi penggunaan hutang dalam membiayai kegiatan operasionalnya.

Nur (2009), Rizka dan Ratih (2009) menyatakan bahwa profitabilitas berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang. Hal ini sejalan dengan teori yang telah dikemukakan yang menunjukkan bahwa perusahaan yang memiliki profitabilitas yang tinggi (*profitable*) cenderung mengurangi rasio hutang mereka. Berdasarkan uraian di atas, maka hipotesis dalam penelitian ini adalah:

H₃ : Profitabilitas berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang.

METODA PENELITIAN

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder, meliputi DER, kepemilikan manajerial, institusional, dan *profit margin*. Data diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD).

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan yang *listed* di BEI. Teknik pengambilan sampel digunakan *purposive sampling* dengan kriteria perusahaan manufaktur, *listing* selama tahun 2013 sampai dengan 2017 dan memiliki semua data yang digunakan dalam penelitian. Berdasarkan kriteria

tersebut, diperoleh 22 emiten yang dapat dianalisis.

Variabel dependen dalam penelitian ini adalah kebijakan hutang. Kebijakan hutang diukur menggunakan *Debt to Equity Ratio* (DER). Rasio ini menggambarkan kemampuan modal sendiri (ekuitas) dapat menutupi atau membayar hutang jangka panjangnya kepada pihak luar. Rasio yang digunakan adalah DER (*Debt to Equity Ratio*). Penggunaan rasio ini dikarenakan dalam penelitian ini akan melihat perbandingan hutang dengan ekuitas dalam mengambil keputusan pendanaan. Variabel DER dapat dihitung dengan rumus sebagai berikut:

$$DER = \frac{\text{Total Hutang}}{\text{Total Ekuitas}}$$

Variabel independen yang digunakan terdiri dari: 1) Kepemilikan Manajerial, variabel ini diukur dengan proporsi kepemilikan saham oleh manajer dan komisaris. 2) Kepemilikan Insitusional, variabel ini diukur dengan proporsi kepemilikan saham oleh institusi. 3) Profitabilitas, variabel ini diukur menggunakan *profit margin ratio*. *Profit margin ratio* menghitung kemampuan perusahaan menghasilkan laba bersih pada tingkat penjualan tertentu (Hanafi dan Halim, 2003). Penggunaan variabel ini dikarenakan ukuran kinerja perusahaan pada umumnya diukur dengan tingkat

keuntungan bersih (*profit margin* atau *earnings after tax*) yang dihasilkan. Variabel ini juga merupakan dampak hasil yang tercermin dari keputusan pendanaan yang digunakan, yakni penggunaan proporsi hutang. *Profit margin ratio* dapat dihitung dengan rumus sebagai berikut:

$$\text{Profit Margin} = \frac{\text{Laba Bersih}}{\text{Penjualan}}$$

Untuk menguji pengaruh kepemilikan manajerial, institusional, dan profitabilitas terhadap kebijakan hutang, digunakan model regresi berganda dengan persamaan dasar sebagai berikut:

$$Y = \alpha + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \varepsilon$$

Keterangan:

- Y = Debt to Equity Ratio (DER)
- α = Konstanta
- β_1 - β_3 = Koefisien regresi dari setiap variabel independen
- X₁ = Kepemilikan manajerial (KMgr)
- X₂ = Kepemilikan institusional (KIns)
- X₃ = Profit margin (PM)
- ε = Error term

Untuk melakukan pengujian terhadap hipotesis yang diajukan, perlu digunakan analisis regresi, dengan pengujian secara parsial menggunakan uji signifikansi dengan *student-t*. Di dalam penelitian ini signifikansi dilakukan dengan melihat nilai probabilitas-signifikansi dari hasil olah data menggunakan *Software SPSS 19.0 for*

Windows. Oleh karena itu, dapat dinyatakan H₀ akan ditolak jika nilai probabilitasnya lebih dari 0.05 (α).

HASIL PENELITIAN

Hasil penelitian akan dibahas gambaran data yang dapat dilihat dalam statistic deskriptif serta hasil olah data dengan menggunakan alat bantu SPSS. Gambaran data memperlihatkan data dari setiap variable yang digunakan dalam penelitian. Adapun gambaran data dari setiap variable yang digunakan dapat dilihat dalam table 1 di bawah ini:

Tabel 1
Gambaran Data

	Variabel	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviasi
Y	DER	0.0577	4.9036	1.4696	1.1761
α	KMgr	0.0001	0.3599	0.0566	0,0802
β_1 - β_3	KIns	0.0348	0.9306	0.5649	0,2509
variabel independen	PM	0.0019	1.0876	0.1169	0,2073

Pada Tabel 2 menunjukkan bahwa jumlah data yang digunakan dalam penelitian ini sebanyak 88 sampel data. Berdasarkan 88 sampel, variabel dependen (DER) mempunyai nilai minimum sebesar 0.0577 yang dimiliki oleh PT Jaya Pari Steel Tbk pada tahun 2016. Nilai tersebut berarti jumlah total hutang terendah adalah sebesar 0.0577 dari ekuitas perusahaan. Angka kurang dari nilai

1 menunjukkan bahwa hutang yang dimiliki lebih kecil dibandingkan ekuitasnya. Nilai tertinggi untuk variabel DER adalah sebesar 4.9036. Angka tersebut berarti bahwa total hutang terbesar adalah sebesar 4.9036 kali dari total ekuitasnya. Nilai struktur modal yang lebih dari 1 menunjukkan bahwa jumlah hutang yang digunakan lebih besar daripada jumlah ekuitas.

Variabel kepemilikan manajerial terendah adalah sebesar 0.0001 yang berarti kepemilikan manajerial terendah sebesar 0,01%. Kepemilikan manajerial dimiliki oleh PT Langgeng Industry Tbk dan PT Lamicitra Nusanantara

Tbk. Nilai kepemilikan manajerial tertinggi adalah sebesar 0,3599 atau sebesar 35,99%. Nilai kepemilikan manajerial tertinggi tersebut dimiliki oleh PT Panca Global Securities Tbk. Nilai rata-rata kepemilikan manajerial selama 4 periode berturut-turut adalah sebesar 0,0566 atau sebesar 5,66%.

Nilai terendah untuk variabel kepemilikan institusional adalah sebesar 0,0348. Nilai ini menunjukkan bahwa kepemilikan institusional terendah adalah 3,48%.

Variabel profitabilitas dalam penelitian ini diukur menggunakan *profit margin*. Nilai terendah untuk variabel tersebut adalah sebesar 0,0019 atau 0,19% pada PT Alumindo Light Metal Industry

Tbk. Angka tersebut berarti bahwa setiap Rp 1 penjualan mampu menghasilkan laba bersih sebesar Rp 0,0019. Berdasarkan *output* SPSS, secara parsial pengaruh dari ketiga variabel independen yaitu kepemilikan manajerial (KM_{gr}), institusional (KIns), dan *profit margin* (PM) terhadap variabel dependen yaitu kebijakan hutang (DER) ditunjukkan pada Tabel 2 sebagai berikut:

Tabel 2
Hasil Perhitungan Regresi Parsial

Variabel	Koefisien Regresi	p-value	Keputusan
KM _{gr}	-0.184	0.001***	Hipotesis terdukung
KIns	-0.765	0.000***	Hipotesis terdukung
PM	0.878	0.070*	Hipotesis tidak didukung

Keterangan:
*** signifikan pada alfa (α) 1%
* signifikan pada alfa (α) 10%

Dari table 2 di atas terlihat bahwa nilai koefisien kepemilikan manajerial sebesar -0.184 dengan nilai ρ -value sebesar 0.001. Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang, sehingga hipotesis pertama didukung.

Nilai koefisien kepemilikan institusional sebesar -0.765 dengan nilai ρ -value sebesar 0.000. Hasil penelitian ini menunjukkan kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap kebijakan

hutang sehingga hipotesis kedua dapat didukung.

Nilai koefisien regresi untuk variabel profitabilitas sebesar 0.878 dengan nilai p -value sebesar 0.070. Angka ini signifikan pada tingkat alfa 10%. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa profitabilitas berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang. Dengan demikian, hipotesis ketiga tidak dapat didukung karena memiliki tanda arah yang berlawanan dengan yang diprediksikan.

PEMBAHASAN

Hasil penelitian ini mendukung penelitian Fried dan Lang (1988), Bathala (1994), Jensen (1992) dalam Devi dan Gugus (2008) dan Yuli (2008) yang menyatakan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang. Berdasarkan hasil ini, semakin tinggi kepemilikan manajerial, maka semakin rendah penggunaan hutang pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Hasil ini konsisten dengan teori bahwa kepemilikan manajerial yang semakin meningkat akan membuat kekayaan pribadi manajemen semakin terikat erat dengan kekayaan perusahaan sehingga manajemen akan berusaha untuk mengurangi resiko kehilangan kekayaannya. Hal ini ditempuh dengan mengurangi *financial risk* (resiko

keuangan) perusahaan melalui penurunan tingkat hutang. Di samping itu, dengan meningkatnya kepemilikan manajerial dapat mensejajarkan kepentingan para manajer dengan kepentingan *outside shareholders* dan mengurangi penggunaan hutang secara optimal sehingga dapat meminimumkan biaya keagenan (Devi dan Gugus, 2008).

Kepemilikan Institusional berpengaruh negative terhadap kebijakan hutang. Hal ini menunjukkan bahwa semakin besar kepemilikan saham oleh investor institusi, maka hutang perusahaan akan cenderung semakin kecil. Hal ini dimungkinkan karena biasanya investor institusi lebih menyukai investasi pada perusahaan yang “aman” dalam arti tidak menanggung risiko besar karena hutang yang dimiliki semakin besar. Hutang yang semakin besar menunjukkan bahwa risiko perusahaan tersebut juga semakin besar. Dalam hal ini adalah risiko kebangkrutan. Semakin besar hutang, maka kemampuan membayar hutang perusahaan semakin kecil, maka kemungkinan perusahaan ini bangkrut akan semakin besar. Penelitian ini mendukung penelitian Yuli (2008) dan Ari (2010) yang membuktikan bahwa kepemilikan institusional memiliki pengaruh negatif terhadap kebijakan hutang

Hasil penelitian ini mendukung penelitian Riyanto (1992) yang menyatakan

bahwa profitabilitas berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang. Jika perusahaan semakin meningkatkan profitabilitas, maka penggunaan hutang akan semakin meningkat. Hal ini disebabkan penggunaan hutang akan menyebabkan adanya pembayaran bunga hutang. Bunga tersebut akan mengurangi pembayaran pajak atau yang disebut dengan *tax shield*. Dengan adanya *tax shield* tersebut, maka perusahaan akan mendapatkan manfaat atas *tax shield* tersebut di mana menjadi tambahan keuntungan bagi perusahaan. Oleh karena itu, penggunaan hutang yang tinggi akan menyebabkan profitabilitas perusahaan semakin meningkat pula.

Hasil ini tidak konsisten dengan penelitian yang dilakukan Sugiarto (2003) dan Rizkyani (2006) dalam Yuli (2008), Yuli (2008) dan Rizka dan Ratih (2009). Dalam penelitian mereka dinyatakan bahwa profitabilitas berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang perusahaan. Semakin tinggi profitabilitas perusahaan, maka semakin rendah kebijakan hutangnya atau dengan kata lain perusahaan *profitable* cenderung mengurangi rasio hutang mereka.

SIMPULAN, KETERBATASAN, DAN SARAN

Simpulan

Berdasarkan analisis dan pembahasan di atas, maka dapat disimpulkan: 1) Kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang perusahaan. Semakin besar proporsi saham yang dimiliki oleh manajer, maka pembiayaan perusahaan cenderung lebih banyak menggunakan modal sendiri dibanding menggunakan hutang. 2) Kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap kebijakan utang perusahaan. Semakin besar proporsi saham yang dimiliki oleh institusi maka, perusahaan akan cenderung menggunakan hutang semakin kecil dan lebih banyak menggunakan modal sendiri. 3). Profitabilitas berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang perusahaan. Semakin tinggi profit margin perusahaan maka ada kecenderungan perusahaan lebih besar menggunakan hutang. Hal ini dimungkinkan karena pembiayaan perusahaan menggunakan hutang memiliki biaya lebih kecil dibanding bila pembiayaan perusahaan menggunakan modal sendiri.

Keterbatasan Penelitian dan saran

Keterbatasan penelitian ini menggunakan pengukuran variabel profitabilitas dengan *profit margin*, sehingga tidak dapat memberikan gambaran keuntungan sesungguhnya dari

perusahaan tersebut dalam satu tahun. Agar hasil penelitian selanjutnya dapat lebih sempurna, maka dapat dilakukan dengan menambahkan proksi *free cash flow* sebagai variabel independen dengan mengelompokkan *free cash flow* yang besar dan kecil. Hal ini didasarkan pada pemikiran bahwa *agency conflict* terjadi akibat *free cash flow* yang dihasilkan perusahaan dapat dalam jumlah yang besar maupun kecil sehingga dapat berdampak pula pada pengambilan kebijakan hutang.

DAFTAR REFERENSI

- Andriana, 2007, *Pengaruh Insider Ownership, Institutional Investor Terhadap Kebijakan Hutang (Studi Kasus Pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta)*; Skripsi.
- Diana, Devi Nurvida Arvi dan Gugus Irianto, 2008, *Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional dan Sebaran Kepemilikan Terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan Ditinjau Dari Teori Keagenan*, Jurnal Emisi Vol. 1, 1-16.
- Damayanti, Isrina, 2006, *Analisis Pengaruh Free Cash Flow dan Struktur Kepemilikan Saham terhadap Kebijakan Utang Pada Perusahaan Manufaktur di Indonesia*, Yogyakarta, Skripsi.
- Hutomo, Y.B. Sigit dan Mochammad Roland Perdana, 2008, *Pengaruh Free Cash Flow Terhadap Debt Equity Ratio Dengan Kepemilikan Institusional Sebagai Variabel Moderating*, Jurnal Eksekutif Volume 5, 75-85.
- Indahningrum, Rizka Putri dan Ratih Handayani, 2009, *Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Dividen, Pertumbuhan Perusahaan, Free Cash Flow dan Profitabilitas Terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan*, Jurnal Bisnis dan Akuntansi Volume 11, 189-207.
- Joni dan Lina, 2010, *Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Struktur Modal*, Jurnal Bisnis dan Akuntansi Vol 12, 81-36.
- Pithaloka, Nina Diah, 2009, *Pengaruh Faktor-Faktor Intern Perusahaan Terhadap Kebijakan Hutang: Dengan Pendekatan Pecking Order Theory*, Skripsi, Universitas Lampung.
- Purba, Lenra Juni Remember, 2011, *Analisis Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kebijakan Dividen, Ukuran Perusahaan, Profitabilitas Terhadap Kebijakan Hutang (Studi Kasus Pada Perusahaan Non-Kuangan Yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2006-2009)*, Skripsi, Universitas Diponegoro Semarang.
- Soesetio, Yuli, 2008, *Kepemilikan Manajerial dan Institusional, Kebijakan Dividen, Ukuran Perusahaan, Struktur Aktiva dan Profitabilitas Terhadap Kebijakan Hutang*, Jurnal Keuangan dan Perbankan, Vol. 12, 384-398.
- Wahyudi, Untung dan Hartini Prasetyaning Pawestri, 2006, *Implikasi Struktur Kepemilikan Terhadap Nilai Perusahaan: Dengan Keputusan Keuangan Sebagai Variabel*

Intervening, Simposium Nasional
Akuntansi 9 Padang.

Yulianto, Ari Hidayat, 2010, *Pengaruh
Kepemilikan Institusional, Free Cash*

*Flow dan Kebijakan Dividen
Terhadap Kebijakan Utang
Perusahaan*, Skripsi, Universitas
Sebelas Maret Surakarta.