

**PENGARUH KEPEMILIKAN MANAJERIAL, KEPEMILIKAN INSTITUSIONAL,
KEBIJAKAN DIVIDEN, DAN PROFITABILITAS TERHADAP KEBIJAKAN HUTANG
(Studi Pada Perusahaan Properti dan *Real Estate* Yang Terdaftar di BEI Periode 2010-
2014)**

Adibah Nuraini
Fakultas Ekonomi Universitas Muhammadiyah Yogyakarta
Email : adibahnuraini@gmail.com

ABSTRACT

The aims of this research were to determine the effect of the managerial ownership, institutional ownership, dividend policy, and profitability on debt policy at a property and real estate company registered on the Indonesia Stock Exchange during the period 2010 until 2014.

This research used purposive sampling method which is determining method of the number of random sample taken based on some criteria, and the sample which included criteria is 48 property and real estate company registered on the Indonesia Stock Exchange during the period 2010 until 2014. The data collected using purposive sampling method. The data was obtained from the Indonesian Capital Market Directory (ICMD) and www.idx.co.id. Data analysis techniques was used as analysis double regression technique.

The result of research show that managerial ownership hasn't effect on debt policy on the property and real estate companies listed on the Indonesia Stock Exchange, institutional ownership has negative effect on debt policy on the property and real estate companies listed on the Indonesia Stock Exchange, dividend policy has positive effect on debt policy on the property and real estate companies listed on the Indonesia Stock Exchange, profitability hasn't effect on debt policy on the property and real estate companies listed on the Indonesia Stock Exchange.

Key words : *managerial ownership, institusional ownership, dividend policy, profitability, debt policy*

INTISARI

Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, kebijakan dividen dan profitabilitas terhadap kebijakan hutang pada perusahaan properti dan *real estate* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2010 sampai 2014.

Penelitian ini menggunakan metode *purposive sampling* yaitu metode penentuan jumlah sampel yang diambil secara acak berdasarkan kriteria-kriteria tertentu. Sampel yang memenuhi syarat adalah 48 perusahaan properti dan *real estate* yang terdaftar di BEI tahun 2010 sampai 2014. Data diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory (ICMD)* dan www.idx.co.id. Teknik analisis data dengan menggunakan teknik regresi berganda.

Hasil penelitian ini membuktikan bahwa kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang pada perusahaan properti dan *real estate*, kepemilikan institusional berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang pada perusahaan properti dan *real estate*, kebijakan dividen berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan hutang pada perusahaan properti dan *real estate*, profitabilitas tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang pada perusahaan properti dan *real estate*.

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

PENDAHULUAN

Ketersediaan dana yang cukup untuk membiayai kegiatan operasional merupakan salah satu faktor yang paling penting bagi perusahaan. Oleh karena itu, perusahaan harus memiliki sumber pendanaan yang cukup dan memadai. Sumber pendanaan perusahaan biasanya berasal dari dua sumber yakni, dana internal dan dana external. Dana internal perusahaan yaitu dana yang dapat diperoleh dari dalam perusahaan, yaitu modal sendiri yang berasal dari modal saham dan laba ditahan yang berasal dari sumber dana yang diperoleh perusahaan dalam kegiatan operasinya. Dana external adalah dana yang bersumber dari luar perusahaan dengan cara meminjam kepada pihak ketiga atau berhutang.

Kebijakan hutang adalah kebijakan yang penting menyangkut masalah keputusan pendanaan, karena akan mempengaruhi nilai perusahaan sehingga berdampak pada kemakmuran pemegang saham. Menurut Sundjaja dan Barlian (2002), banyak manajer keuangan setuju dengan memaksimalkan kekayaan pemegang saham, namun pada prakteknya manajer keuangan juga memperhatikan harta miliknya, keamanan pekerjaannya, gaya hidup dan manfaat lainnya yang diperoleh dari perusahaan. Pemegang saham biasanya tidak menyukai kepentingan tersebut, karena hal tersebut akan menambah biaya (*cost*), sehingga menurunkan keuntungan dan dividen yang diterima oleh pemegang saham.

Untuk mengurangi *agency konflik* dapat dilakukan dengan *agency cost*. Menurut Brigham *et al.* (1990), *agency cost* adalah biaya yang meliputi semua biaya untuk monitoring tindakan manajer, mencegah tingkah laku manajer yang tidak dikehendaki, dan *opportunity cost* akibat pembatasan yang dilakukan pemegang saham terhadap tindakan manajer. Dari sisi pemegang saham *agency cost* dapat dikurangi dengan cara melibatkan pihak keempat (*debtholders*) yang masuk melalui kebijakan hutang. Peningkatan hutang akan menurunkan besarnya konflik keagenan dan menurunkan *excess cash flow* sehingga menurunkan kemungkinan adanya pemborosan oleh manajer (Wahidahwati 2002).

Ada beberapa alternatif untuk mengurangi *agency cost*, yaitu: pertama, dengan cara meningkatkan kepemilikan manajerial didalam perusahaan sehingga manajer merasa ikut memiliki dan merasakan langsung dari hasil keputusan yang diambil. Kedua, Institusional investor, kepemilikan saham oleh institusi lain akan mendorong terjadinya peningkatan pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja manajer. Ketiga, dengan meningkatkan *dividend payout ratio*, meningkatnya *dividen payot ratio* akan menyebabkan *free cash flow* yang tersedia dalam perusahaan semakin kecil. dan keempat, dengan meningkatkan pendanaan dengan hutang, peningkatan pendanaan perusahaan dengan hutang dapat digunakan untuk mengurangi atau mengontrol konflik keagenan.

LANDASAN TEORI DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Agency Theory

Teori keagenan merupakan suatu kontrak dimana satu atau lebih *principal* (pemilik) menyewa orang lain (agen) untuk melakukan beberapa jasa untuk kepentingan mereka dengan mendelegasikan beberapa wewenang untuk membuat keputusan agen. Dalam teori agensi, *principal* (pemilik) dan agen (manajer) mempunyai kepentingan yang berbeda. Pada teori agensi ini yang dimaksud dengan prinsipal adalah pemegang saham dan yang dimaksud dengan agen adalah manajemen yang mengelola perusahaan.

The Pecking Order Theory

Pecking Order Theory menyatakan bahwa bila perusahaan membutuhkan dana, maka prioritas utama adalah menggunakan dana internal, yaitu laba ditahan. Namun apabila dibutuhkan dana pendanaan eksternal maka hutang akan menjadi prioritas perusahaan.

Trade Off Theory

Trade off theory merupakan gabungan dari pemikiran-pemikiran sebelumnya, dimana perusahaan menyeimbangkan antara manfaat pendanaan dengan hutang (perlakuan pajak yang menguntungkan) dengan biaya kebangkrutan dan suku bunga yang lebih tinggi.

Teori Arus Kas Bebas (Free Cash Flow)

Damodaran (1997) menjelaskan bahwa “Teori *Free Cash Flow* menggambarkan bahwa arus kas berasal dari operasi dan penggunaannya berada dibawah kontrol manajemen perusahaan, manajer menggunakan kas bebas untuk membiayai proyek, membayar dividen kepada pemegang saham, atau menahannya sebagai saldo kas”.

Kebijakan Hutang

Pada dasarnya kebijakan hutang perusahaan merupakan tindakan manajemen perusahaan dalam rangka mendanai operasional perusahaan dengan menggunakan modal yang berasal dari hutang. Kebijakan hutang juga merupakan salah satu penentu arah pertimbangan dari struktur modal, karena struktur modal perusahaan merupakan pertimbangan dari jumlah hutang jangka pendek (permanen), hutang jangka panjang, saham preferen, dan juga saham biasa. Kebijakan ini memiliki dampak pada konflik dan biaya keagenan antara manajer dan pemegang saham yang disebabkan oleh keputusan pendanaan. Keputusan pendanaan secara sederhana dapat diartikan sebagai keputusan manajemen dalam menentukan sumber-sumber pendanaan dari modal internal, yakni: modal ditahan atau dari modal eksternal, modal sendiri, atau melalui hutang (Waluyo *et al.* 2002 dalam Murni dan Andriana 2007).

Kepemilikan Manajerial

Pengertian kepemilikan manajerial menurut Wahidahwati (2002), Kepemilikan manajerial merupakan pemegang saham dari pihak manajemen yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan perusahaan (Direktur dan Komisaris). Kepemilikan manajerial adalah kepemilikan saham oleh manajemen perusahaan yang diukur dengan presentase jumlah saham yang dimiliki oleh manajemen Sujono dan Soebiantoro (2007) dalam Sabrina (2010). Kepemilikan manajerial adalah presentase kepemilikan saham oleh pihak manajemen yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan perusahaan.

Kepemilikan manajerial dalam kaitannya dengan kebijakan hutang mempunyai peranan penting yaitu mengendalikan kebijakan keuangan perusahaan agar sesuai dengan keinginan pemegang saham (Megginson, 2007). Keinginan pemegang saham berusaha menyamakan kepentingan dari pemegang saham dengan kepentingan dari manajemen melalui program-program yang mengikat kekayaan pribadi manajemen ke dalam kekayaan perusahaan.

Kepemilikan Institusional

Kepemilikan institusional adalah persentase saham yang dimiliki oleh institusi dari keseluruhan saham perusahaan yang beredar. Kepemilikan Institusional adalah kepemilikan saham oleh pemerintah, institusi keuangan, institusi berbadan hukum, institusi luar negeri, dana perwalian dan institusi lainnya pada akhir tahun (Shien, *et. al* 2006) dalam Winanda (2009). Menurut Brigham (2005), kepemilikan institusional merupakan kepemilikan investasi saham yang dimiliki oleh institusi lain seperti: perusahaan dana pensiun, reksadana dll dalam jumlah

yang besar. Menurut Madura (2006), kepemilikan institusional merupakan kepemilikan yang dimiliki oleh lembaga atau institusi lain yang biasanya memiliki nilai substansial, sehingga dapat meminta pertanggungjawaban dan kontrol dari manajer perusahaan agar dapat melakukan keputusan dengan tepat sehingga dapat menyenangkan bagi pemegang saham.

Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen adalah kebijakan yang dibuat perusahaan dalam menentukan berapa banyak dari keuntungan harus dibayarkan kepada pemegang saham dan berapa banyak yang harus ditahan kembali dalam perusahaan (Weston dan Brigham, 1981 dalam Juwanik, 2007). Bagi investor atau pemegang saham, dividen merupakan salah satu keuntungan yang akan diperolehnya selain keuntungan lain yang berupa *capital gain*. Secara umum dividen dapat diartikan sebagai bagian yang dibagikan oleh emiten kepada masing-masing pemegang saham baik dalam bentuk tunai ataupun kas. Keputusan tentang berapa banyak bagian keuntungan yang akan dibagikan kepada para pemegang saham dan berapa banyak yang akan ditahan atau diinvestasikan kembali, disebut sebagai kebijakan dividen.

Profitabilitas

Profitabilitas adalah kemampuan perusahaan dalam memperoleh laba dengan keahliannya mengelola semua sumber daya yang dimiliki. Profitabilitas atau kemampuan memperoleh laba adalah suatu ukuran dalam persentase yang digunakan untuk menilai sejauh mana perusahaan mampu menghasilkan laba pada tingkat yang dapat diterima. Kegunaan dari profitabilitas adalah untuk mengatur kemampuan dari modal yang diinvestasikan dalam keseluruhan aktiva untuk menghasilkan keuntungan bagi investor. Rasio ini merupakan sebuah proksi dari keuntungan perusahaan yaitu kemampuan perusahaan dalam menciptakan laba, Hanafi dan Ismiyanti (2003).

HIPOTESIS

Pengaruh Kepemilikan Manajerial dengan Kebijakan Hutang

Menurut Wahidahwati (2002), *Managerial ownership* adalah pemegang saham dari pihak manajemen yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan perusahaan (Direktur dan Komisaris). Dengan adanya kepemilikan saham, menyebabkan manajemen akan semakin berhati-hati dalam mengambil keputusan karena manajemen akan merasakan langsung keuntungan dari keputusan yang diambil dengan tepat. Sebaliknya, jika keputusan yang diambil tidak tepat maka manajer juga akan merasakan kerugian terutama keputusan mengenai hutang dan menghindari perilaku *opportunistic*. Dengan demikian, meningkatnya kepemilikan manajerial akan mensejajarkan kepentingan manajer dengan pemegang saham. Manajer akan meningkatkan kinerjanya demi pemegang saham termasuk dirinya sendiri sehingga mengurangi penggunaan hutang.

Menurut penelitian Susanto (2011), hasil penelitian kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang yang berarti bahwa semakin meningkatnya kepemilikan manajerial, maka akan semakin rendah penggunaan hutang. Meningkatnya kepemilikan oleh *insider*, akan menyebabkan *insider* semakin berhati-hati dalam menggunakan hutang dan menghindari perilaku *opportunistic*, karena mereka ikut merasakan langsung manfaat dari keputusan yang diambil jika benar dan merasakan kerugian apabila keputusan yang diambil salah terutama mengenai hutang.

H₁ : Kepemilikan Manajerial berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan hutang

Pengaruh Kepemilikan Institusional dengan Kebijakan Hutang

Kepemilikan institusional adalah kepemilikan saham oleh pihak-pihak yang berbentuk institusi seperti bank, perusahaan asuransi, perusahaan investasi dan institusi lainnya. Sheiler dan Vishny (1986) dalam Rizka dan Ratih (2009), menyatakan bahwa adanya pemegang saham besar seperti kepemilikan institusional memiliki arti penting dalam memonitor manajemen dengan pengawasan yang lebih optimal.

Penelitian Bhakti (2012) menemukan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang yang berarti peningkatan kepemilikan institusional akan mengakibatkan penurunan hutang perusahaan. Kepemilikan institusional yang tinggi maka diharapkan semakin kuat kontrol internalnya terhadap perusahaan sehingga akan mengakibatkan pihak manajemen berhati-hati dalam menggunakan dan mengambil keputusan kebijakan hutang.

H₂ : Kepemilikan Institusional berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan hutang

Pengaruh Kebijakan Dividen dengan Kebijakan Hutang

Kebijakan dividen merupakan kebijakan yang menyangkut masalah pembagian laba yang menjadi hak pemegang saham. Pemegang saham mempunyai hak untuk menjual saham setiap saat, sehingga perputaran jual-beli saham sangat cepat dan berubah-ubah. Bagi investor atau pemegang saham, dividen merupakan salah satu keuntungan yang akan diperolehnya selain keuntungan lain yang berupa *capital gain*.

Kebijakan dividen akan memiliki pengaruh pada tingkat penggunaan hutang suatu perusahaan, kebijakan dividen yang stabil akan menyebabkan adanya keharusan bagi perusahaan untuk menyediakan sejumlah dana guna membayar jumlah dividen yang tetap tersebut. Adanya pembayaran dividen yang tetap menyebabkan timbulnya suatu kebutuhan dana yang tetap setiap tahunnya sehingga kebutuhan dana perusahaan akan meningkat.

Penelitian Handayani dan Indahningrum (2009), hasil penelitian kebijakan dividen mempunyai pengaruh positif terhadap kebijakan hutang. Semakin tinggi dividen, maka akan semakin tinggi kebijakan hutang perusahaan. Penelitian ini menunjukkan bahwa jika perusahaan meningkatkan pembayarannya maka dana yang tersedia untuk pendanaan (laba ditahan) akan semakin kecil. Untuk memenuhi kebutuhan dana perusahaan, manajer lebih cenderung untuk menggunakan hutang lebih banyak.

H₃ : Kebijakan Dividen berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan hutang

Pengaruh Profitabilitas dengan Kebijakan Hutang

Profitabilitas merupakan tingkat keuntungan bersih yang mampu diraih oleh perusahaan pada saat menjalankan operasionalnya. Profitabilitas perusahaan adalah salah satu cara untuk menilai secara tepat sejauh mana tingkat pengembalian yang akan didapat dari aktivitas investasinya. Profitabilitas menggambarkan pendapatan yang dimiliki perusahaan untuk membiayai investasi. Profitabilitas menunjukkan kemampuan dari modal yang diinvestasikan dalam keseluruhan aktiva untuk menghasilkan keuntungan bagi investor. Perusahaan dengan tingkat pengembalian yang tinggi atas investasi menggunakan hutang yang relative kecil karena tingkat pengembalian yang tinggi memungkinkan perusahaan untuk membiayai sebagian besar pendanaan internal.

Menurut penelitian Sheisarvian et al (2013), hasil penelitian profitabilitas mempunyai pengaruh negatif terhadap kebijakan utang. Hasil penelitian ini sudah sesuai dengan *pecking*

order theory yang menyatakan bahwa bila perusahaan membutuhkan dana maka prioritas utama adalah dengan cara menggunakan dana internal yaitu dari laba ditahan namun jika harus mencari pendanaan dari luar (eksternal) maka utang akan menjadi prioritas utama.

H₄ : Profitabilitas berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan hutang

METODE PENELITIAN

Obyek / Subyek Penelitian

Obyek dari penelitian ini adalah Perusahaan Properti dan *Real Estate* yang sudah terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). Subyek dari penelitian ini adalah data Laporan Keuangan Perusahaan Properti dan *Real Estate* yang sudah terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) dari tahun 2010-2014.

Teknik Pengambilan Sampel

Obyek dari penelitian ini adalah Perusahaan Properti dan *Real Estate* yang sudah terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). Subyek dari penelitian ini adalah data Laporan Keuangan Perusahaan Properti dan *Real Estate* yang sudah terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) dari tahun 2010-2014. Adapun kriterianya merupakan Perusahaan Properti dan *Real Estate* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2010-2014, Perusahaan Properti dan *Real Estate* yang membagikan dividen Perusahaan Properti dan *Real Estate* yang memiliki data mengenai kepemilikan saham manajerial dan kepemilikan institusional.

**Table 3.1
Perincian Pemilihan Sampel Tahun 2010-2014**

Keterangan	Jumlah
Perusahaan Properti dan <i>Real Estate</i> yang terdaftar di BEI dari tahun 2010-2014	237
Perusahaan Properti dan <i>Real Estate</i> yang tidak membagikan dividen	(89)
Perusahaan Properti dan <i>Real Estate</i> yang tidak memiliki data mengenai kepemilikan saham manajerial dan kepemilikan institusional	(90)
Data Outlier	(10)
Total perusahaan yang dijadikan sampel	48

Jenis Data

Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder yaitu data yang diperoleh secara tidak langsung dari objek penelitian yang bersumber dari laporan keuangan, yang terdiri dari neraca, laporan laba rugi, informasi keuangan dan data non akuntansi dari perusahaan properti dan *real estate* di BEI, dan tersedia secara *online* pada situs <http://www.idx.co.id>.

Teknik Pengumpulan Data

Teknik pengumpulan data dalam penelitian ini adalah dengan menggunakan teknik pengumpulan data arsip. Data arsip merupakan kumpulan data atau dokumen yang berupa kertas, berkas, bagan atau dokumen dalam segala bentuk dan sifatnya yang dibuat atau diterima oleh lembaga pemerintah, swasta, atau perorangan yang disimpan secara teratur dan terencana karena mempunyai nilai suatu kegunaan yang disusun menurut system tertentu agar setiap kali diperlukan dapat ditemukan kembali secara cepat dan tepat.

Definisi Operasional Variabel dan Pengukuran

Variabel yang terdapat dalam penelitian ini adalah Variabel Dependen dan Variabel Independen.

1. Variabel Dependen

Kebijakan Hutang

Menurut Ross, Westerfield, Jaffe (2009) kebijakan hutang perusahaan adalah kebijakan yang berkaitan dengan seberapa besar perusahaan menggantungkan diri pada pendanaan hutang dibandingkan dengan ekuitas. Kebijakan hutang menggambarkan porsi hutang jangka panjang yang dimiliki perusahaan terhadap keseluruhan struktur modal. Pengukuran variabel ini menggunakan skala rasio seperti yang digunakan dalam penelitian Indahningrum dan Handayani (2009). Perhitungannya dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$DER_{it} = \frac{\text{Total Hutang}_{it}}{\text{Total Ekuitas}_{it}}$$

2. Variabel Independen

a. Kepemilikan Manajerial

Kepemilikan manajerial adalah jumlah kepemilikan saham oleh pihak manajemen yang secara aktif ikut serta dalam pengambilan keputusan perusahaan (komisaris dan direksi). Kepemilikan Manajerial dihitung dengan jumlah presentase saham yang dimiliki manajer pada akhir tahun. Pengukuran presentase ini untuk mengetahui besarnya manajerial memiliki saham perusahaan. Dalam penelitian ini Kepemilikan manajerial dapat dihitung dengan (Wahidahwati, 2001 dalam Murtiningtyas, 2012):

$$MOWN_{it} = \frac{\text{Jumlah Kepemilikan Saham Manajerial}_{it}}{\text{Jumlah Saham yang Beredar}_{it}}$$

b. Kepemilikan Institusional

Kepemilikan Institusional adalah proporsi kepemilikan saham yang dimiliki institusional pada akhir tahun yang diukur dalam presentase saham yang dimiliki oleh investor institusional dalam suatu perusahaan. Dalam penelitian ini kepemilikan institusional dirumuskan sebagai berikut (Masdupi 2005):

$$INST_{it} = \frac{\text{Jumlah saham Institusi}_{it}}{\text{Jumlah saham yang beredar}_{it}}$$

c. Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen adalah kebijakan perusahaan yang berkaitan dengan tiga hal yaitu penentuan berapa besar laba bersih yang akan dibagikan dalam bentuk dividen, dalam bentuk apa dividen itu akan dibagikan, dan pertumbuhan dividen yang bagaimanakah yang sebaiknya digunakan oleh perusahaan (Brigham dan Houston, 2006). Kebijakan Dividen (DPR) menggambarkan jumlah dividen per lembar saham yang dibagikan kepada para pemegang saham terhadap laba per lembar saham. Dalam penelitian ini DPR (*Dividen Payout Ratio*) dapat dirumuskan sebagai berikut (Destriana dan Yeniatie, 2010):

$$DPR_{it} = \frac{DPS_{it}}{EPS_{it}}$$

d. Profitabilitas

Profitabilitas adalah kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba pada tingkat yang dapat diterima dalam masa yang akan datang (Jansen *et al.* 1992). Profitabilitas adalah kemampuan perusahaan dalam memperoleh keuntungan atas kegiatan usaha perusahaan selama satu tahun yang dinyatakan dalam rasio laba operasi dengan penjualan bersih pada laporan laba rugi saat akhir tahun. Dalam penelitian ini Profitabilitas dirumuskan sebagai berikut (Syamsuddin, 2011 dalam Sheisarvian, 2015):

$$ROA_{it} = \frac{\text{Laba Operasi}_{it}}{\text{Total Aktiva}_{it}}$$

Teknik Analisis Data

Analisis Regresi Linier Berganda

Regresi linier berganda digunakan untuk mengukur pengaruh antara lebih dari satu variabel predictor (variabel bebas) terhadap variabel terikat. Untuk mengetahui pengaruhnya, dapat dilakukan persamaan regresi berganda dengan model sebagai berikut:

$$DER_{it} = \beta + INSDR_{it} + INST_{it} + DIVD_{it} + PROF_{it} + \epsilon$$

Dalam hal ini:

DER_{it} : Hutang

$INSDR_{it}$: Kepemilikan Manajerial

$INST_{it}$: Kepemilikan Institusional

$DIVD_{it}$: Kebijakan Dividen

$PROF_{it}$: Profitabilitas

ϵ : Error term

Uji Normalitas

Uji Normalitas dilakukan untuk menguji apakah dalam sebuah model regresi, variabel dependen, variabel independen, atau keduanya memiliki distribusi normal atau tidak. Cara yang dilakukan untuk mendeteksi normalitas data dengan analisis statistik menggunakan analisis *One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test* dengan $\alpha = 5\%$. Jika nilai uji *Kolmogorov-Smirnov* $> 0,05$ berarti data terdistribusi normal.

Uji Multikolinieritas

Uji Multikolinieritas bertujuan untuk menguji apakah model regresi ditemukan adanya kolerasi antar variabel bebas. Untuk mengetahui ada atau tidaknya multikolinieritas dapat dilihat dari nilai *tolerance value* dan *Variance Inflation Factor* (VIF). Apabila nilai *tolerance* diatas $>0,10$ dan nilai VIF yang didapat kurang dari < 10 maka dapat dikatakan bahwa tidak terjadi multikolinieritas antar variabel independen dalam model regresi (Ghozali, 2011).

Uji Heteroskedastisitas

Uji heteroskedastisitas digunakan untuk tujuan menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan varian dari residual (pengganggu) satu pengamatan ke pengamatan yang lain. Untuk mengetahui ada atau tidaknya gejala heteroskedastisitas dalam penelitian ini digunakan uji *glejser*. Apabila nilai signifikan diatas $> 0,05$ maka dapat dikatakan bahwa tidak terjadi gejala heterokedastisitas.

Uji Autokorelasi

Uji autokorelasi merupakan adanya hubungan antara kesalahan-kesalahan yang muncul (*error term*) pada data *time series* (runtun waktu). Model regresi yang baik adalah regresi yang bebas dari autokorelasi. Ghozali (2007) menjelaskan beberapa cara untuk mendeteksi ada tidaknya autokorelasi salah satunya ialah dengan menggunakan *uji Durbin – Watson* (*DW Test*)

dengan ketentuan yaitu jika $0 < DW < dl$ ada autokorelasi, jika $dl < DW < du$ tanpa kesimpulan, $du < DW < (4 - du)$ tidak ada autokorelasi.

Uji Parsial (Uji T)

Menurut Ghazali (2007) Uji T (T-Test) atau uji parsial digunakan untuk menguji ada tidaknya pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen secara individu. Dengan kriteria pengujian:

- Jika tingkat signifikansi $< \alpha 0,05$, $t \text{ tabel} < t \text{ hitung}$, dengan koefisien negatif maka hipotesis diterima.
- Jika tingkat signifikansi $> \alpha 0,05$, $t \text{ tabel} > t \text{ hitung}$, maka hipotesis ditolak.

Uji Simultan (Uji F)

Uji F dilakukan untuk menguji apakah secara serentak variabel independen mampu menjelaskan variabel dependen secara baik atau untuk menguji apakah model yang digunakan telah fix atau tidak, nilai sig $0,000a < 0,05$ menunjukkan bahwa variabel independen secara bersama-sama memberikan pengaruh yang signifikan terhadap variabel dependen.

Koefisien Determinan (R^2)

Koefisien determinan (R^2) adalah sebuah koefisien yang menunjukkan persentase pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen. Semakin besar nilai koefisien determinasi, maka menunjukkan semakin besar pula pengaruh variabel bebas terhadap variabel terikat. Jika jumlah variabel independen yang diteliti lebih besar dari dua variabel, lebih baik digunakan Adjusted R^2 . Nilai R^2 besarnya antara nol (0) dan satu (1), jika mendekati satu maka kecocokan model dikatakan cukup untuk menjelaskan variabel dependen.

HASIL ANALISIS DATA DAN PEMBAHASAN

Analisis Statistik Deskriptif

Statistik deskriptif memberikan gambaran atau deskripsi data yang dilihat dari nilai minimum, nilai maksimum, nilai rata-rata (*mean*), dan standar deviasi yang diperoleh dari data variabel kebijakan hutang, kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, kebijakan dividen, dan profitabilitas. Statistik deskriptif dari data penelitian ini ditunjukkan dalam tabel dibawah ini:

Tabel 4.1
Hasil Analisis Statistik Deskriptif Variabel Penelitian

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
DER	48	.20732	1.93261	.8004018	.50780173
MOWN	48	.00000	.48933	.0287573	.09810531
INST	48	.23134	.92883	.5979422	.18038151
DPR	48	.01010	1.69058	.3397767	.42928186
ROA	48	.00538	.22165	.0790938	.04595883

Analisis Regresi berganda

Model	Unstandardized Coefficients		T	Sig.	Hasil	Hipotesis
	B	Std. Error				
1 (Constant)	1,763	0,220	8,023	0,000		
MOWN	-0,819	0,624	-1,313	0,196	Tidak Berpengaruh	Ditolak
INST	-1,791	0,391	-4,579	0,000	Berpengaruh	Diterima

	DPR	0,542	0,161	3,373	0,002	Berpengaruh	Diterima
	ROA	-0,663	1,359	-0,488	0,628	Tidak Berpengaruh	Ditolak
R Square						0,406	
Adjusted R Square						0,351	
F Statistik						7,357	
Sig.						0,000 ^b	

Analisis regresi berganda dilakukan dengan membandingkan nilai sig dengan $\alpha = 0,05$. Hasil pengolahan data yang menjadi dasar dalam pembentukan model penelitian ini ditunjukkan dalam tabel berikut :

Analisis linier berganda digunakan untuk mendapat koefisien regresi yang akan menentukan apakah hipotesis yang dibuat akan diterima atau ditolak. Atas dasar hasil analisis regresi dengan menggunakan tingkat signifikansi sebesar 5% diperoleh persamaan sebagai berikut :

$$\text{DER} = 1,763 - 0,819 \text{ MOWN} - 1,791 \text{ INST} + 0,542 \text{ DPR} - 0,663 \text{ ROA} + \epsilon$$

Nilai koefisien determinasi yang dilihat dari nilai *adjusted R-Square* pada model regresi yang digunakan untuk mengetahui besarnya kebijakan hutang yang dapat dijelaskan oleh variabel-variabel bebasnya. Pada tabel tersebut menunjukkan bahwa koefisien determinasi yang menunjukkan nilai *adjusted R2* sebesar 0,351. Hal ini berarti bahwa 35,1% variasi kebijakan hutang dapat dijelaskan oleh kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, kebijakan deviden, dan pofitabilitas, sedangkan sisanya 75,9% kebijakan hutang dapat dijelaskan oleh variabel lain.

Pembahasan

Pengaruh Kepemilikan Manajerial terhadap Kebijakan Hutang

Berdasarkan hasil uji hipotesis dapat diketahui bahwa variabel kepemilikan manajerial berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap kebijakan hutang, hasil ini tidak sesuai dengan hipotesis yang diajukan sehingga dalam penelitian ini H_1 ditolak. Nilai koefisien yang negatif ini menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial memiliki pengaruh tidak searah dengan prediksi kebijakan hutang. Arah negatif dari penelitian ini menunjukkan bahwa semakin tinggi kepemilikan manajerial, maka akan semakin rendah kebijakan hutang perusahaan. Meningkatnya kepemilikan oleh *insider*, akan menyebabkan *insider* semakin berhati-hati dalam menggunakan hutang dan menghindari perilaku *opportunistic*, karena mereka ikut merasakan langsung manfaat dari keputusan yang diambil jika benar dan merasakan kerugian apabila keputusan yang diambil salah terutama mengenai hutang.

Namun, kepemilikan manajerial tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang, tidak signifikannya dari hasil penelitian ini diprediksi disebabkan oleh masih rendahnya kepemilikan saham oleh manajerial (*insider*) dibandingkan dengan kelompok lainnya dalam perusahaan sehingga manajer tidak dapat mengambil keputusan atas keinginannya sendiri. Hasil penelitian ini juga tidak sesuai dengan teori *agency* yang dikemukakan oleh (Jensen dan Meckling 1976 dalam Sheisarvian 2015) yang menyatakan bahwa peningkatan kepemilikan saham manajerial dapat menurunkan *agency cost* karena dapat mensejajarkan kepentingan dari pemilik dengan kepentingan para manajer. Peningkatan dari kepemilikan saham oleh pihak manajerial akan membuat manajer lebih berhati-hati dalam menggunakan hutang dan meminimalisir risiko yang akan ditimbulkan karena pihak manajer merasa memiliki perusahaan. Hasil penelitian ini konsisten dengan hasil penelitian Murni dan Andriana (2007) serta Indahningrum dan Handayani (2009) yang menemukan bahwa kepemilikan manajerial tidak

memiliki pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan hutang. Hal ini sejalan pula dengan penelitian Larasati (2011) yang menemukan bahwa manajer perusahaan yang sudah *go public* di Indonesia belum merupakan faktor penentu dalam pengambilan keputusan kebijakan hutang, sehingga dapat dikatakan bahwa kepemilikan manajerial tidak mempunyai pengaruh yang sangat signifikan terhadap kebijakan hutang.

Pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap Kebijakan Hutang

Berdasarkan hasil uji hipotesis dapat diketahui bahwa variabel kepemilikan institusional berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang, hasil ini sesuai dengan hipotesis yang diajukan sehingga dalam penelitian ini H₂ diterima. Nilai koefisien yang negatif ini menunjukkan bahwa kepemilikan institusional memiliki pengaruh tidak searah dengan prediksi kebijakan hutang. Arah negatif dari penelitian ini menunjukkan bahwa semakin tinggi kepemilikan institusional, maka akan semakin rendah kebijakan hutang perusahaan. Dengan adanya kepemilikan institusional dalam suatu perusahaan maka dapat memberikan kontribusi berupa kontrol dalam manajemen dan akan mendorong peningkatan pengawasan agar lebih optimal terhadap kinerja manajemen.

Penelitian ini sejalan dengan teori yang dikemukakan oleh Moh *et al* (1994) dan Bhatala *et al* (1998) dalam Erni (2005), bahwa dengan kehadiran pihak institusional maka dapat digunakan sebagai alat monitoring dalam rangka meminimumkan biaya keagenan yang ditimbulkan oleh hutang serta dapat mengendalikan perilaku *opportunistic* yang dilakukan manajer, sehingga tindakan ini akan mengurangi biaya keagenan dan memungkinkan perusahaan menggunakan hutang yang relatif rendah untuk mengantisipasi terjadinya *financial distress* dan kebangkrutan perusahaan. Hasil penelitian ini sejalan dengan Nicken dan Yeniatie (2010) yang menyatakan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang. Penelitian ini juga sejalan dengan penelitian Widya Hesti Nengsi (2011) yang menyatakan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang.

Pengaruh Kebijakan Dividen terhadap Kebijakan Hutang

Berdasarkan hasil uji hipotesis dapat diketahui bahwa variabel kebijakan dividen berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan hutang, hasil ini sesuai dengan hipotesis yang diajukan sehingga dalam penelitian ini H₃ diterima. Nilai koefisien yang positif ini menunjukkan bahwa kebijakan dividen memiliki pengaruh searah dengan prediksi kebijakan hutang. Arah positif dari penelitian ini menunjukkan bahwa semakin tinggi kebijakan dividen, maka akan semakin tinggi pula kebijakan hutang perusahaan. Semakin meningkatnya pembayaran dividen maka dana yang tersedia untuk pendanaan (laba ditahan) akan semakin kecil karena keuntungan perusahaan banyak dibayarkan sebagai dividen, sehingga untuk memenuhi kebutuhan dana perusahaan maka manajer lebih cenderung untuk menggunakan hutang lebih banyak.

Hasil penelitian ini mendukung *Pecking Order Theory* yang menyatakan bahwa bila perusahaan membutuhkan dana, maka prioritas utama adalah menggunakan dana internal yaitu laba ditahan, namun apabila dibutuhkan dana pendanaan eksternal maka hutang akan menjadi prioritas perusahaan. Dengan demikian jika perusahaan meningkatkan pembayarannya maka dana yang tersedia untuk pendanaan (laba ditahan) perusahaan akan semakin kecil, sehingga perusahaan memerlukan hutang yang lebih banyak untuk memenuhi kebutuhan pendanaan perusahaan. Sehingga dapat dikatakan bahwa semakin besar kebijakan dividen maka semakin besar pula kebijakan hutang perusahaan. Hasil ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Masdupi (2005) dan Handayani (2009) yang menyatakan bahwa kebijakan dividen berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan hutang.

Pengaruh Profitabilitas terhadap Kebijakan Hutang

Berdasarkan hasil uji hipotesis dapat diketahui bahwa variabel profitabilitas berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap kebijakan hutang, hasil ini tidak sesuai dengan hipotesis yang diajukan sehingga dalam penelitian ini H_4 ditolak. Nilai koefisien yang negatif ini menunjukkan bahwa profitabilitas memiliki pengaruh tidak searah dengan prediksi kebijakan hutang. Arah negatif dari penelitian ini menunjukkan bahwa semakin tinggi profitabilitas, maka akan semakin rendah kebijakan hutang perusahaan. Hal ini dikarenakan perusahaan dengan prospek yang menguntungkan akan cenderung memanfaatkan dana internalnya yang bersumber dari profit dibanding hutang.

Namun, profitabilitas tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang, tidak signifikannya dari hasil penelitian ini diprediksi karena peningkatan profitabilitas perusahaan properti dan *real estate* tidak selalu menurunkan kebijakan hutangnya sehingga perubahan profitabilitas tidak akan mempengaruhi perubahan kebijakan hutang. Tidak signifikannya dari hasil penelitian ini juga disebabkan karena perusahaan properti dan *real estate* yang mempunyai tingkat profitabilitas yang tinggi maka tidak selalu menggunakan hutang dalam jumlah yang besar pula dikarenakan besarnya modal sendiri yang berasal dari laba ditahan sudah dapat membiayai kegiatan operasional perusahaan, akan tetapi perusahaan yang mempunyai tingkat profitabilitas yang tinggi juga bisa menggunakan dana eksternal atau hutang untuk membiayai kegiatan operasional perusahaan dikarenakan perusahaan tersebut mempunyai kemampuan untuk membayar hutangnya.

Hasil penelitian ini juga sesuai dengan *Pecking Order Theory* yang menyatakan bahwa bila perusahaan membutuhkan dana, maka prioritas utama adalah menggunakan dana internal, yaitu laba ditahan. Namun apabila dibutuhkan dana pendanaan eksternal maka hutang akan menjadi prioritas perusahaan. Hasil penelitian ini sejalan dengan hasil penelitian Masdupi (2005) yang menemukan hasil yang tidak signifikan secara statistik antara profitabilitas terhadap kebijakan hutang.

Keterbatasan Penelitian

Penelitian ini masih mempunyai beberapa keterbatasan diantaranya sebagai berikut:

1. Penelitian ini hanya mengambil rentang waktu penelitian selama 5 tahun yaitu dari tahun 2010-2014.
2. Dalam penelitian ini hanya menggunakan empat variabel independen yaitu kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, kebijakan dividen dan profitabilitas.
3. Penelitian ini hanya menggunakan sektor properti dan *real estate* dan itu membatasi sampel penelitian karena adanya kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional yang tidak semua perusahaan miliki.

Saran

Pada penelitian selanjutnya sebaiknya menambahkan variabel independen yang belum digunakan dalam penelitian ini serta menambahkan periode waktu penelitian yang panjang. Karena dengan menambahkan variabel independen dan memperpanjang periode waktu penelitian maka peneliti selanjutnya diharapkan akan mendapatkan hasil yang lebih bagus mengenai faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan hutang.

Daftar Pustaka

- Azizah, Topowijono, Naibaho, (2015), “Pengaruh Profitabilitas, Pertumbuhan Penjualan, Struktur Aktiva dan Ukuran Perusahaan Terhadap Struktur Modal”, *Jurnal Administrasi Bisnis* (JAB), Vol.28 No.1.
- Beny, (2013), “Pengaruh Dividend Payout, Profitabilitas, Pertumbuhan Perusahaan, Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, dan Aliran Kas Bebas Terhadap Kebijakan Hutang”, *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, Vol.15 No.2.
- Bhakti, Adam Dustin, (2012), “Pengaruh Struktur Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Institusional terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar Di BEI Tahun 2009-2011”, Fakultas Ekonomi Universitas Brawijaya, Malang.
- Brigham F. Eugene, Louis C. Gapenski, dan Michael C. Ehrhard, (2005), *Financial Management: Theory and Practise*, 9th edition, The Dryden Press.
- Brigham, E. F. dan Louis C. Gapenski, (1996), *Intermediate Financial Management*, Fifth Edition, New York: The Dryden Press.
- Chu, Ei Yet, (2005), *Large Shareholder, Capital Structure and Diversification. Evidence from Malaysia Manufacturing Firms*, [http:// www.ssrn.com](http://www.ssrn.com). Diakses tanggal 13 Maret 2016 pk 13.00 WIB.
- Damodaran, A, (1997), *Corporate Finance Theory and practice*, Newyork: John Willey & Sons. Inc
- Destriana, Nicken dan Yeniatie, (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.
- Eva, Larasati, (2011), “Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional dan Kebijakan Dividen terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan”, Fakultas Ekonomi Universitas Tadulako, Kampus Bumi Bahari Tadulako, Palu.
- Ghozali, (2007)a, *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS19, Edisi 3*, Semarang, Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Ghozali, (2011)b, *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program IBM SPSS19*, Semarang, Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Gusti, Bertha Firyanni, (2014), “Pengaruh Free Cash Flow dan Struktur Kepemilikan Saham Terhadap Kebijakan Hutang dengan Investment Opportunity Set Sebagai Variabel Moderating (Studi Empiris Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di BEI)”.
- Hanafi, Mamduh M, (2008), *Manajemen Keuangan*, Yogyakarta: BPF.
- Indahningrum, Rizka Putri, Ratih Handayani, (2009), “Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Dividen, Pertumbuhan Perusahaan, Free Cash Flow dan Profitabilitas terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan”, Vol.11 No.3, 189-207.
- Ismiyati, Fitri dan Hanafi, Mamduh, (2003), “Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Risiko, Kebijakan Hutang dan Kebijakan Dividen: Analisa Persamaan Simultan”, *Simposium Nasional Akuntansi VI*, Ikatan Akuntansi Indonesia, 260-272.
- Jensen, Michael C. dan Meckling, William H, (1976), “*Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency cost and Ownership Structure*”, *Journal of Financial Economic*, Vol.3, 305-360.
- Lina, dan Steven, (2011), “Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang Perusahaan Manufaktur”, *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, Vol.13 No.3.

- Madura, Jeff, (2006), *International Corporate Finance*, 8th edition, International Student Edition.
- Masdupi, Erni, (2005), “Analisis Dampak Struktur Kepemilikan Pada Kebijakan Hutang dalam Mengontrol Konflik Keagenan”, *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*, Vol.20 No.1.
- Murni, Sri dan Andriana, (2007), “Pengaruh Insiders Ownership, Institutional Investor, Dividend Payment, & Firm Growth Terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan (Studi Kasus Pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta)”, *Jurnal Akuntansi dan Bisnis*, Vol.7 No.1, 15-24
- Murtiningtyas, Andhika Ivona, (2012), “Kebijakan Dividen, Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Profitabilitas, Resiko Bisnis Terhadap Kebijakan Hutang”, *Accounting Analysis Journal*.
- Nabela, Yoandhika, (2012), “Pengaruh Kepemilikan Institusional, Kebijakan Dividend an Profitabilitas Terhadap Kebijakan Hutang Pada Perusahaan Properti dan Real Estate Di Bursa Efek Indonesia”, *Jurnal Manajemen*, Vol.01 No.01.
- Narita, Rona, Mersi, (2012), “Analisis Kebijakan Hutang”, *Accounting Analysis Journal*.
- Nengsi, Widya Hesti, (2011), “Pengaruh Struktur Kepemilikan dan Kebijakan Dividen Terhadap Kebijakan Hutang dalam Perspektif Agency Theory pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Brsa Efek Indonesia”, Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Padang.
- Rahayuningsih, Deasy Ariyanti dan Dennys Surya, (2012), Faktor-faktor Yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang Perusahaan Non Keuangan Yang Terdaftar Dalam Bursa Efek Indonesia”, *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, Vol.14 No.3.
- Sheisarvian, Revi Maretta, Nengah Sudjana dan Muhammad Saifi, (2015), “Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kebijakan Dividen dan Profitabilitas Terhadap Kebijakan Hutang (Studi pada Perusahaan Manufaktur yang Tercatat di BEI Periode 2010-2012)”, *Jurnal Administrasi Bisnis*, Vol.22 No.1.
- Sundjaja, Ridwan dan Inge Barlian, (2002), “*Manajemen Keuangan Dua*”, Edisi Kedua, Jakarta: PT Prenhallindo.
- Susanti, (2013), “Analisis Variabel-variabel Yang Mempengaruhi Kebijakan Utang Perusahaan”, *Jurnal Ilmu Manajemen*, Vol.1 No.3.
- Susanto, Yulius Kurnia, (2011), “Kepemilikan Saham, Kebijakan Dividen, Karakteristik Perusahaan, Risiko Sistemik, Set Peluang Investasi, dan Kebijakan Hutang”, *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, Vol.13 No.3.
- Tjeleni, Indra E, (2013), “Kepemilikan Manajerial dan Institusional Pengaruhnya Terhadap Kebijakan Hutang Pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia”, *Jurnal EMBA*, Vol.1 No.3.
- Wahidahwati, (2002), “Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Institsional pada Kebijakan Hutang Perusahaan: Sebuah Perspektif Theory Agency”, *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, Vol.5 No.1.
- Wuryandani. G. Martinus. J.h. dan Riski. P, (2005), “Perilaku Pembiayaan dalam Industri Properti”, *Bank Indonesia*.