

PENGARUH KEPEMILIKAN MANAJERIAL, KEPEMILIKAN INSTITUSIONAL DAN KEBIJAKAN DIVIDEN TERHADAP NILAI PERUSAHAAN DENGAN KEBIJAKAN HUTANG SEBAGAI VARIABEL *INTERVENING*

Irene Maitri Pandansari
Etna Nur Afri Yuyetta

Jurusan Akuntansi Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro
Jl. Prof. Soedharto SH Tembalang. Semarang 50239. Phone: +622476486851

ABSTRACT

The aim of this study is to examine the influence of managerial ownership, institutional ownership and dividend policy on the firm value through debt policy as an intervening variable. The population used in this study consist of manufacture firms listed on the Indonesia Stock Exchange during the period 2010-2014. The sampling method used in this study is purposive sampling and obtained 90 samples. The analysis method used in this study is multiple linear regressions expanded with path analysis to examine the direct and indirect effect of managerial ownership, institutional ownership and dividend policy on firm value.

There are three results of this study. First result of this study show that each variable of institutional ownership and dividend policy had positively and negatively significant influence on debt policy, while variable of managerial ownership had no significant influence on debt policy. Second, this study show that dividend policy had positively significant, and managerial ownership, institutional ownership and debt policy had negatively significant on firm value. Third result of this study show that debt policy can mediate the relationship of managerial ownership and dividend policy to firm value, while debt policy can't mediate the relationship of institutional ownership to firm value.

Keywords : Managerial Ownership, Dividend Policy, Debt Policy, Firm Value

PENDAHULUAN

Perusahaan pada umumnya memiliki tujuan utama, yaitu meningkatkan nilai perusahaan. Nilai perusahaan merupakan persepsi investor sebagai gambaran atas kepercayaan terhadap perusahaan yang dapat dilihat dari harga saham (Sujoko dan Soebiantoro, 2007). Nilai suatu perusahaan dapat diukur dengan menggunakan *Price Book Value*. Weston dan Brigham (2000) menyatakan bahwa perusahaan dapat dikatakan memiliki nilai perusahaan yang baik apabila memiliki PBV tinggi yang mampu mencerminkan tingkat kemakmuran pemegang saham.

Perusahaan dituntut untuk berupaya memaksimalkan kekayaan pemegang saham dan meningkatkan nilai perusahaan. Upaya yang dilakukan pemegang saham untuk meningkatkan nilai perusahaan adalah menyerahkan pengelolaan perusahaan kepada pihak profesional, dalam hal ini adalah manajer. Manajer perusahaan memiliki wewenang dalam menentukan kebijakan yang dapat digunakan untuk memaksimalkan harga saham, antara lain dengan menentukan keputusan pendanaan (Hasnawati, 2005). Salah satu sumber keputusan pendanaan perusahaan adalah melalui kebijakan hutang. Kebijakan hutang merupakan kebijakan yang diambil pihak manajemen dalam rangka memperoleh sumber pendanaan bagi perusahaan yang berasal dari eksternal perusahaan (Kaluti, 2014). Kebijakan hutang menentukan jumlah hutang yang akan digunakan perusahaan untuk mendanai aktivitas operasinya, namun kebijakan hutang yang tercermin dari *leverage* ini juga dapat dipahami sebagai penaksir risiko yang melekat pada suatu perusahaan. Artinya, *leverage* yang semakin besar menunjukkan risiko investasi yang semakin besar.

Pemegang saham sebagai pihak eksternal menilai seberapa besar perusahaan menggunakan hutang dan seberapa mampu perusahaan mengembalikan hutang tersebut. Oleh karena itu,

kebijakan hutang dapat mempengaruhi terjadinya hubungan keagenan antara manajer dan pihak eksternal perusahaan. Hubungan keagenan ini membuat kebijakan hutang rentan terhadap konflik agensi. Beberapa cara dapat dilakukan perusahaan dalam mengurangi biaya agensi, antara lain dengan meningkatkan kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional dan rasio pembayaran dividen.

Kepemilikan manajerial adalah suatu kondisi manajer mengambil bagian dalam struktur modal perusahaan atau dengan kata lain manajer tersebut berperan ganda sebagai manajer sekaligus pemegang saham di perusahaan (Sugiarto, 2011). Kepemilikan saham perusahaan oleh manajer dapat mensejajarkan kepentingan antara manajemen dan pemegang saham. Manajer akan lebih berhati-hati dalam mengambil keputusan karena turut menanggung risiko dari keputusan tersebut.

Kepemilikan institusional merupakan proporsi saham perusahaan yang dimiliki oleh investor institusional seperti bank, perusahaan asuransi, perusahaan investasi dan kepemilikan institusi lain yang berperan sebagai *monitoring agent* (Bathala dan Rao, 1994). Kepemilikan institusional mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal sehingga manajer akan diawasi dalam menentukan kebijakan finansial.

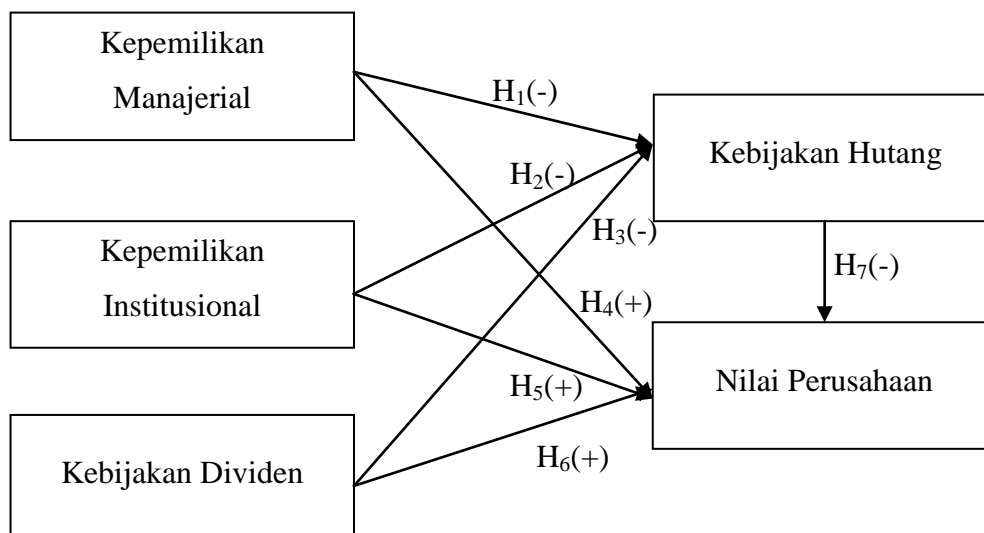
Dividend payout ratio atau rasio pembayaran dividen yang tinggi merupakan salah satu cara untuk mengurangi biaya agensi. Rozeff (1982) mengamati bahwa perusahaan yang membayar dividen yang tinggi dapat menurunkan konflik keagenan. Aliran kas bebas yang dimiliki perusahaan berkurang akibat pembagian dividen sehingga manajemen mencari pendanaan lain untuk membiayai kembali operasi dan investasi perusahaan.

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis dan menguji secara empiris: (1) pengaruh kepemilikan manajerial terhadap kebijakan hutang, (2) pengaruh kepemilikan institusional terhadap kebijakan hutang, (3) pengaruh kebijakan dividen terhadap kebijakan hutang, (4) pengaruh kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan, (5) pengaruh kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan, (6) pengaruh kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan, dan (7) pengaruh kebijakan hutang terhadap nilai perusahaan sebagai variabel *intervening*.

KERANGKA PEMIKIRAN TEORITIS DAN PERUMUSAN HIPOTESIS

Pada bagian ini dijelaskan mengenai kerangka pemikiran teoritis antar variabel-variabel yang saling berhubungan dalam penelitian. Kerangka pemikiran penelitian ini menunjukkan pengaruh variabel independen yang terdiri atas kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional dan kebijakan dividen terhadap variabel dependen yaitu nilai perusahaan, serta kebijakan hutang sebagai variabel *intervening*.

Gambar 1
Kerangka Pemikiran



Kerangka penelitian menjelaskan tujuan penelitian, yaitu untuk menguji pengaruh variabel-variabel tersebut terhadap nilai perusahaan secara langsung maupun tidak langsung melalui kebijakan hutang, untuk menguji apakah variabel kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional dan kebijakan dividen memiliki pengaruh negatif terhadap kebijakan hutang, kebijakan hutang memiliki pengaruh negatif terhadap nilai perusahaan, serta kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional dan kebijakan dividen memiliki pengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Pengaruh Kepemilikan Manajerial terhadap Kebijakan Hutang

Manajer yang memiliki kepemilikan saham di perusahaan itu sendiri mempunyai andil dalam menentukan kebijakan hutang dalam jumlah yang optimal. Perusahaan dengan kepemilikan manajerial tinggi akan menurunkan pendanaan melalui hutang, karena hutang yang tinggi memiliki risiko *financial distress*. Manajer cenderung mengurangi investasi berisiko untuk melindungi kepentingannya sendiri yang juga berperan ganda sebagai pemegang saham.

Penelitian terdahulu telah dilakukan oleh Friend dan Lang (1988) menguji pengaruh kepemilikan saham oleh manajemen terhadap struktur modal perusahaan. Hasil penelitian menunjukkan bahwa kepemilikan saham oleh manajemen memiliki hubungan negatif dan substitusi dengan hutang. Jensen *et al.* (1992) menyatakan hal serupa bahwa terdapat hubungan negatif antara kepemilikan saham oleh manajemen dengan kebijakan hutang perusahaan. Hasil ini mengindikasikan bahwa dengan peningkatan kepemilikan saham oleh manajemen, maka mensejajarkan kepentingan antara pemegang saham dan manajemen, sehingga kepemilikan saham oleh manajemen dapat menggantikan peranan hutang dalam mengurangi *agency cost*.

Berdasarkan argumen di atas, dapat dirumuskan hipotesis bahwa meningkatnya kepemilikan saham oleh manajemen dapat mensejajarkan kepentingan para manajemen dengan kepentingan *outside shareholder* serta mengurangi peranan hutang sebagai salah satu alat untuk mengurangi konflik keagenan.

H1 : Kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang.

Pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap Kebijakan Hutang

Pemegang saham institusional pada umumnya memiliki porsi kepemilikan yang besar dalam perusahaan. Pemegang saham mayoritas ini memiliki hak yang besar atas kendali perusahaan dan cenderung menghindari risiko kebangkrutan dengan menurunkan tingkat penggunaan hutang. Adanya pengawasan yang tinggi dari pihak bank, perusahaan asuransi, perusahaan investasi dan kepemilikan institusi lain dapat mengurangi biaya keagenan (*agency cost*) sekaligus membatasi manajemen dalam menggunakan hutang.

Bathala *et al.* (1994) menyatakan kepemilikan institusional yang besar akan dapat memonitor penggunaan hutang secara optimal. Selain itu, menurut Jensen dan Meckling (1976) kepemilikan institusional yang semakin tinggi menyebabkan kontrol eksternal terhadap perusahaan juga semakin kuat, sehingga dapat mengurangi biaya keagenan. Grier dan Zychowicz (1994) juga menyatakan bahwa kepemilikan saham oleh institusi dapat menggantikan peranan hutang dalam memonitor manajemen perusahaan.

Berdasarkan uraian di atas, maka dapat dirumuskan hipotesis bahwa semakin besar persentase saham yang dimiliki oleh institusi akan menyebabkan usaha *monitoring* menjadi semakin efektif, karena institusi tersebut dapat mengendalikan keputusan maupun tindakan yang dilakukan oleh manajemen dan memaksa manajemen untuk mengurangi tingkat hutang yang tinggi, sehingga akan mengurangi *agency cost*.

H2 : Kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang

Pengaruh Kebijakan Dividen terhadap Kebijakan Hutang

Berdasarkan teori agensi, Rozeff (1982) menyatakan bahwa pembayaran dividen adalah bagian dari *monitoring* aktivitas perusahaan oleh prinsipal terhadap pihak manajemen sebagai agen. Pembayaran dividen kepada pemegang saham akan mengurangi sumber-sumber dana yang dikendalikan oleh manajer, karena semakin tinggi dividen yang dibayarkan kepada pemegang saham maka *free cash flow* dalam perusahaan semakin kecil, sehingga manajer harus memperoleh sumber dana eksternal.

Temuan ini konsisten dengan temuan Jensen *et al.* (1992), Moh'd *et al.* (1998) dan Cruchley *et al.* (1999) yang menyatakan bahwa dividen berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang. Pembayaran dividen dan penggunaan hutang berperan dalam mengurangi arus kas bebas yang dapat disalahgunakan manajer. Pembagian dividen kepada pemegang saham menyebabkan arus kas perusahaan menjadi sedikit, sehingga apabila perusahaan menggunakan hutang sebagai sumber pendanaan, maka perusahaan tersebut akan mengalami beban keuangan tetap, ketidakmampuan pembayaran kepada prinsipal dan akhirnya likuidasi.

Berdasarkan uraian di atas, maka dapat dirumuskan hipotesis bahwa pembagian dividen kepada pemegang saham menyebabkan berkurangnya *free cash flow* perusahaan, sehingga sumber pendanaan hanya akan menyebabkan risiko *financial distress* atau ketidakmampuan perusahaan mengembalikan hutangnya kepada kreditur.

H3 : Kebijakan dividen berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang

Pengaruh Kepemilikan Manajerial terhadap Nilai Perusahaan

Kepemilikan manajerial merupakan persentase kepemilikan saham yang dimiliki oleh direksi, manajer dan dewan komisaris (Christiawan *et al.*, 2007). Direksi, manajer dan dewan komisaris memiliki peran ganda disamping sebagai pengelola perusahaan, manajemen juga bertindak sebagai pemegang saham. Manajemen yang memiliki sejumlah saham di perusahaannya cenderung meningkatkan kinerjanya agar nilai saham perusahaan meningkat. Nilai saham perusahaan mencerminkan nilai perusahaan, sehingga dengan meningkatkan nilai perusahaan, maka nilai kekayaannya akan meningkat.

Penelitian mengenai kepemilikan manajemen dan nilai perusahaan telah dilakukan oleh peneliti terdahulu. Jensen dan Meckling (1976) menyatakan bahwa semakin tinggi kepemilikan saham oleh manajemen maka semakin kuat kecenderungan manajemen untuk mengoptimalkan penggunaan sumber daya sehingga mengakibatkan kenaikan nilai perusahaan. Pengawasan perusahaan dalam menaikkan nilai perusahaan juga akan semakin tinggi. Hasil penelitian Soliha dan Taswan (2002) juga membuktikan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Berdasarkan argumen di atas, maka dapat dirumuskan hipotesis bahwa semakin tingginya kepemilikan manajerial suatu perusahaan, maka pengawasan perusahaan dalam menaikkan nilai perusahaan juga akan semakin tinggi. Hal ini dikarenakan manajer memiliki sejumlah saham di perusahaannya, sehingga manajer akan mengambil keputusan yang menguntungkan bagi perusahaan tersebut.

H4 : Kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan

Pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap Nilai Perusahaan

Kepemilikan institusional merupakan proporsi saham perusahaan yang dimiliki oleh investor institusional seperti bank, perusahaan asuransi, perusahaan investasi dan kepemilikan institusi lain yang berperan sebagai *monitoring agent* (Bathala dan Rao, 1994). Kepemilikan institusional mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal sehingga manajer akan diawasi dalam menentukan kebijakan finansial.

Wardhani (2006) menyatakan bahwa nilai suatu perusahaan akan lebih tinggi apabila perusahaan tersebut dimiliki oleh lembaga keuangan, yaitu bank. Bank sebagai pemilik perusahaan akan menjalankan fungsi monitoringnya dengan lebih baik dan bank tidak akan melakukan ekspropriasi atas aset perusahaan. Pizarro *et al.* (2006) dan Bjuggren *et al.* (2007) juga menemukan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan dan kinerja perusahaan. Hasil penelitian menunjukkan bahwa kepemilikan institusional menjadi salah satu mekanisme yang efektif sehingga mampu memotivasi manajer dalam meningkatkan kinerja dan nilai perusahaan.

Berdasarkan uraian di atas, maka dapat dirumuskan hipotesis bahwa pengawasan dari investor institusional merupakan salah satu mekanisme yang efektif yang mampu memotivasi manajer dalam meningkatkan kinerja dan nilai perusahaan. Investor institusional juga berperan sebagai *monitoring agent* terhadap perilaku manajemen dalam mengambil keputusan yang mampu meningkatkan nilai perusahaan.

H5 : Kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan

Pengaruh Kebijakan Dividen terhadap Nilai Perusahaan

Kebijakan dividen menentukan seberapa banyak keuntungan yang akan diperoleh pemegang saham atas laba yang diperoleh perusahaan. Pemegang saham akan merespon positif apabila perusahaan mampu membagikan dividen yang tinggi. Pembagian dividen yang tinggi menyebabkan kinerja perusahaan akan dianggap semakin baik oleh pemegang saham, sehingga nilai perusahaan juga meningkat. Oleh karena itu, kebijakan dividen memiliki pengaruh terhadap nilai perusahaan.

Kebijakan dividen sering dianggap sebagai sinyal bagi pemegang saham dalam menilai baik buruknya perusahaan. Perusahaan yang menerbitkan saham baru juga memiliki prospek menguntungkan karena perusahaan berupaya mencari investor baru untuk berbagi kerugian. Menurut Ross (1977), dividen merupakan pembangkit sinyal positif karena kemungkinan memiliki tingkat profitabilitas tinggi di masa depan. Maka, semakin tinggi dividen terhadap laba ditahan, semakin kuat harapan manajer pada laba masa depan sebagai sarana menjaga tingkat pembayaran dividen. *Dividend payout ratio* yang rendah dapat mencerminkan laba perusahaan yang semakin berkurang. Akibatnya, sinyal buruk akan muncul karena mengindikasikan bahwa perusahaan mengalami kekurangan dana.

Berdasarkan argumen di atas, maka dapat dirumuskan hipotesis bahwa pemegang saham akan merespon positif apabila perusahaan mampu membagikan dividen yang tinggi. Respon positif dari pemegang saham ini disebabkan karena pemegang saham menganggap kinerja perusahaan pada tahun tersebut baik, sehingga nilai perusahaan juga akan meningkat.

H6 : Kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan

Pengaruh Kebijakan Hutang terhadap Nilai Perusahaan

Kebijakan hutang merupakan kebijakan perusahaan mengenai seberapa besar suatu perusahaan menggunakan pendanaan dengan hutang. Myers dan Majluf (1984) dalam *pecking order theory* menyatakan bahwa perusahaan pada umumnya cenderung memilih pendanaan internal dibandingkan dengan pendanaan eksternal. Manajer akan lebih memilih sumber pendanaan internal yang berasal dari arus kas operasi maupun laba ditahan suatu perusahaan. Apabila perusahaan masih dapat menggunakan sumber pendanaan internal, maka sumber pendanaan eksternal tidak digunakan.

Penggunaan hutang yang tinggi dapat menimbulkan biaya besar termasuk biaya agensi hutang yang timbul akibat harus menanggung risiko yang lebih tinggi. Salah satu risiko yang diterima dari pendanaan hutang yang tinggi adalah *financial distress*. *Financial distress* adalah kondisi suatu perusahaan terancam mengalami kebangkrutan apabila perusahaan kesulitan dalam melunasi kewajiban hutangnya. *Financial distress* perlu diperhitungkan karena mengurangi nilai perusahaan.

Berdasarkan uraian di atas, maka dirumuskan hipotesis bahwa penggunaan hutang yang tinggi dapat menimbulkan biaya besar termasuk biaya agensi hutang yang timbul akibat harus menanggung risiko yang lebih tinggi. Perusahaan mempunyai kewajiban mengembalikan hutang dan bunga pinjaman secara periodik, sehingga perusahaan rentan terancam mengalami risiko kebangkrutan apabila perusahaan kesulitan dalam melunasi kewajiban hutangnya. Risiko yang mungkin terjadi ini perlu diperhitungkan ketika akan menggunakan hutang sebagai sumber pendanaan karena dapat mengurangi nilai perusahaan.

H7 : Kebijakan hutang berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan

METODE PENELITIAN

Variabel Penelitian

Penelitian ini menggunakan variabel dependen, variabel independen dan variabel *intervening* atau variabel mediasi. Nilai perusahaan sebagai variabel dependen. Kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional dan kebijakan dividen sebagai variabel independen, serta kebijakan hutang sebagai variabel *intervening*. Setiap variabel memiliki pengertian dan cara pengukuran yang berbeda-beda. Berikut ini merupakan Tabel 1 yang digunakan untuk memudahkan pembaca memahami cara ukur masing-masing variabel.

Tabel 1
Variabel Penelitian

No	Variabel	Definisi dan Pengukuran
	Dependen	
1	Nilai Perusahaan	Nilai perusahaan merupakan persepsi investor terhadap tingkat keberhasilan perusahaan dalam mengelola sumber dayanya. Nilai perusahaan diukur dengan perbandingan harga pasar per lembar saham dibagi nilai buku per lembar saham.
	Independen	
2	Kepemilikan Manajerial	Kepemilikan manajerial adalah proporsi kepemilikan saham perusahaan yang dimiliki oleh manajer, dewan direksi, dan dewan komisaris. Kepemilikan manajerial dilambangkan dengan MOWN yang dinilai dari kepemilikan saham manajemen dibagi total saham beredar.
3	Kepemilikan Institusional	Kepemilikan institusional adalah proporsi kepemilikan saham oleh investor institusional seperti perusahaan investasi, bank, perusahaan asuransi maupun kepemilikan lembaga dan perusahaan lain. Kepemilikan institusional dinilai dari kepemilikan saham institusi dibagi total saham beredar.
4	Kebijakan Dividen	Kebijakan dividen adalah kebijakan suatu perusahaan untuk membagikan <i>earnings</i> berupa dividen kepada pemegang saham atau untuk menahannya dalam bentuk laba ditahan. Kebijakan dividen diukur dengan menggunakan <i>Dividen Payout Ratio</i> (DPR), yaitu dividen per lembar saham dibagi laba per lembar saham.
	<i>Intervening</i>	
5	Kebijakan Hutang	Kebijakan hutang adalah kebijakan perusahaan dalam menggunakan hutang sebagai sumber pendanaan dalam kegiatan operasional perusahaan. Kebijakan hutang diprosikan dengan <i>Debt to Equity Ratio</i> (DER), yaitu total liabilitas dibagi total ekuitas.

Populasi dan Sampel

Populasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2010 – 2014. Pemilihan perusahaan manufaktur sebagai sampel penelitian karena laporan tahunan pada perusahaan manufaktur bersifat kompleks dan data-data pada laporan tahunan tersebut diperlukan dalam penelitian ini. Tahun 2010 – 2014 dipilih sebagai periode pengamatan karena peneliti mengambil sampel terbaru perusahaan manufaktur yang menerbitkan laporan tahunan selama 5 tahun berturut-turut dengan keadaan perekonomian yang relatif stabil.

Penelitian ini menggunakan metode pengambilan sampel *purposive sampling*, yaitu pengambilan sampel yang dilakukan berdasarkan kriteria yang ditentukan, yaitu (1) perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dan konsisten mempublikasikan laporan tahunan dan laporan keuangan selama tahun 2010 – 2014, (2) Perusahaan memiliki kepemilikan manajerial selama tahun 2010 – 2014, dan (3) Perusahaan memiliki kepemilikan institusional selama tahun 2010 – 2014. Sampel penelitian ini adalah 18 perusahaan manufaktur di Indonesia selama tahun 2010 – 2014.

Metode Analisis

Analisis data penelitian terdiri dari analisis deskriptif, uji asumsi klasik, dan uji deteksi variabel *intervening* dengan analisis jalur atau *path analysis*. Analisis deskriptif bertujuan untuk memberikan gambaran atau deskripsi tiap variabel. Uji asumsi klasik bertujuan untuk menilai kelayakan data yang digunakan dalam penelitian. *Path analysis* menggambarkan pola hubungan yang mengungkapkan pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen, baik secara langsung maupun melalui variabel lain sebagai variabel *intervening*. Persamaan regresi dalam penelitian ini dapat dirumuskan sebagai berikut :

$$DER = \alpha_1 + \beta_1 MOWN + \beta_2 INST + \beta_3 DPR + e_1 \dots\dots\dots (1)$$

$$PBV = \alpha_2 + \beta_4 MOWN + \beta_5 INST + \beta_6 DPR + \beta_7 DER + e_2 \dots\dots (2)$$

Keterangan :

- MOWN : Kepemilikan Manajerial
- INST : Kepemilikan Institusional
- DPR : Kebijakan Dividen
- DER : Kebijakan Hutang
- PBV : Nilai Perusahaan
- e : Error (residu)

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Hasil analisis regresi menunjukkan besarnya Adjusted R Square pada model 1 adalah 0,098 berarti bahwa 9,8% variasi kebijakan hutang dapat dijelaskan oleh seluruh variabel kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional dan kebijakan dividen, sedangkan Adjusted R Square model 2 adalah sebesar 0,282 atau 28,2% variasi nilai perusahaan dapat dijelaskan oleh kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, kebijakan dividen dan kebijakan hutang.

Nilai F hitung model 1 adalah 4,225 dengan probabilitas 0,008 signifikan, berarti variabel kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional dan kebijakan dividen secara simultan atau bersama-sama berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Nilai F hitung model 2 yaitu sebesar 9,747 dengan probabilitas 0,000 signifikan, sehingga dapat disimpulkan bahwa kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, kebijakan dividen dan kebijakan hutang secara simultan atau bersama-sama berpengaruh terhadap nilai perusahaan sebagai variabel dependen.

Tabel 2
Hasil Analisis Regresi
Model 1

Model	Koefisien	Sig.	Hasil Analisis
Kepemilikan Manajerial	-0,022	0,557	H1 ditolak
Kepemilikan Institusional	0,122	0,004	H2 ditolak
Kebijakan Dividen	-0,008	0,033	H3 diterima

Tabel 3
Hasil Analisis Regresi
Model 2

Model	Koefisien	Sig.	Hasil Analisis
Kepemilikan Manajerial	-0,074	0,038	H4 ditolak
Kepemilikan Institusional	-0,138	0,001	H5 ditolak
Kebijakan Dividen	0,009	0,008	H6 diterima
Kebijakan Hutang	-0,213	0,039	H7 diterima

Pada tabel 2, variabel kepemilikan manajerial memiliki koefisien regresi sebesar -0,022 dengan nilai t hitung sebesar -0,589 dan tingkat signifikansi sebesar 0,557. Variabel kepemilikan manajerial memiliki tingkat signifikansi lebih dari 10%, sehingga kepemilikan manajerial tidak memiliki pengaruh terhadap kebijakan hutang dan hipotesis pertama yang diajukan ditolak.

Tabel 2 menunjukkan variabel kepemilikan institusional memiliki koefisien regresi sebesar 0,122 dengan nilai t hitung sebesar 2,924 dan tingkat signifikansi sebesar 0,004. Variabel kepemilikan institusional memiliki pengaruh terhadap kebijakan hutang dengan tingkat signifikansi kurang dari 1%, namun pengaruhnya adalah negatif sehingga hipotesis penelitian kedua ditolak.

Pada tabel 2, variabel kebijakan dividen memiliki koefisien regresi sebesar -0,008 dengan nilai t hitung sebesar -2,163 dan tingkat signifikansi sebesar 0,033. Hasil tersebut menunjukkan variabel kebijakan dividen memiliki tingkat signifikansi kurang dari 5%, sehingga dapat

disimpulkan bahwa kebijakan dividen memiliki pengaruh terhadap kebijakan hutang. Dengan demikian, hipotesis penelitian ketiga diterima.

Uji statistik *t* persamaan regresi model 2 dijelaskan pada tabel 3, menunjukkan bahwa variabel kepemilikan manajerial memiliki koefisien regresi sebesar -0,074 dengan nilai *t* hitung sebesar -2,107 dan tingkat signifikansi sebesar 0,038. Tingkat signifikansi variabel kepemilikan manajerial kurang dari 5% sehingga memiliki pengaruh terhadap nilai perusahaan, namun koefisien regresi pada variabel kepemilikan manajerial menunjukkan pengaruh negatif. Oleh karena itu, dapat disimpulkan bahwa hipotesis keempat yang diajukan ditolak.

Variabel kepemilikan institusional yang ditunjukkan pada tabel 3 memiliki koefisien regresi sebesar -0,138 dengan nilai *t* hitung sebesar -3,360 dan tingkat signifikansi sebesar 0,001. Variabel kepemilikan institusional memiliki tingkat signifikansi kurang dari 1%, namun koefisien regresi menunjukkan pengaruh negatif sehingga kepemilikan institusional memiliki pengaruh negative terhadap nilai perusahaan. Hal ini bertentangan dengan hipotesis yang diajukan, maka hipotesis penelitian kelima ditolak.

Pada tabel 3, variabel kebijakan dividen memiliki koefisien regresi sebesar 0,009 dengan nilai *t* hitung sebesar 2,738 dan tingkat signifikansi sebesar 0,008. Kebijakan dividen memiliki tingkat signifikansi kurang dari 1%. Hasil ini menunjukkan kebijakan dividen memiliki pengaruh terhadap nilai perusahaan, sehingga hipotesis keenam yang diajukan diterima.

Tabel 3 menunjukkan variabel kebijakan hutang memiliki koefisien regresi sebesar -0,213 dengan nilai *t* hitung sebesar -2,095 dan tingkat signifikansi sebesar 0,039. Variabel kebijakan hutang memiliki tingkat signifikansi kurang dari 5% sehingga kebijakan hutang memiliki pengaruh terhadap nilai perusahaan. Dengan demikian, hipotesis penelitian ketujuh diterima.

Interpretasi Hasil

Hasil analisis regresi tidak mendukung hipotesis pertama. Hasil analisis tersebut menunjukkan tidak terdapat pengaruh yang signifikan antara kepemilikan manajerial terhadap kebijakan hutang. Manajer perusahaan publik di Indonesia bukanlah sebagai faktor penentu dalam pengambilan kebijakan pendanaan dari hutang. Hal ini disebabkan karena kepemilikan saham yang dimiliki oleh manajer pada perusahaan manufaktur yang *go public* di Indonesia masih sangat rendah.

Hipotesis kedua tidak didukung oleh hasil analisis regresi. Hasil analisis tersebut menunjukkan bahwa terdapat pengaruh positif kepemilikan institusional terhadap kebijakan hutang. Pemegang saham menghendaki adanya pihak ketiga yang ikut mengawasi kinerja manajemen, dalam hal ini adalah *debtholder*. *Debtholder* berkepentingan atas hutangnya dalam perusahaan sehingga akan ikut mengawasi kinerja manajemen.

Hipotesis ketiga didukung oleh hasil analisis regresi. Hal tersebut membuktikan bahwa terdapat pengaruh negatif dari kebijakan dividen terhadap kebijakan hutang. Pembayaran dividen berperan sebagai pengganti hutang di dalam struktur modal pada perusahaan manufaktur *go public* di Indonesia, sehingga apabila perusahaan menggunakan hutang sebagai sumber pendanaan, maka perusahaan tersebut akan mengalami beban keuangan tetap, ketidakmampuan pembayaran dan akhirnya likuidasi.

Hasil analisis regresi tidak mendukung hipotesis keempat. Hasil analisis menunjukkan bahwa terdapat pengaruh negatif kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan. Hal tersebut dapat disebabkan oleh rendahnya proporsi kepemilikan saham oleh pihak manajemen pada perusahaan manufaktur *go public* di Indonesia, sehingga kendali manajemen dalam pengambilan keputusan perusahaan menjadi rendah. Rendahnya kendali manajemen menyebabkan menurunnya kinerja perusahaan, jumlah investor, hingga turunnya nilai perusahaan tersebut.

Hipotesis kelima tidak didukung oleh hasil analisis regresi. Hasil analisis tersebut menunjukkan bahwa terdapat pengaruh negatif kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan. Hal ini disebabkan karena keberadaan investor institusional akan menurunkan kepercayaan publik terhadap perusahaan, akibatnya pasar saham bereaksi negatif berupa turunnya volume perdagangan saham dan harga saham, sehingga menurunkan nilai perusahaan.

Hipotesis keenam didukung oleh hasil analisis regresi, yaitu terdapat pengaruh positif antara kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan. Dividen merupakan pembangkit sinyal positif karena kemungkinan memiliki tingkat profitabilitas tinggi di masa depan, maka semakin tinggi

dividen terhadap laba ditahan, semakin kuat harapan manajer pada laba masa depan sebagai sarana menjaga tingkat pembayaran dividen, sehingga berpengaruh juga terhadap peningkatan nilai perusahaan.

Hasil analisis regresi mendukung hipotesis ketujuh, yaitu terdapat pengaruh negatif antara kebijakan hutang dan nilai perusahaan. penggunaan hutang yang tinggi dapat menimbulkan biaya besar termasuk biaya yang timbul akibat harus menanggung risiko yang lebih tinggi. Perusahaan mempunyai kewajiban mengembalikan hutang dan bunga pinjaman secara periodik, sehingga perusahaan rentan terancam mengalami risiko *financial distress* apabila perusahaan menggunakan hutang sebagai sumber pendanaan karena dapat mengurangi nilai perusahaan.

Hasil *path analysis* atau analisis jalur menunjukkan bahwa kebijakan hutang memberikan pengaruh *intervening* antara kepemilikan manajerial dan kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan, sedangkan kebijakan hutang tidak memberikan pengaruh *intervening* antara kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan.

Total pengaruh kepemilikan manajerial lebih tinggi dibandingkan dengan pengaruh langsungnya terhadap nilai perusahaan. Total koefisien regresi pada pengaruh kepemilikan manajerial secara langsung maupun tidak langsung terhadap nilai perusahaan yaitu sebesar -0,069. Begitu juga dengan total pengaruh kebijakan dividen yang nilainya lebih tinggi dibandingkan dengan pengaruh langsungnya terhadap nilai perusahaan. Total koefisien regresi pada pengaruh kebijakan dividen secara langsung maupun tidak langsung terhadap nilai perusahaan adalah sebesar 0,011.

Kebijakan hutang tidak memberikan pengaruh *intervening* antara kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan. Hal ini dibuktikan dengan total pengaruh kepemilikan institusional lebih rendah dibandingkan dengan pengaruh langsungnya terhadap nilai perusahaan. Total koefisien regresi pada pengaruh kepemilikan institusional secara langsung maupun tidak langsung terhadap nilai perusahaan adalah sebesar -0,164, sedangkan koefisien regresi pada pengaruh langsungnya sebesar -0,138.

KESIMPULAN DAN KETERBATASAN

Kesimpulan

Tujuan pertama penelitian yakni menganalisis dan menguji secara empiris bagaimana pengaruh kepemilikan manajerial terhadap kebijakan hutang. Hasil analisis regresi tidak mendukung hipotesis pertama. Kepemilikan manajerial tidak memiliki pengaruh terhadap kebijakan hutang karena kepemilikan saham yang dimiliki oleh manajer pada perusahaan manufaktur yang *go public* di Indonesia masih sangat rendah, sehingga manajer perusahaan publik di Indonesia bukanlah sebagai faktor penentu dalam pengambilan kebijakan pendanaan dari hutang.

Tujuan kedua penelitian yakni menganalisis dan menguji secara empiris bagaimana pengaruh kepemilikan institusional terhadap kebijakan hutang. Hasil analisis regresi tidak mendukung hipotesis kedua. Kepemilikan institusional memiliki pengaruh positif terhadap kebijakan hutang karena pemegang saham menghendaki adanya pihak ketiga yang ikut mengawasi kinerja manajemen, dalam hal ini adalah *debtholder* yang memiliki kepentingan atas hutangnya dalam perusahaan.

Tujuan ketiga penelitian yakni menganalisis dan menguji secara empiris bagaimana pengaruh kebijakan dividen terhadap kebijakan hutang. Hasil analisis regresi mendukung hipotesis ketiga. Kebijakan dividen memiliki pengaruh negatif terhadap kebijakan hutang karena pembayaran dividen berperan sebagai pengganti hutang di dalam struktur modal pada perusahaan manufaktur *go public* di Indonesia.

Tujuan keempat penelitian yakni menganalisis dan menguji secara empiris bagaimana pengaruh kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan. Hasil analisis regresi tidak mendukung hipotesis keempat. Kepemilikan manajerial memiliki pengaruh negatif terhadap nilai perusahaan karena rendahnya proporsi kepemilikan saham oleh pihak manajemen membuat rendahnya kendali manajemen dalam pengambilan keputusan perusahaan sehingga menyebabkan menurunnya kinerja perusahaan, jumlah investor, hingga turunnya nilai perusahaan tersebut.

Tujuan kelima penelitian yakni menganalisis dan menguji secara empiris bagaimana pengaruh kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan. Hasil analisis regresi tidak

mendukung hipotesis kelima. Kepemilikan institusional memiliki pengaruh negatif terhadap nilai perusahaan karena keberadaan investor institusional justru menurunkan kepercayaan publik terhadap perusahaan, akibatnya pasar saham bereaksi negatif berupa turunnya volume perdagangan saham dan harga saham, sehingga menurunkan nilai perusahaan.

Tujuan keenam penelitian yakni menganalisis dan menguji secara empiris bagaimana pengaruh kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan. Hasil analisis regresi mendukung hipotesis keenam. Kebijakan dividen memiliki pengaruh positif terhadap nilai perusahaan karena dividen merupakan pembangkit sinyal positif. Semakin tinggi dividen terhadap laba ditahan, maka semakin kuat harapan manajer pada laba masa depan, sehingga berpengaruh terhadap peningkatan nilai perusahaan

Tujuan ketujuh penelitian yakni menganalisis dan menguji secara empiris bagaimana pengaruh kebijakan hutang terhadap nilai perusahaan. Hasil analisis regresi mendukung hipotesis ketujuh. Kebijakan hutang memiliki pengaruh negatif terhadap nilai perusahaan karena penggunaan hutang yang tinggi dapat menimbulkan biaya besar termasuk biaya yang timbul akibat harus menanggung risiko yang lebih tinggi sehingga dapat mengurangi nilai perusahaan.

Hasil *path analysis* atau analisis jalur menunjukkan bahwa kebijakan hutang memberikan pengaruh *intervening* antara kepemilikan manajerial dan kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan, sedangkan kebijakan hutang tidak memberikan pengaruh *intervening* antara kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan. Total pengaruh kepemilikan manajerial dan kebijakan dividen lebih tinggi dibandingkan dengan pengaruh langsungnya terhadap nilai perusahaan. Berbeda dengan total pengaruh kepemilikan institusional yang lebih rendah dibandingkan dengan pengaruh langsungnya terhadap nilai perusahaan.

Keterbatasan

Penelitian ini memiliki dua keterbatasan. Keterbatasan yang pertama adalah tidak semua perusahaan manufaktur selama tahun 2010 – 2014 memiliki kepemilikan saham manajerial dan kepemilikan saham institusional, sehingga menyebabkan jumlah perusahaan yang digunakan sebagai sampel dalam penelitian ini terbatas dan validitas hasil penelitian ini rendah. Keterbatasan yang kedua adalah nilai *adjusted R²* variasi kebijakan hutang yang dijelaskan oleh variabel independen masih sangat rendah, yaitu sebesar 0,098 atau 9,8%. Begitu pula dengan rendahnya nilai *adjusted R²* variasi nilai perusahaan yang dijelaskan oleh variabel independen, yaitu sebesar 0,282 atau 28,2%. Hal ini menunjukkan bahwa masih banyaknya faktor lain yang mempengaruhi variabel kebijakan hutang dan nilai perusahaan

Saran

Saran diberikan berdasarkan hasil penelitian dan keterbatasan penelitian. Penelitian mendatang diharapkan menambah periode observasi menjadi lebih panjang sehingga terhindar dari masalah sampel yang terbatas dan mampu menghasilkan uji statistik yang lebih baik. Selain itu, penelitian mendatang diharapkan menambah variabel-variabel lain atau menggantinya dengan proksi lain yang lebih mampu menjelaskan variabel nilai perusahaan dan kebijakan hutang.

REFERENSI

- Bathala, C. T., dan R. P. Rao. 1994. “*Managerial ownership, debt policy, and the impact of institutional holdings: An agency perspective*”. *Financial Management*, Vol. 23, No. 3, h. 38–50.
- Bjuggren, P. O., J. Eklund, D. Wilberg. 2007. “*Ownership Structure, Control and Firm Performance: The Effect of Vote Differentiated Shares*”. *Applied Financial Economics*, Vol. 17, h. 1323-1334.
- Christiawan, Y. J. dan J. Tarigan. 2007. “Kepemilikan Manajerial: Kebijakan Hutang, Kinerja, dan Nilai Perusahaan”. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*. Vol. 9, No. I, h. 1-8.

- Crutchley, C. E., M. R. H. Jensen, J. S. Jahera, dan J. E. Raymond. 1999. "Agency problem and the simultaneity of financial decision making. The role of institutional ownership". *International Review of Financial Analysis*, Vol. 8, No. 2, h. 177-197.
- Friend, I., dan L. H. P. Lang. 1988. "An empirical test of the impact of managerial self-interest on corporate capital structure". *The Journal of Finance*, Vol. 43, No. 2, h. 271-282.
- Grier, P., dan E.J. Zychowicz. 1994. "Institutional Investors, Corporate Discipline and the Role of Debt". *Journal of Economics and Business*, Vol. 46, No. 1, h. 1-11.
- Hasnawati, Sri. 2005. "Dampak Set Peluang Investasi Terhadap Nilai Perusahaan di Bursa Efek Jakarta". JAAI, Vol. 9, No. 2, h. 117-126.
- Jensen, G. R., D. P. Solberg, dan T. S. Zorn. 1992. "Simultaneous determination of insider ownership, debt, and dividend policies". *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 27, No. 2, h. 247-263.
- Jensen, M. C., dan H. W. Meckling. 1976. "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost, and Ownership Structure". *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, No. 4, h. 305-360.
- Kaluti, S. N. C. 2014. "Pengaruh Struktur Kepemilikan dan Kebijakan Keuangan terhadap Nilai Perusahaan". *Diponegoro Journal of Accounting*.
- Moh'd., M. A., Perry, dan Rimbey. 1998. "The Impact of Ownership Structure on Corporate Debt Policy : A Time Series Cross Sectional Analysis". *Financial Review*, Vol. 33, h. 85-99.
- Myers, S. C., dan Majluf, N. S. 1984. "Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have". *Journal of Financial Economics*, Vol. 13, No. 2, h. 187-221.
- Pizarro, C., A. Ayuso, L. F. Escudero, H. E. Romeijn, dan D. R. Morales. 2006. "On solving multi period single sourcing problem under uncertainty". *Computational Management Series*. Vol. 3, h. 29-53.
- Ross, S. A. 1977. "The Determination of Financial Structure: the Incentive-Signaling Approach". *The Bell Journal of Economics*, Vol. 8, No. 1, h. 23-40.
- Rozeff, M. S. 1982. "Growth, beta and agency costs as determinants of dividend payout ratios". *The Journal of Financial Research*, Vol. 5 No. 3, h. 249-259.
- Soliha, E. dan Taswan. 2002. "Pengaruh Kebijakan Hutang terhadap Nilai Perusahaan serta Beberapa Faktor yang Mempengaruhinya". *Jurnal Bisnis dan Ekonomi*, Vol. 9, No. 2, h. 149-163.
- Sugiarto, M. 2011. "Pengaruh Struktur Kepemilikan dan Kebijakan Dividen terhadap Nilai Perusahaan dengan Kebijakan Hutang sebagai *Intervening*". *Jurnal Akuntansi Kontemporer*, Vol. 3, No. 1, h. 1-25.
- Sujoko dan U. Sobiantoro. 2007. "Pengaruh Struktur Kepemilikan Saham, *Leverage* Faktor Intern dan Faktor Ekstern terhadap Nilai Perusahaan". *Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan*, Vol. 9, No. 1, h. 41-48.
- Wardhani, R. 2006. "Mekanisme GCG dalam perusahaan yang mengalami Permasalahan Keuangan (*Financially Distressed Firms*)". Simposium Nasional Akuntansi IX, Padang.
- Weston J. F., dan E. F. Brigham. 2000. "*Managerial Finance*"