

# PENGUJIAN HUBUNGAN SIMULTANITAS ANTARA KEPEMILIKAN MANAJERIAL DAN KEBIJAKAN HUTANG (Studi Empiris pada Bursa Efek Indonesia)

Fernanda Sheila Shaffira, N. Agus Sunarjanto, Siprianus S. Sina

Universitas Katolik Widya Mandala Surabaya

## Abstract

The purpose of this study was to examine the relationship between managerial ownership and debt policy. Based on nonlinear simultaneous equations in Indonesian firms listed on the Indonesian stock exchanges during the 2011-2016 research period, this study shows that managerial ownership and debt policy have simultaneous relationships. By using Simultaneous Equation Model, the research result shows that debt policy has a positive effect on managerial ownership. In addition, this study proves that managerial ownership has a nonmonotonic relationship to debt policy. When managerial ownership under 7,8% has a positive relationship to debt policy. Then, when managerial ownership is in the range of 7,8% to 24% will be negatively related. However, when managerial ownership above 24% it will positively affect. The results of this study proves that managers in the company can behave entrench or alignment in making decisions about managerial ownership and debt policy.

**Key words:** Managerial Ownership, Debt Policy, Simultaneous Equation Model, Nonlinear Simultaneous .

## 1. PENDAHULUAN

Tujuan utama perusahaan adalah meningkatkan nilai perusahaan sehingga dapat memaksimalkan kesejahteraan pemegang saham. Untuk mencapai tujuan tersebut, maka pemegang saham mempekerjakan manajer untuk mengelola perusahaannya. Dengan demikian terciptalah hubungan keagenan antara pemegang saham dengan manajer.

Jensen dan Meckling (1976) menjelaskan hubungan keagenan sebagai "... a contract under which one or more person (the principal) engage another person (the agent) to perform some service on their behalf which involves delegating some decision making authority to agent" (p. 5). Melalui hubungan keagenan ini manajer diharapkan bekerja demi kepentingan pemegang saham dan manajer mendapatkan kompensasi yang layak sehingga terdapat keselarasan kepentingan antara pemegang saham dan manajer atau yang dapat disebut sebagai *alignment hypothesis*.

Namun dalam realitas seringkali terjadi perbedaan kepentingan antara pemegang saham dan manajer sehingga memunculkan konflik keagenan atau agency problem. Konflik tersebut semakin diperparah manakala terdapat *asymmetry information*, karena manajer memiliki informasi mengenai perusahaan yang lebih banyak dibandingkan pemegang saham maka

seringkali manajer dapat membuat keputusan yang lebih mengakomodasi kepentingannya. Misalnya, dalam membuat kebijakan hutang, manajer cenderung lebih menyukai sedikit hutang dalam struktur modalnya.

Penggunaan hutang yang sedikit dapat mengurangi resiko kebangkrutan yang dapat mengancam kedudukan manajer. Namun, jika perusahaan menggunakan lebih banyak hutang sehingga struktur modalnya menjadi optimal maka keputusan keputusan tersebut akan lebih menguntungkan pemegang saham karena dapat memaksimalkan nilai perusahaan. Jika manajer membuat keputusan yang lebih menguntungkan diri sendiri maka fenomena ini disebut sebagai entrenchment hypothesis. Konflik kepentingan tersebut dapat diminimumkan melalui mekanisme kepemilikan saham oleh manajer atau yang lazim disebut sebagai kepemilikan manajerial (*managerial ownership*).

Menurut Jensen dan Meckling (1976), penambahan kepemilikan saham oleh manajer merupakan salah satu mekanisme untuk meminimalisasi konflik keagenan atau mensejajarkan kepentingan (*alignment hypothesis*) manajer dan pemegang saham. Semakin tinggi prosentase saham yang dimiliki oleh manajer, semakin tinggi pula motivasi manajer untuk bekerja demi meningkatkan

kesejahteraan pemegang saham, yang berimplikasi pada peningkatan kesejahteraan manajer itu sendiri. Namun semakin tinggi kepemilikan manajerial juga dapat berdampak negatif terhadap nilai perusahaan.

Ketika kepemilikan manajerial semakin besar, manajer memiliki kendali yang lebih kuat atas kebijakan perusahaan atau memiliki hak voting yang lebih besar. Akibatnya manajer semakin powerful dan hal ini dapat mendorong mereka untuk “membangun kerajaan bisnis” mereka sendiri dalam perusahaan melalui pembuatan berbagai kebijakan yang lebih menguntungkan manajer itu sendiri [Stulz (1988)].

Menurut Jensen dan Meckling (1976), selain kepemilikan manajerial, agency problem juga dapat diatasi melalui kebijakan hutang. Jensen (1986) menyatakan bahwa “...*Conflicts of interest between shareholders and managers over payout policies are especially severe when the organization generates substantial free cash flow. The problem is how to motivate managers to disgorge the cash rather than investing it at below the cost of capital or wasting it on organization inefficiencies.*” (p.3). Agar manajer tidak menggunakan free cash flow (FCF) untuk berinvestasi pada proyek yang tidak efisien (overinvestment) maka perusahaan harus mengurangi FCF dengan meningkatkan dividend payout. Namun meningkatnya dividend payout akan mengurangi retained earning sebagai sumber dana internal. Akibatnya kebutuhan modal untuk investasi harus didanai dengan sumber modal eksternal yaitu dengan menambah hutang dan kemudian ekuitas sebagaimana yang disyaratkan oleh pecking order theory (Myers dan Majluf, 1984). Dengan menggunakan lebih banyak hutang maka agency conflict dapat dikurangi karena pengawasan terhadap para manajer akan semakin ketat sebab kreditur juga berfungsi sebagai pengawas.

Dengan demikian, dalam perspektif agency cost, kepemilikan manajerial dan kebijakan hutang sesungguhnya merupakan dua mekanisme yang bersifat substitutif untuk meminimalisir agency cost. Artinya, untuk meminimalisir agency cost, perusahaan dapat menambah hutang sambil mengurangi kepemilikan manajerial, atau sebaliknya dengan mengurangi hutang sambil menambah kepemilikan manajerial. Dengan demikian hubungan simultanitas antara kepemilikan manajerial dan kebijakan hutang: kepemilikan manajerial mempengaruhi kebijakan hutang dan pada saat yang sama kebijakan hutang pun dapat mempengaruhi kepemilikan manajerial. Dari perspektif agency cost, hubungan simultanitas di antara kedua variabel ini seharusnya bersifat negatif karena kedua

variabel ini merupakan mekanisme keagenan yang bersifat substitutif.

Penelitian empiris yang menguji hubungan antara managerial ownership dan kebijakan hutang telah banyak dilakukan oleh peneliti sebelumnya. Bathala, dkk (1994) menemukan bahwa kebijakan hutang berpengaruh positif terhadap managerial ownership pada perusahaan yang terdaftar di Amerika. Namun sebaliknya, managerial ownership berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang. Pada saat managerial ownership dan kebijakan hutang berpengaruh secara negatif maka penelitian tersebut membuktikan bahwa kepemilikan manajerial dan kebijakan hutang merupakan mekanisme yang bersifat substitutif.

Hasil penelitian ini juga didukung antara lain oleh hasil penelitian Joher, dkk. (2006) serta Vo dan Nguyen (2014). Namun penelitian Kim and Sorensen (1986) menunjukkan hasil yang tidak konsisten. Mereka menemukan bahwa managerial ownership berdampak positif terhadap kebijakan hutang. Para peneliti di atas menguji hubungan simultanitas antara kepemilikan manajerial dan kebijakan hutang yang bersifat linier.

Brailsford, dkk. (2002) menemukan bahwa kepemilikan manajerial memiliki hubungan kuadrat dengan kebijakan hutang sehingga membentuk pola hubungan yang berbentuk parabolik. Dengan mengambil sampel perusahaan publik di Australia, mereka menemukan bahwa pada level kepemilikan yang rendah, kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang. Sebaliknya, pada pada level kepemilikan yang tinggi, kepemilikan manajerial justru berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang. Brailsford, dkk (2002) memberikan argumentasi atas hasil penelitiannya berdasarkan trade off theory sehingga pada level kepemilikan manajerial yang rendah, manajer cenderung menggunakan lebih banyak hutang untuk menciptakan struktur modal yang optimal sehingga nilai perusahaan menjadi maksimal. Keberhasilan meningkatkan nilai perusahaan melalui peningkatan hutang ini juga berdampak positif bagi manajer karena reputasi maupun kompensasi yang mereka terima juga akan meningkat. Dalam hal ini terjadilah alignment hypothesis. Namun ketika prosentase saham yang dimiliki oleh manajer telah mencapai level yang cukup tinggi, mereka mulai merasa lebih powerful dan hal ini mendorong mereka untuk mengurangi tingkat penggunaan hutang karena ancaman terjadinya financial distress atau kebangkrutan. Di samping itu, turunnya hutang

mengakibatkan pengawasan dari pihak kreditur menjadi melemah dan hal ini memberi peluang yang lebih besar kepada para manajer pemegang saham untuk bersikap entrenched.

Selanjutnya, Moussa dan Chichti (2013), menemukan bahwa kepemilikan manajerial memiliki hubungan yang bersifat kubikal dengan kebijakan hutang sehingga membentuk pola hubungan yang berbentuk huruf N terbalik. Ketika kepemilikan manajerial berada dibawah 25%, kepemilikan manajerial berhubungan negatif dengan kebijakan hutang. Kemudian, pada saat kepemilikan manajerial berada pada rentang 25% hingga 74% maka kepemilikan manajerial memiliki hubungan positif dengan kebijakan hutang. Namun, setelah kepemilikan manajerial melampaui 74% maka kepemilikan manajerial memiliki hubungan negatif dengan kebijakan hutang. Temuan ini meperlihatkan bahwa penggunaan hutang oleh manajer dapat bersifat aligned maupun entrenched. Pada level kepemilikan manajerial rendah dan tinggi, manajer cenderung menurunkan penggunaan hutang karena kekhawatiran akan kemungkinan terjadinya financial distress namun dengan argumentasi yang berbeda. Pada tingkat kepemilikan manajerial rendah, kemungkinan terjadinya *financial distress* dapat menimbulkan ancaman pemecatan terhadap manajer karena posisi tawar (*bargaining position*) mereka di perusahaan masih lemah. Selain itu,

Moussa dan Chichti (2013) menyatakan bahwa pengurangan penggunaan hutang tersebut disebabkan karena manajer cenderung berperilaku alignment sehingga mereka mengurangi hutang untuk mengurangi resiko kebangkrutan yang dapat merugikan pemegang saham. Sedangkan pada level kepemilikan manajerial tinggi, kemungkinan terjadinya financial distress dapat mendorong terjadinya *takeover* (pengambil-alihan perusahaan) oleh investor baru. Aksi takeover ini bukan saja dapat mengancam posisi para manajer di perusahaan tetapi yang jauh lebih penting adalah prosentase kepemilikan saham para manajer dapat merosot tajam sehingga power mereka pun memudar. Selain itu, pengurangan hutang tersebut dilakukan untuk mengurangi resiko finansial distress yang akan terjadi dalam perusahaan. Sedangkan pada level kepemilikan manajerial sedang, para manajer cenderung lebih banyak menggunakan hutang.

Manajer meningkatkan tingkat hutang untuk meningkatkan ukuran perusahaan sehingga kompensasi yang mereka dapatkan akan meningkat seiring dengan meningkatnya ukuran perusahaan. Namun,

penambahan hutang secara terus menerus juga dapat menyebabkan terjadinya finansial distress yang dapat mengancam kebangkrutan. Selain itu, dalam *agency theory* dinyatakan bahwa peningkatan hutang yang disertai dengan peningkatan managerial ownership dapat menyebabkan *agency cost* semakin besar. Dengan demikian pada level kepemilikan manajerial rendah dan tinggi berlaku alignment hypothesis sedangkan pada level kepemilikan manajerial sedang berlaku entrenched hypothesis.

Hasil penelitian Moussa dan Chichti (2013) ini ternyata sejalan dengan hasil Ruan dkk. (2009). Namun dari arah sebaliknya, Moussa dan Chichti (2013) menemukan bahwa kebijakan hutang berdampak positif terhadap kepemilikan manajerial. Implikasinya dari temuan mereka adalah bahwa mekanisme substitusi antara kebijakan hutang dan kepemilikan manajerial tidak berlaku sepenuhnya. *Agency conflict* memang belum dapat diatasi sepenuhnya. Itulah sebabnya isu mengenai *corporate governance* sebagai mekanisme untuk mengatasi konflik keagenan bahkan memerlukan intervensi negara (pemerintah) melalui undang-undang yang diciptakan khusus untuk melindungi kepentingan seluruh stakeholders, bukan hanya manajer dan pemegang saham.

Hal tersebut bertolak belakang dengan penelitian Ruan et al. (2011) yang menemukan bahwa kebijakan hutang berdampak negatif terhadap managerial ownership. Berdasarkan latar belakang permasalahan yang telah dijelaskan diatas dan dengan mengacu pada penelitian Moussa & Chichti (2013), maka penelitian ini dilakukan untuk menguji secara empiris mengenai hubungan managerial ownership terhadap kebijakan hutang secara nonlinier. Menurut Moussa dan Chichti (2013), pengujian secara nonlinier dilakukan sebab tinggi rendahnya managerial ownership akan sangat mempengaruhi perilaku manajer yang sulit untuk diprediksi. Dalam hal ini, perilaku manajer dapat berubah sesuai dengan tinggi rendahnya hak voting yang mereka miliki sehingga pengujian secara nonlinier dalam penelitian ini dilakukan. Namun pada hubungan kebijakan hutang terhadap managerial ownership akan di uji secara linier. Pengujian secara linier tersebut dilakukan sebab kebijakan hutang tidak menggambarkan sebuah perilaku yang sulit untuk di prediksi seperti halnya dengan managerial ownership. Menurut Moussa dan Chichti (2013), peningkatan atau penurunan hutang akan secara langsung mempengaruhi managerial ownership.

## 2. Tinjauan Pustaka dan Pengembangan Hipotesis

Agency theory adalah hubungan keagenan yang merupakan suatu kontrak antara manajer (agent) dan pemegang saham (principal). Menurut Jensen and Meckling (1976), kontrak tersebut merupakan pemberian wewenang oleh pemegang saham kepada manajer untuk mengendalikan perusahaan. Pemegang saham mengharapkan manajer untuk bekerja secara optimal agar dapat meningkatkan nilai perusahaan sehingga kesejahteraan pemegang saham dapat meningkat dan manajer pun mendapatkan kompensasi yang layak sehingga terdapat keselarasan kepentingan antara pemegang saham dan manajer.

Namun, hubungan keagenan seringkali menimbulkan konflik atau agency problem dalam perusahaan ketika kepentingan antara pemegang saham (principal) dan manajer (agent) tidak selaras. Agency problem dapat terjadi karena adanya asymmetric information antara manajer dan pemegang saham. Berbagai cara dapat dilakukan oleh manajer untuk memiliki informasi lebih banyak dibandingkan dengan pemegang saham, misalnya dengan memanipulasi informasi yang diberikan kepada pemegang saham sehingga manajer memiliki peluang yang lebih untuk bertindak sesuai dengan keinginan pribadinya tanpa memperhatikan kepentingan pemegang saham. Pemegang saham tidak dapat mempercayai manajer sepenuhnya bahwa manajer akan bertindak sesuai dengan kepentingan pemegang saham. Sehingga untuk meminimalkan terjadinya tindakan menyimpang yang dilakukan oleh manajer maka diperlukan mekanisme pengawasan yang dapat menimbulkan biaya keagenan (agency cost).

Menurut Jensen and Meckling (1976), agency cost adalah seluruh biaya yang dikeluarkan oleh pemegang saham (principal) dan manajer (agent) untuk mengurangi agency problem. Agency cost dapat berupa pemberian insentif yang layak bagi manajer maupun monitoring cost atau biaya pengawasan untuk mencegah adanya hazard. Selain itu, pemegang saham dapat memberikan kompensasi pada manajer untuk melakukan perjanjian (bonding) yang menjamin bahwa manajer tidak akan melakukan tindakan yang merugikan pemegang saham. Namun menurut Jensen and Meckling (1976) “...it is generally impossible for the principal or the agent at zero cost to ensure that the agent will make optimal decisions from the principal’s viewpoint.” (p. 5). Sehingga dalam hal ini, muncullah *bonding cost* yang dapat digunakan untuk menjamin

manajer melakukan tindakan sesuai dengan kepentingan pemegang saham.

Menurut Jensen and Meckling (1976), adanya masalah keagenan memunculkan biaya agensi yang terdiri dari: a. *The monitoring expenditures by the principal*, yaitu biaya pengawasan yang dikeluarkan oleh pemegang saham (principal) untuk mengawasi tindakan manajer dalam mengelola perusahaan. b. *The bonding expenditures by the agent*, yaitu biaya yang dikeluarkan oleh manajer untuk menjamin bahwa manajer tidak bertindak merugikan pemegang saham. c. *The residual loss*, yaitu penurunan kesejahteraan pemegang saham maupun manajer yang disebabkan oleh *agency problem*.

Jensen and Meckling (1976) menyatakan bahwa untuk mengurangi agency cost tersebut maka terdapat beberapa mekanisme yang dapat dilakukan, yaitu meningkatkan kepemilikan manajerial, meningkatkan penggunaan hutang, meningkatkan besarnya pembagian dividen, dan melakukan pengawasan terhadap tindakan manajer melalui investor institusional.

Warfield et al. (1995), kepemilikan manajerial atau managerial ownership adalah persentase kepemilikan saham yang dimiliki oleh manajer dari jumlah saham yang beredar. Dengan meningkatnya tingkat kepemilikan manajerial pada perusahaan maka diharapkan nilai perusahaan juga ikut meningkat. Ross (1977) menyatakan bahwa semakin besar kepemilikan manajerial, maka manajer akan cenderung berusaha meningkatkan kinerjanya. Dengan demikian manajer akan bekerja sesuai dengan kepentingan pemegang saham dan kepentingan manajer itu sendiri sehingga tercipta keselarasan kepentingan antara pemegang saham dan manajer (alignment hypothesis).

Menurut Jensen and Meckling (1976), ketika manajer memiliki saham dalam perusahaan maka manajer tersebut akan ikut menanggung bagian dari biaya atas perilakunya. Sehingga ketika kepemilikan manajerial meningkat maka manajer berusaha untuk menyelaraskan kepentingan dengan pemegang saham agar dapat mengurangi biaya agensi.

Dalam konteks agency theory, ketika kepentingan antara pemegang saham (principal) dan manajer (agent) selaras maka hal tersebut akan mengurangi agency problem. Sehingga, semakin tinggi kepemilikan manajerial maka akan semakin mengurangi agency cost. Semakin tinggi manajerial ownership maka manajer akan bertindak dengan lebih hati-hati karena manajer juga ikut menanggung konsekuensi dari keputusan yang mereka ambil. Hal tersebut dibuktikan oleh hasil penelitian Agrawal dan

Mandelker (1987) yang menyatakan bahwa dengan adanya kepemilikan manajerial yang tinggi maka dapat mengurangi agency cost. Namun, ketika tingkat kepemilikan manajerial semakin tinggi maka manajer akan memiliki kendali yang kuat dalam perusahaan sehingga mereka cenderung untuk bertindak sesuai dengan kepentingan pribadi [Hasan dan Butt (2009), Berger (1997), dan Brailsford et al. (2002)].

Ketika manajer bertindak sesuai dengan kepentingan pribadi dan merugikan pemegang saham, maka hal ini disebut sebagai entrenchment hypothesis. Ketika kepentingan antara pemegang saham dan manajer tidak selaras maka akan mengakibatkan konflik antara pemegang saham dan manajer semakin meningkat, akibatnya perusahaan harus menanggung biaya agensi yang tinggi. Menurut Crutchley et al. (1999), biaya agensi akan menurun seiring dengan meningkatnya kepemilikan manajerial. Namun, apabila tingkat managerial ownership telah melebihi titik optimal maka biaya agensi akan meningkat seiring dengan meningkatnya tingkat managerial ownership.

Agency cost (AC) menurun seiring dengan meningkatnya managerial ownership. Namun, setelah mencapai titik optimal maka agency cost kembali meningkat seiring dengan meningkatnya managerial ownership. Selain itu, biaya-biaya lain dari managerial ownership akan terus meningkat sesuai dengan meningkatnya managerial ownership. Dalam hal ini, total cost yang merupakan jumlah dari agency cost dan biaya-biaya lain dari managerial ownership akan menurun apabila kepemilikan manajerial meningkat. Namun, apabila managerial ownership telah melebihi titik optimal maka total cost akan kembali meningkat.

Namun, biaya agensi juga dapat berubah seiring dengan perubahan kebijakan yang ditetapkan dalam perusahaan. Crutchley et al. (1999) menyatakan bahwa “*When any of the financial decisions change, this will cause a shift in the agency cost...*” (p.186). Ketika *agency cost* mengalami perubahan yang disebabkan oleh perubahan kebijakan dalam perusahaan maka *agency cost* akan bergeser dari AC ke AC’. Begitu pula dengan total cost yang harus ditanggung oleh perusahaan juga akan mengalami pergeseran. Demikian pula managerial ownership. Dalam hal ini, dapat disimpulkan bahwa perubahan kebijakan dalam perusahaan akan mengubah tingkat optimal managerial ownership sehingga ketika kebijakan dalam perusahaan berubah maka perusahaan perlu melakukan rebalancing agar tingkat managerial ownership tetap berada pada tingkat yang optimal.

Hutang merupakan salah satu sumber pembiayaan eksternal yang digunakan oleh perusahaan untuk membiayai kegiatan operasional perusahaan. Jensen (1986) menyatakan bahwa selain mendapatkan manfaat berupa penghematan pajak, penggunaan hutang dalam perusahaan juga dapat menimbulkan risiko gagal bayar (*financial distress*) bagi perusahaan yang kemudian akan mengancam likuiditasnya sehingga akan mengancam posisi manajemen.

Hal tersebut disebabkan karena hutang mengandung *cost of debt* yang harus ditanggung oleh perusahaan. Apabila perusahaan tidak dapat menanggung biaya hutang tersebut maka akan menyebabkan *financial distress*. Dengan adanya manfaat dan biaya hutang tersebut maka muncullah *trade off theory* yang dikemukakan oleh Kraus dan Litzenberger (1973). Menurut *Trade off theory* dalam pengambilan keputusan untuk menggunakan hutang maka manajer harus mempertimbangkan antara benefit dan cost of debt. Myers (1984) menyatakan bahwa perusahaan yang menganut *trade-off theory* dalam menentukan struktur modalnya maka harus menetapkan target rasio hutang.

Target hutang ditentukan dengan menyeimbangkan penghematan pajak terhadap biaya kebangkrutan. Nilai perusahaan akan meningkat ketika perusahaan menggunakan hutang secara optimal yaitu menyeimbangkan antara manfaat dan biaya hutang. Manajer yang menggunakan hutang untuk meningkatkan nilai perusahaan maka hal tersebut akan menyebabkan kesejahteraan pemegang saham meningkat. Dalam hal ini, terjadi keselarasan antara kepentingan pemegang saham dan manajer sehingga *alignment hypothesis* berlaku. Namun, ketika manajer menggunakan hutang secara berlebihan dan tidak mepedulikan biaya hutang maka hal tersebut akan mengakibatkan *financial distress*. Terjadinya *financial distress* akan menyebabkan nilai perusahaan menurun sehingga terjadi ketidakselarasan kepentingan antara manajer dan pemegang saham (*entrenchment hypothesis*). Peningkatan penggunaan hutang dalam perusahaan dapat mengurangi *agency problem* yang terjadi antara manajer dan pemegang saham (Jensen dan Meckling (1976), Jensen (1986) serta Chen dan Steiner (1999)). Jensen (1986) menyatakan bahwa dengan menggunakan hutang maka akan mengurangi konflik antara pemegang saham dan manajer. Hal tersebut disebabkan karena ketika perusahaan memiliki *free cash flow* yang berlebih maka terdapat kemungkinan bahwa manajer akan menggunakan *free cash flow* untuk berinvestasi pada proyek yang tidak

menguntungkan. Sehingga untuk menghindari manajer berperilaku entrench maka perusahaan harus mengurangi FCF dengan meningkatkan *dividend payout*. Namun meningkatnya *dividend payout* akan mengurangi ketersediaan modal internal sehingga perusahaan akan membutuhkan modal eksternal berupa hutang.

Dengan menggunakan hutang pada struktur modalnya maka kreditur akan ikut mengawasi tindakan manajer sehingga pengawasan pada manajer akan semakin ketat dan dapat mengurangi agency problem dalam perusahaan. Crutchley et al. (1999), menyatakan bahwa semakin tinggi tingkat hutang maka akan mengurangi *agency cost*.

Ketika penggunaan hutang semakin meningkat maka *agency cost* akan menurun. Sebaliknya, semakin tinggi tingkat hutang maka *cost of leverage* akan terus meningkat. Selain itu, total cost yang merupakan jumlah dari *agency cost* dan *cost of leverage* menunjukkan bahwa semakin tinggi hutang maka total *cost of leverage* akan menurun. Namun, ketika penggunaan hutang telah melampaui titik optimal maka total *cost of leverage* akan kembali meningkat. Dalam hal ini perusahaan harus menggunakan hutang secara optimal sehingga dapat memperoleh manfaat hutang berupa penghematan pajak dan biaya hutang yang harus ditanggung tetap berada pada tingkat yang rendah.

Sama halnya dengan managerial ownership, ketika financial decisions dalam perusahaan berubah maka hal tersebut akan mempengaruhi *agency cost of leverage* dan titik optimal hutang. Ketika *agency cost of leverage* mengalami perubahan yang disebabkan oleh perubahan financial decisions maka *agency cost of leverage* akan bergeser. Ketika *agency cost* berubah maka tingkat optimal dari hutang juga akan berubah. Selain itu, perubahan *agency cost* dapat menyebabkan total cost mengalami pergeseran dari. Dalam hal ini, dapat disimpulkan bahwa perubahan kebijakan dalam perusahaan akan mengubah tingkat optimal hutang sehingga perusahaan perlu melakukan rebalancing agar tingkat hutang tetap berada pada tingkat yang optimal dan perusahaan dapat meminimalkan biaya hutang.

Kepemilikan manajerial dapat mempengaruhi keputusan manajer dalam menentukan kebijakan hutang pada perusahaan. Prasard et al (2001) menyatakan bahwa semakin tinggi kepemilikan manajerial maka manajer akan menggunakan hutang yang lebih banyak dalam perusahaan. Hal tersebut didukung oleh hasil penelitian Bokpin and Arko (2009) yang menyatakan bahwa managerial ownership

memiliki hubungan positif linier terhadap kebijakan hutang.

Namun Bhatla et al. (1994) menguji hubungan managerial ownership dan kebijakan hutang secara linier dan membuktikan bahwa semakin tinggi managerial ownership pada perusahaan maka hutang yang dimiliki oleh perusahaan akan semakin berkurang. Hal tersebut menyimpulkan bahwa terdapat mekanisme substitusi antara kepemilikan manajerial dan kebijakan hutang. Brailsford, dkk (2002) menyatakan bahwa managerial ownership dan kebijakan hutang memiliki hubungan inverted U-shape. Pada saat kepemilikan manajerial berada pada tingkat yang rendah maka kepemilikan manajerial berpengaruh secara positif terhadap kebijakan hutang. Sedangkan ketika kepemilikan berada pada tingkat yang tinggi maka kepemilikan manajerial berpengaruh secara negatif terhadap kebijakan hutang. Moussa and Chichti (2013) menemukan hubungan inverted Nshape kubikal antara managerial ownership dan kebijakan hutang. Mereka menemukan bahwa ketika kepemilikan manajerial berada pada rentang 25% hingga 74% maka managerial ownership memiliki hubungan positif terhadap kebijakan hutang. Namun, ketika kepemilikan manajerial berada di luar kisaran tersebut maka kepemilikan manajerial memiliki hubungan negatif terhadap kebijakan hutang. Hal tersebut didukung oleh Ruan et al. (2009), yang menemukan hubungan nonlinier kubikal antara kepemilikan manajerial terhadap kebijakan hutang.

Beberapa penelitian membuktikan bahwa terdapat hubungan simultanitas antara managerial ownership dan kebijakan hutang. Secara teoritis, managerial ownership dan kebijakan hutang memiliki hubungan substitusi untuk mengurangi agency problem. Ketika kepemilikan manajerial meningkat maka diharapkan tingkat hutang menurun dan sebaliknya. Hal tersebut dikarenakan kepemilikan manajerial maupun kebijakan hutang sama-sama mengandung *agency cost* sehingga apabila kepemilikan manajerial dan tingkat hutang perusahaan tinggi maka *agency cost* pada perusahaan akan menjadi semakin tinggi.

Agrawal dan Mendelker (1987), Joher et al (2006) serta Vo dan Nguyen (2014) mendukung teori tersebut. Peneliti-peneliti tersebut menemukan bahwa kebijakan hutang memiliki hubungan negatif terhadap kepemilikan manajerial. Hal tersebut mendukung bahwa kepemilikan manajerial dan kebijakan hutang merupakan suatu mekanisme untuk mengurangi agency problem yang memiliki hubungan substitusi.

Institutional Ownership merupakan kepemilikan saham oleh pihak luar atau institusional investor yang dapat mengontrol tindakan manajer. Semakin tinggi tingkat institutional ownership akan menimbulkan pengawasan yang lebih besar terhadap manajer sehingga dapat menghalangi manajer untuk bertindak *entrench* dalam meningkatkan nilai perusahaan. Dengan adanya institutional ownership maka agency problem diharapkan dapat berkurang. Institutional ownership mengandung agency cost sehingga dengan meningkatnya institutional ownership maka diharapkan tingkat kepemilikan manajerial dapat menurun sehingga agency cost dapat diminimalkan (Moussa dan Chichti, 2013).

Dalam hal ini, institutional ownership dan managerial ownership merupakan mekanisme untuk mengurangi agency problem yang bersifat substitutif. Sehingga institutional ownership berhubungan negatif terhadap managerial ownership.

Firm size merupakan besar kecilnya ukuran perusahaan yang dapat diukur melalui total aktiva yang dimiliki oleh perusahaan. Menurut Moussa and Chichti (2013), semakin besar ukuran perusahaan maka tingkat kepemilikan manajerial akan semakin menurun. Hal tersebut disebabkan karena dengan adanya keterbatasan modal yang dimiliki oleh manajer maka akan membatasi mereka untuk meningkatkan kepemilikan saham ketika ukuran perusahaan menjadi semakin besar [Hatem (2015)]. Dengan demikian firm size berhubungan negatif terhadap managerial ownership. Disisi lain, firm size memiliki hubungan positif terhadap kebijakan hutang. Menurut Moussa dan Chichti (2013), perusahaan yang besar cenderung terdiversifikasi daripada perusahaan kecil sehingga dapat menurunkan risiko kebangkrutan.

Selain itu, ukuran perusahaan sangat berpengaruh terhadap struktur modal, perusahaan yang besar lebih mudah dalam mendapatkan pendanaan eksternal. Hal tersebut disebabkan karena nilai aktiva yang akan dijadikan jaminan lebih besar sehingga tingkat kepercayaan debt holder terhadap perusahaan akan meningkat. Dalam hal ini, semakin besar ukuran perusahaan maka semakin besar pula kemungkinan perusahaan tersebut untuk mendapatkan pinjaman. Hal tersebut didukung oleh Moh'd et al. (1998) serta Ferri dan Jones (1979) yang menyatakan bahwa perusahaan besar akan cenderung memiliki tingkat hutang yang tinggi pula. Dengan demikian firm size berhubungan positif terhadap kebijakan hutang.

Firm growth merupakan peluang investasi yang dapat meningkatkan nilai perusahaan di masa yang

akan datang. Ketika pertumbuhan aset meningkat maka hal tersebut mencerminkan peningkatan profitabilitas dan kinerja yang semakin baik dimasa depan. Dalam hal ini, investor maupun manajer akan semakin tertarik untuk berinvestasi pada perusahaan.

Menurut Moussa dan Chichti (2013), ketika firm growth meningkat maka manajer akan lebih termotivasi untuk memiliki saham tersebut daripada investor lainnya karena mereka memiliki informasi yang lebih banyak mengenai kondisi perusahaan. Dalam hal ini, firm growth berhubungan positif terhadap managerial ownership. Di samping itu, peningkatan firm growth akan mendorong perusahaan untuk meningkatkan aktiva. Dengan demikian, semakin tinggi peluang pertumbuhan maka perusahaan akan membutuhkan lebih banyak modal untuk membiayai proyek investasinya.

Ketika sumber dana internal tidak mencukupi untuk membiayai proyek investasi maka sumber dana eksternal akan menjadi pilihan untuk manajer. Sesuai dengan *pecking order theory*, manajer cenderung menggunakan hutang sebagai sumber pembiayaan karena biayanya lebih murah dibanding dengan biaya emisi penerbitan saham baru. Sehingga semakin tinggi firm growth maka semakin tinggi pula tingkat hutang. Hal tersebut didukung oleh Moussa dan Chichti (2013) yang menemukan hubungan positif antara firm growth dan kebijakan hutang.

Profitability merupakan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba dalam periode tertentu. Menurut Moussa dan Chichti (2013), semakin tinggi laba yang dapat dihasilkan maka akan mendorong manajer untuk meningkatkan proporsi kepemilikan saham. Hal tersebut disebabkan karena semakin tingginya profitabilitas maka mencerminkan nilai perusahaan yang semakin tinggi sehingga manajer akan menanamkan modalnya agar mendapatkan keuntungan yang lebih tinggi. Dengan demikian, profitabilitas berhubungan positif terhadap managerial ownership. Selain itu, perusahaan dengan profitabilitas yang tinggi akan cenderung menggunakan sedikit hutang. Menurut *pecking order theory*, urutan pembiayaan dalam perusahaan dimulai dengan laba ditahan, hutang dan yang terakhir penerbitan saham baru.

Apabila profitabilitas tinggi maka perusahaan akan cenderung menggunakan dana internal mereka untuk membiayai aktivitas operasionalnya sehingga tingkat hutang akan menurun. Moussa dan Chichti (2013), Rajan dan Zingales (1995), serta Huang dan

Song (2002) menyatakan bahwa profitabilitas memiliki hubungan negatif terhadap kebijakan hutang.

Business risk merupakan resiko yang disebabkan karena adanya ketidakpastian pendapatan dimasa depan yang dapat menimbulkan kerugian. Menurut Moussa dan Chichti (2013), semakin tinggi resiko maka tingkat kepemilikan manajerial akan semakin menurun. Hal tersebut disebabkan karena adanya sifat *risk averse* yang dimiliki oleh manajer.

Ketika resiko meningkat maka manajer akan membatasi kepemilikan saham sehingga mereka dapat meminimalkan resiko yang dapat menimbulkan kerugian. Dengan demikian, business risk berhubungan negatif terhadap managerial ownership. Selain itu, perusahaan dengan resiko yang tinggi akan menggunakan sedikit hutang dibandingkan dengan perusahaan yang memiliki resiko yang rendah.

Menurut Kraus dan Litzenberger (1973), penggunaan hutang yang optimal mencerminkan trade-off antara manfaat pajak dari penggunaan utang dan biaya kebangkrutan. Dengan demikian, semakin tinggi hutang maka biaya kebangkrutan juga akan meningkat akibatnya resiko yang ditanggung oleh perusahaan juga akan semakin tinggi. Sehingga perusahaan dengan resiko yang tinggi diharapkan dapat menggunakan sedikit hutang karena semakin besar risiko maka penggunaan hutang yang besar akan mempersulit perusahaan dalam mengembalikan hutang tersebut. Dengan demikian, business risk berhubungan negatif terhadap kebijakan hutang.

Tangibility merupakan aktiva tetap yang digunakan untuk memfasilitasi kegiatan operasional. Menurut Booth et al. (2001), semakin tinggi tangibility maka semakin besar kemungkinan perusahaan untuk menggunakan hutang. Hal tersebut disebabkan karena tingginya tangibility dapat digunakan sebagai jaminan (collateral), hal ini dipandang sebagai cara untuk mengurangi resiko kreditur. Sehingga semakin besar tangibility akan mendorong debtholder untuk memberikan pinjaman karena mereka percaya bahwa perusahaan mampu untuk melunasi hutang yang diberikan. Dengan demikian, tangibility berhubungan positif terhadap kebijakan hutang.

Hipotesis dalam penelitian ini dapat diuraikan sebagai berikut:

**H1**= Terdapat hubungan simultanitas antara managerial ownership dan kebijakan hutang.

**H2**= Managerial ownership dan kebijakan hutang memiliki hubungan nonlinier yang membentuk huruf N terbalik

**H3**= Kebijakan hutang berhubungan negatif terhadap managerial ownership

### 3. Metode Penelitian

Desain penelitian yang digunakan adalah kausal bertujuan untuk mengetahui dan menguji hubungan simultanitas antara variabel managerial ownership dan kebijakan hutang.

Sampel yang digunakan dalam penelitian ini merupakan perusahaan yang termasuk dalam industri manufaktur dengan periode tahun 2011 hingga 2016. Selain itu, pengujian hipotesis dari penelitian ini menggunakan metode Two Stage Least Square (2SLS).

Variabel dalam penelitian tersebut dibedakan menjadi 2 yaitu: a. Variabel endogen yang terdiri dari: Kebijakan hutang (DR) Managerial ownership (MO) b. Variabel eksogen yang terdiri dari: Institutional Ownership (INST), Firm Size (SIZE), Firm Growth (GROWTH), Profitability (ROA), Business Risk (RISK), Tangibility (TANG)

Managerial Ownership Managerial ownership (MO) merupakan pemegang saham dari pihak manajemen yang secara aktif ikut serta dalam pengambilan keputusan dan penetapan kebijakan dalam perusahaan. Managerial ownership dapat diukur dengan persentase kepemilikan saham oleh manajer dari seluruh jumlah saham yang beredar.

Kebijakan hutang merupakan kebijakan yang ditetapkan oleh pihak manajemen dalam rangka memperoleh pembiayaan eksternal sehingga dapat digunakan untuk mendanai aktivitas operasional. Selain itu, kebijakan hutang juga berfungsi sebagai mekanisme monitoring terhadap perilaku manajer dalam mengelola perusahaan. Kebijakan hutang dalam penelitian ini dapat diukur menggunakan debt to total asset ratio (DAR) (Admaja, 2010),

Institutional Ownership (INST) merupakan kepemilikan saham yang dimiliki oleh investor institusional. Institutional Ownership (INST) dapat diukur dalam persentase saham yang dimiliki oleh investor institusional dari seluruh jumlah saham yang beredar.

Firm Size Firm size (SIZE) merupakan besar kecilnya ukuran perusahaan yang dapat dilihat dari total aktiva, jumlah penjualan, rata-rata total penjualan dan rata-rata total aktiva. Pada penelitian ini, firm size (SIZE) dapat diprosikan melalui total aktiva. Sehingga semakin tinggi nilai aktiva maka ukuran perusahaan akan semakin tinggi pula. Total aktiva perusahaan akan menunjukkan nilai yang sangat besar sehingga dapat disederhanakan dengan mentransformasikan kedalam

natural log (Imanta dan Satwiko, 2011). Dalam hal ini, firm size (SIZE) dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$\text{SIZE} = \text{Ln} (\text{Total Aktiva})$$

Firm growth (GROWTH) merupakan peluang investasi yang dapat meningkatkan nilai perusahaan di masa yang akan datang. Firm growth (GROWTH) dapat diproksikan melalui pertumbuhan aktiva. Firm growth (GROWTH) dapat dihitung melalui proporsi peningkatan total aktiva dari tahun sebelumnya dibandingkan dengan total aktiva tahun berjalan (Riantani dan Suryawardlzana, 2010)

Profitability merupakan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan keuntungan dalam tingkat aset, penjualan, dan modal saham dalam suatu periode tertentu. Pada penelitian ini, profitabilitas dapat diproksikan melalui return on asset (ROA). Hal tersebut disebabkan karena ROA dapat mengukur seberapa efektif perusahaan dalam menggunakan aset perusahaan untuk aktivitas operasionalnya.

Business risk (RISK) merupakan resiko yang timbul karena adanya ketidakpastian laba dimasa yang akan datang. Dalam penelitian ini, perhitungan business risk dapat menggunakan estimasi standart deviasi ROA dengan periode 5 tahun ke belakang. Misalnya, untuk menghitung business risk periode riset 2016 maka penelitian ini menggunakan estimasi standart deviasi ROA periode 2011 hingga 2015. (Syafitri, 2011)

Tangibility (TANG) adalah kemampuan menggunakan aset tetap untuk dijadikan jaminan hutang. Semakin tinggi tangibility (TANG), semakin besar jaminan kreditur akan semakin percaya bahwa perusahaan mampu untuk melunasi hutangnya. Tangibility (TANG) dapat diukur melalui perbandingan antara fixed asset dan total asset (Admaja, 2010)

Populasi dalam penelitian tersebut adalah perusahaan – perusahaan go public yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Sampel pada penelitian ini adalah industri manufaktur selama periode 2006–2016 di mana periode estimasi adalah 2006–2015, sedangkan periode risetnya adalah 2011– 2016.

Pemilihan sampel dilakukan dengan menggunakan metode purposive sampling yaitu menetapkan kriteria pada sampel dengan tujuan agar dapat diperoleh sampel yang sesuai dengan tujuan penelitian. Berikut merupakan kriteria yang digunakan dalam pemilihan sampel pada penelitian ini: a. Perusahaan yang tergolong di industri manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode 2006 – 2016. b. Tersedianya laporan keuangan

perusahaan yang memuat data – data yang dibutuhkan dalam penelitian ini selama periode 2006 – 2016.

Jenis Data Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data panel yang merupakan gabungan antara data time series selama periode 2006–2016 dan data cross section dari perusahaan yang tergolong di industri manufaktur. Sehingga data yang digunakan dalam penelitian tersebut terdiri dari banyak periode waktu dan banyak perusahaan. Data yang digunakan pada penelitian tersebut merupakan data sekunder. Data sekunder adalah data yang diperoleh dan disatukan oleh penelitian – penelitian sebelumnya atau yang diterbitkan oleh sebuah instansi lain.

Sumber dari data penelitian ini berasal dari dokumentasi atau arsip–arsip penting termasuk laporan keuangan perusahaan. Dalam penelitian tersebut data sekunder diperoleh melalui laporan keuangan perusahaan industri manufaktur yang diterbitkan oleh OJK yang diakses melalui [www.idx.co.id](http://www.idx.co.id), situs resmi perusahaan yang terkait dengan penelitian, jurnal–jurnal penelitian terdahulu, internet, dan sumber–sumber lain yang relevan dengan penelitian.

Data yang digunakan dalam penelitian tersebut berupa laporan keuangan tahunan publikasi dari perusahaan yang tergolong di industri manufaktur. Jenis laporan yang digunakan antara lain neraca keuangan, laporan laba rugi, laporan arus kas, dan laporan perubahan ekuitas perusahaan.

Teknik Analisis Data Dalam penelitian ini adalah regresi simultan (simultaneous equation model) dengan metode estimasi two stage least square (2SLS) dengan bantuan software Eviews.

#### 4. Analisis dan Pembahasan

Sampel Penelitian merupakan perusahaan yang tergolong dalam industri manufaktur 26 perusahaan

Managerial ownership merupakan kepemilikan saham yang dimiliki oleh manajer dari jumlah saham yang beredar. Nilai rata– rata dari variabel managerial ownership selama periode 2011 hingga 2016 adalah 5,6%. Hal tersebut menunjukkan bahwa tingkat managerial ownership pada perusahaan yang tergolong di industri manufaktur masih sangat rendah. Disamping itu, standart deviasi dari managerial ownership adalah 8,5%, hal tersebut menunjukkan bahwa data dari managerial ownership memiliki penyebaran data yang besar karena nilai dari standart deviasi lebih besar dari nilai rata–rata.

Managerial ownership pada perusahaan yang tergolong di industri manufaktur selama 2011 hingga 2016 cenderung stabil dengan kisaran 5% hingga 6%.

Sehingga dapat disimpulkan bahwa selama periode penelitian tidak terdapat perubahan kepemilikan manajerial secara signifikan.

Kebijakan hutang merupakan kebijakan pendanaan eksternal yang dilakukan pada perusahaan. Pada penelitian ini kebijakan hutang diproksikan pada debt to total asset ratio (DAR) nilai rata – rata dari kebijakan hutang perusahaan yang tergolong pada industri manufaktur selama periode 2011 hingga 2016 adalah 40,5%. Hal tersebut menunjukkan bahwa 40,5% dari total aset di biayai oleh hutang. Selain itu, standart deviasi dari kebijakan hutang adalah 15,4%. Hal tersebut menunjukkan bahwa kebijakan hutang memiliki penyebaran data yang sempit sebab nilai rata–rata dari kebijakan hutang lebih besar daripada nilai standart deviasi. Rata– rata Kebijakan Hutang menunjukkan bahwa rata–rata kebijakan hutang tidak mengalami perubahan yang signifikan karena hanya berkisar 39,8% hingga 41,75%. Hal ini membuktikan bahwa manajer pada perusahaan yang tergolong di industri manufaktur cenderung mempertahankan tingkat hutangnya untuk membiayai aktivitas operasional perusahaan.

Nilai standart deviasi dari institutional ownership adalah 16%. Disamping itu, nilai rata–rata dari institutional ownership adalah 69%, hal tersebut dapat disimpulkan bahwa tingkat kepemilikan institusi pada perusahaan yang tergolong pada industri manufaktur relatif tinggi. Data dari institutional ownership memiliki penyebaran data yang sempit karena nilai dari rata – rata institutional ownership lebih besar dari nilai standart deviasi. Selama periode penelitian maka institusi cenderung mempertahankan tingkat kepemilikannya pada perusahaan yang tergolong pada manufaktur.

Ukuran perusahaan merupakan besar kecilnya perusahaan dan kemampuan perusahaan dalam meningkatkan aset perusahaan. Dalam penelitian ini firm size dapat diproksikan dengan total aset. Nilai standart deviasi dari total aset (size) pada perusahaan yang tergolong di industri manufaktur sebesar 44 triliun Rupiah dengan nilai rata–rata sebesar 16 triliun Rupiah. Hal tersebut menunjukkan bahwa total aset (size) dari perusahaan yang tergolong dalam industri manufaktur memiliki keragaman data yang luas karena nilai rata–rata dari total aset (size) lebih kecil daripada nilai standart deviasi. Selain itu, terdapat selisih total aset yang cukup signifikan antara perusahaan yang kecil dan perusahaan besar.

Tren pergerakan total aset (size) terus meningkat dari tahun 2011 hingga 2016. Hal tersebut

menunjukkan bahwa perusahaan yang tergolong dalam industri manufaktur mampu meningkatkan ukuran perusahaannya melalui jumlah aset dalam perusahaan.

Firm growth merupakan peluang investasi yang dapat meningkatkan nilai perusahaan di masa yang akan datang. Pada penelitian ini firm growth dapat diproksikan dengan peluang pertumbuhan total aktiva. Nilai rata – rata dari firm growth adalah sebesar 15% dengan standart deviasi 14%. Nilai rata – rata yang lebih besar daripada standar deviasi menunjukkan bahwa firm growth terdistribusi secara normal. Pertumbuhan perusahaan pada sektor manufaktur selama tahun 2011 hingga 2016 tergolong tinggi. Firm growth dari periode 2011 hingga 2016 berfluktuasi yang berkisar pada 9% hingga 21%. Namun, firm growth pada perusahaan yang tergolong pada industri manufaktur dalam jangka panjang cenderung mengalami penurunan. Hal tersebut disebabkan karena semakin dewasa perusahaan maka peluang investasi akan semakin rendah sehingga menyebabkan penurunan tingkat pertumbuhan perusahaan.

Profitabilitas merupakan suatu ukuran perusahaan yang digunakan untuk menilai sejauh mana perusahaan dapat menghasilkan laba. Profitabilitas dapat diproksikan dengan menggunakan return on asset. Nilai standart deviasi dari profitabilitas adalah 6%. Sedangkan nilai rata – ratanya sebesar 5%, hal tersebut menunjukkan bahwa perusahaan yang terdaftar di industri manufaktur mampu menghasilkan 5% laba bersih dari total aset yang dimiliki oleh perusahaan. Selain itu, data profitabilitas tersebar secara tidak normal sebab nilai standart deviasinya lebih besar daripada rata – rata profitabilitas. Perusahaan yang tergolong pada industri manufaktur terus mengalami penurunan dalam jangka panjang. Hal tersebut disebabkan karena sebagian besar perusahaan yang dijadikan sampel dalam perusahaan ini menggunakan laba bersihnya untuk di investasikan kembali dalam bentuk pembelian aset, sehingga menyebabkan laba bersih perusahaan menurun dan akibatnya rata–rata ROA juga ikut menurun.

Business risk adalah resiko yang muncul disebabkan karena adanya ketidakpastian dimasa yang akan datang. Dalam penelitian ini, business risk dapat dihitung menggunakan standart deviasi ROA. Deskripsi Statistik Business Risk (RISK) Minimum 0,00166 Maximum 0,12139 Mean 0,0322957 Std. Deviation 0,02463230 menunjukkan bahwa standart deviasi dari business risk adalah 2% sedangkan rata–ratanya adalah 3%. Hal tersebut menunjukkan bahwa data business

risk terdistribusi secara normal sebab nilai rata-ratanya lebih besar daripada nilai standart deviasi. Resiko bisnis dari perusahaan yang tergolong di industri manufaktur cenderung kecil dan resiko bisnis perusahaan yang tergolong dalam manufaktur dalam jangka panjang mengalami penurunan dalam kisaran 3,8% hingga 2,6% . Penurunan resiko bisnis tersebut disebabkan karena adanya penurunan return aset. Dalam hal ini, semakin rendah return aset perusahaan maka resikonya juga akan semakin rendah.

Tangibility merupakan kemampuan perusahaan dalam mengelola aset tetapnya untuk dijadikan sebagai jaminan hutang. Dalam penelitian ini, tangibility dapat diprosikan melalui perbandingan antara aset tetap dan total aset. Rata-rata dari tangibility adalah 46% sedangkan standart deviasinya adalah 0,14%. Hal tersebut menunjukkan bahwa tangibility memiliki data yang terdistribusi secara normal sebab nilai rata-rata dari tangibility lebih besar daripada standart deviasi. Dari tabel diatas dapat disimpulkan bahwa proporsi aset tetap yang dapat dijadikan sebagai jaminan hutang adalah sebesar 46%. Dalam jangka panjang, tangibility dari perusahaan yang tergolong di industri manufaktur cenderung mengalami peningkatan dalam rentan 43% hingga 49%. Hal tersebut disebabkan karena perusahaan yang tergolong dalam manufaktur cenderung mengalami peningkatan dalam aset tetap sehingga proporsi aset tetap yang dijadikan sebagai jaminan ikut meningkat.

Teknik analisis data yang di gunakan adalah regresi simultan dengan menggunakan metode estimasi Two Stage Least Square (2SLS). Metode tersebut digunakan untuk menguji hubungan simultanitas antara Managerial Ownership dan Kebijakan Hutang secara kubikal.

Pengujian model pertama Dampak Managerial Ownership terhadap Kebijakan Hutang dalam penelitian ini digunakan untuk mengetahui hubungan kubikal managerial ownership terhadap kebijakan hutang. Dalam model pertama, kebijakan hutang merupakan variabel endogen. Hasil regresi dari model pertama menunjukkan Prob(F-statistic) dibawah 1%, hal tersebut menunjukkan bahwa model pertama dari penelitian ini cocok dengan data. Selain itu, Rsquare dari model pertama adalah 34%, hal ini mengindikasi bahwa variabel-variabel eksogen mampu menjelaskan variabel endogen sebesar 34%. Hasil regresi tersebut menunjukkan bahwa MO, MO<sup>2</sup> dan MO<sup>3</sup> memiliki hubungan signifikan terhadap kebijakan hutang namun tidak sesuai dengan hipotesis 2. MO dan MO<sup>3</sup> memiliki hubungan positif terhadap kebijakan hutang, sedangkan

MO<sup>2</sup> berhubungan negatif terhadap kebijakan hutang. Hal tersebut membuktikan bahwa terdapat hubungan nonmonotonic antara managerial ownership dan kebijakan hutang. Selain itu, variabel kontrol dari kebijakan hutang seperti firm size menunjukkan hubungan positif terhadap kebijakan hutang. Sedangkan profitabilitas dan business risk memiliki hubungan negatif signifikan terhadap kebijakan hutang. Namun untuk variabel tangibility dan firm growth tidak memiliki pengaruh terhadap kebijakan hutang.

Pengujian model kedua yaitu Dampak Kebijakan Hutang terhadap Managerial Ownership digunakan untuk mengetahui hubungan simultan antara kebijakan hutang dan managerial ownership. Hasil regresi dari model kedua menunjukkan Prob (F-statistic) dibawah 1%, hal tersebut menunjukkan bahwa model kedua dari penelitian ini cocok dengan data. Selain itu, Rsquare dari model kedua adalah 78%, hal ini mengindikasi bahwa variabel-variabel eksogen mampu menjelaskan variabel endogen sebesar 78%. Hasil regresi tersebut menunjukkan bahwa kebijakan hutang mempengaruhi managerial ownership secara positif. Selain itu, variabel-variabel kontrol dari managerial ownership seperti profitabilitas juga menunjukkan hubungan positif terhadap managerial ownership. Sedangkan institutional ownership dan firm growth memiliki hubungan negatif signifikan terhadap managerial ownership.

Namun dari hasil pengujian model kedua menunjukkan bahwa untuk variabel firm size dan business risk tidak memiliki pengaruh terhadap managerial ownership. Selain itu, dari pengujian model pertama dan model kedua menunjukkan bahwa terdapat hubungan simultan antara kepemilikan manajerial dan kebijakan hutang. Hal tersebut ditunjukkan bahwa terdapat hubungan signifikan antara managerial ownership terhadap kebijakan hutang. Dan sebaliknya, kebijakan hutang berpengaruh signifikan terhadap managerial ownership. Dalam hal ini, hipotesis 1 yang menyatakan bahwa terdapat hubungan simultan antara managerial ownership dan kebijakan hutang dapat diterima.

Hasil regresi model pertama menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang. Pada penelitian ini, kepemilikan manajerial memiliki hubungan nonmonotonic terhadap kebijakan hutang. Di samping itu, model kedua juga menunjukkan bahwa kebijakan hutang berpengaruh positif signifikan terhadap managerial ownership. Hal ini membuktikan bahwa adanya hubungan simultan antara kepemilikan

manajerial dan kebijakan hutang. Dalam hal ini, ketika manajer merubah tingkat kepemilikannya maka hal tersebut akan mempengaruhi kebijakan hutang dalam perusahaan. Selain itu, secara bersamaan perubahan tingkat hutang juga akan mempengaruhi tingkat kepemilikan manajerial.

Hubungan simultan ini sejalan dengan hasil penelitian Moussa dan Chichti (2013, Ruan et al. (2009) serta Hatem (2015) yang menemukan hubungan simultan antara kepemilikan manajerial dan kebijakan hutang. Hasil regresi dari model pertama menunjukkan bahwa MO dan MO<sup>3</sup> memiliki hubungan positif terhadap kebijakan hutang, sedangkan MO<sup>2</sup> memiliki hubungan negatif terhadap kebijakan hutang. Temuan ini memperlihatkan bahwa penggunaan hutang oleh manajer dapat bersifat alignment maupun entrench.

Pada level kepemilikan manajerial rendah (dibawah 7,8%) dan tinggi (diatas 24%), manajer cenderung meningkatkan penggunaan hutang sehingga mengakibatkan kepemilikan manajerial dan kebijakan hutang berhubungan positif, namun hubungan positif tersebut disertai dengan argumentasi yang berbeda. Sedangkan ketika kepemilikan manajerial berada di antara 7,8% hingga 24%, manajer cenderung menurunkan tingkat hutangnya sehingga berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang. Ketika managerial ownership berada ditingkat yang rendah (dibawah 7,8%), manajer cenderung meningkatkan hutang. Menurut Trade Off Theory, ketika hutang meningkat maka nilai perusahaan juga akan meningkat sebab peningkatan hutang tersebut akan memberikan manfaat bagi perusahaan berupa penghematan pajak. Apabila nilai perusahaan meningkat maka hal tersebut akan memaksimalkan kesejahteraan pemegang saham.

Peningkatan nilai perusahaan yang disebabkan oleh peningkatan hutang tersebut juga berdampak positif terhadap manajer sebab reputasi dan kompensasi yang akan mereka terima akan meningkat. Namun, dalam Trade Off Theory belum memperhitungkan adanya agency cost yang harus ditanggung oleh manajer maupun investor. Sehingga terdapat kemungkinan bahwa peningkatan hutang tersebut menyebabkan agency cost dalam perusahaan lebih tinggi daripada manfaat hutang.

Apabila dilihat dari perspektif Agency Theory maka peningkatan hutang yang diikuti oleh peningkatan managerial ownership akan menyebabkan agency cost semakin tinggi. Sebab, kedua hal tersebut merupakan mekanisme untuk mengurangi agency problem yang sama-sama mengandung biaya agensi. Sehingga untuk meminimalkan agency cost maka

manajer dapat menambah kepemilikan manajerial dan mengurangi tingkat hutang, atau sebaliknya dengan menambah hutang dan mengurangi tingkat kepemilikan manajerial. Dengan demikian, ketika kepemilikan manajerial berada dibawah 7,8% maka manajer cenderung berperilaku entrench sebab manajer meningkatkan tingkat managerial ownership maupun kebijakan hutang secara bersamaan sehingga menyebabkan agency cost meningkat.

Namun pada saat kepemilikan manajerial berada pada tingkat sedang (pada kisaran 7,8% hingga 24%), manajer mulai merasa memiliki kendali yang lebih tinggi dan hal ini mendorong manajer untuk mengurangi tingkat hutang. Berdasarkan Trade Off Theory, pengurangan hutang tersebut dilakukan agar resiko financial distress atau kebangkrutan yang dapat mengancam posisi manajer dapat dikurangi dan dapat meningkatkan kesejahteraan pemegang saham.

Namun, teori agensi dapat menjelaskan lebih baik hubungan antara managerial ownership dan kebijakan hutang yang digunakan untuk mengurangi agency problem dalam perusahaan sebab teori tersebut menjelaskan adanya agency cost pada managerial ownership dan kebijakan hutang.

Apabila dilihat dari sisi agency theory, ketika managerial ownership meningkat maka tingkat hutang seharusnya menurun atau sebaliknya yaitu dengan menurunkan tingkat managerial ownership dan meningkatkan tingkat hutang. Sebab kedua hal tersebut merupakan mekanisme untuk mengurangi agency problem yang mengandung biaya agensi. Dengan menurunkan tingkat hutang dan meningkatkan kepemilikan manajerial maka manajer dapat meminimalkan agency cost dari hutang. Dengan demikian, pada tingkat kepemilikan manajerial yang sedang, manajer akan cenderung menurunkan tingkat hutang. Tindakan yang dilakukan oleh manajer tersebut dapat dikatakan sebagai alignment hypothesis sebab dapat mengurangi agency cost dan meningkatkan kesejahteraan pemegang saham.

Sedangkan pada tingkat kepemilikan yang cukup tinggi (diatas 24%), manajer kembali meningkatkan hutangnya sehingga managerial ownership memiliki hubungan positif terhadap tingkat hutang. Ketika kepemilikan manajerial tinggi maka manajer menjadi powerful. Manajer cenderung bekerja untuk kepentingan pribadi namun merugikan pemegang saham, misalnya menggunakan hutang sebanyak-banyaknya untuk meningkatkan ukuran perusahaan sehingga reputasi manajer meningkat dan mendapatkan promosi jabatan.

Namun, Kraus dan Litzenberger (1973) menyatakan bahwa peningkatan hutang secara terus menerus dapat mengakibatkan terjadinya financial distress. Selain itu, Jensen dan Meckling (1976) menyatakan bahwa peningkatan hutang yang terjadi ketika kepemilikan manajerial tinggi akan menyebabkan agency cost semakin tinggi.

Dalam hal ini, ketika agency cost tinggi maka agency problem akan meningkat, akibatnya kesejahteraan pemegang saham akan menurun. Dengan demikian, mekanisme substitutif antara managerial ownership dan kebijakan hutang tidak berlaku. Sehingga dapat disimpulkan bahwa ketika kepemilikan manajerial tinggi maka manajer berperilaku entrench sehingga merugikan pemegang saham.

Hasil penelitian ini bertentangan dengan hasil penelitian Moussa dan Chichti (2013) serta Ruan et al (2009). Mereka menemukan bahwa ketika kepemilikan manajerial berada ditingkat yang rendah maka managerial ownership akan berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang, sedangkan ketika kepemilikan manajerial berada pada tingkat yang sedang maka managerial ownership berpengaruh secara positif terhadap kebijakan hutang. Namun, ketika kepemilikan manajerial berada di tingkat yang tinggi maka managerial ownership kembali memiliki pengaruh negatif terhadap kebijakan hutang.

Perbedaan hasil penelitian tersebut disebabkan karena sebagian besar perusahaan di Indonesia merupakan family business sehingga mayoritas manajer dalam perusahaan merupakan pemilik perusahaan tersebut. Dalam hal ini, manajer akan memiliki hak voting yang tinggi sehingga mereka memiliki peluang yang lebih besar untuk cenderung bertindak entrench.

Berdasarkan hasil regresi dari model kedua maka dapat diketahui bahwa kebijakan hutang berpengaruh secara positif terhadap managerial ownership. Implikasi dari hasil penelitian ini adalah bahwa mekanisme substitutif antara kebijakan hutang dan managerial ownership tidak berlaku sepenuhnya.

Agency problem dalam perusahaan yang tergolong di industri manufaktur belum dapat diatasi dengan baik. Itulah sebabnya, diperlukan corporate governance yang baik untuk mengatasi agency conflict. Hubungan positif tersebut disebabkan karena manajer cenderung meningkatkan kepemilikan manajerial ketika hutang dalam perusahaan meningkat. Ketika hutang dalam perusahaan meningkat maka nilai perusahaan atau harga saham juga akan meningkat.

Meningkatnya harga saham akan menyebabkan return perusahaan akan semakin meningkat sehingga

hal tersebut mendorong manajer untuk memiliki lebih banyak saham perusahaan. Namun, dalam hal ini manajer tidak memperhatikan adanya agency cost yang juga akan meningkat seiring dengan adanya peningkatan hutang dan kepemilikan manajerial.

Menurut agency theory, hutang dan managerial ownership merupakan mekanisme untuk mengatasi agency conflict yang mengandung biaya keagenan. Sehingga apabila hutang dan kepemilikan manajerial meningkat maka akan menyebabkan agency cost semakin tinggi. Oleh sebab itu, untuk mengurangi agency cost dalam perusahaan maka manajer sebaiknya meningkatkan hutang dan mengurangi kepemilikan manajerial. Atau sebaliknya yaitu dengan meningkatkan kepemilikan manajerial dan mengurangi tingkat hutang. Dengan demikian, hubungan positif antara kebijakan hutang terhadap managerial ownership yang terjadi membuktikan bahwa manajer berperilaku entrench sebab hubungan positif tersebut menyebabkan peningkatan agency cost dalam perusahaan.

Secara teoritis, Jensen dan Meckling (1976) menyatakan bahwa agency problem dapat diatasi dengan kepemilikan manajerial namun pada kenyataannya ketika manajer memegang kendali yang besar dalam perusahaan maka mereka memiliki kepentingan pribadi yang dapat menguntungkan diri sendiri sehingga cenderung berperilaku entrench. Sehingga hal tersebut menyebabkan hubungan positif antara kebijakan hutang dan kepemilikan manajerial.

Hasil penelitian Moussa dan Chichti (2013) menemukan hubungan positif antara kebijakan hutang terhadap managerial ownership. Mereka berpendapat bahwa dengan meningkatnya hutang maka hal tersebut akan mengurangi diluting effect yang dapat mengakibatkan berkurangnya kontrol manajer terhadap perusahaan. Namun, Vo dan Nguyen (2014) menyatakan bahwa hutang berpengaruh negatif terhadap managerial ownership. Hal tersebut disebabkan karena ketika hutang bertambah maka manajer akan mengurangi proporsi kepemilikan saham sehingga dapat mengurangi agency cost yang disebabkan oleh kenaikan hutang.

Hasil regresi model kedua menyatakan bahwa institutional ownership memiliki hubungan negatif signifikan terhadap managerial ownership. Hal tersebut menunjukkan bahwa institutional ownership dan managerial ownership merupakan mekanisme substitutif untuk mengurangi agency problem. Hasil penelitian tersebut mendukung pernyataan Jensen dan Meckling (1976) yang menyatakan bahwa dengan adanya institutional ownership maka akan mengurangi

agency conflict, karena institutional ownership memiliki lebih banyak modal untuk memonitoring perusahaan tersebut. Dalam hal ini, semakin tinggi tingkat institutional ownership berarti semakin besar pula pengawasan terhadap manajer.

Pengawasan yang semakin besar akan membatasi manajer untuk bertindak entrenched. Akibatnya hak voting manajer akan semakin kecil sebab pengambilan keputusan di dominasi oleh investor institusional. Sehingga dapat disimpulkan bahwa institutional ownership merupakan salah satu mekanisme untuk mengurangi agency conflict.

Hasil penelitian ini sejalan dengan hasil penelitian Moussa dan Chichti (2013) yang menemukan hubungan negatif antara institutional ownership dan managerial ownership. Mereka menyatakan bahwa tingginya tingkat managerial ownership diharapkan dapat menurun ketika kontrol dari institutional ownership semakin meningkat. Namun, hal tersebut bertentangan dengan hasil penelitian Putri dan Nasir (2006) yang menemukan hubungan positif antara institutional ownership dan managerial ownership. Hubungan positif tersebut disebabkan karena manajer tidak ingin terjadi diluting effect dalam perusahaan. Dengan demikian manajer akan meningkatkan kepemilikan sahamnya agar hak voting manajer tetap tinggi.

Model kedua menunjukkan bahwa firm size tidak berpengaruh terhadap managerial ownership. Hal tersebut menunjukkan bahwa besar kecilnya ukuran perusahaan tidak menjadi pertimbangan manajer untuk meningkatkan atau menurunkan kepemilikan manajerialnya. Hubungan tidak signifikan antara firm size dan managerial ownership tersebut disebabkan karena semakin besar ukuran perusahaan maka monitoring yang dilakukan oleh pasar terhadap perusahaan juga akan semakin meningkat. Ketika perusahaan dimonitor oleh pasar maka fungsi kepemilikan manajerial tidak akan berpengaruh terhadap perusahaan sebab fungsi manajer sebagai monitoring perusahaan telah digantikan oleh pasar.

Dengan demikian, semakin besar ukuran perusahaan maka hal tersebut tidak akan berpengaruh pada tingkat kepemilikan manajerial. Hasil penelitian tersebut bertolak belakang dengan hasil penelitian Vo dan Nguyen (2014) yang menyatakan bahwa firm size memiliki hubungan positif terhadap managerial ownership. Sedangkan Ghosh (2007) yang menemukan hubungan negatif antara firm size terhadap managerial ownership.

Hasil pengujian model regresi kedua menemukan bahwa firm growth memiliki hubungan negatif terhadap managerial ownership. Hal tersebut menunjukkan bahwa semakin tinggi tingkat firm growth maka tingkat managerial ownership akan semakin rendah.

Hubungan negatif antara firm growth dan kepemilikan manajerial terjadi disebabkan karena ketika firm growth tinggi maka hal tersebut menunjukkan kebutuhan modal akan semakin besar untuk berinvestasi. Berdasarkan Pecking Order Theory, perusahaan seharusnya mengutamakan penggunaan modal internal terlebih dahulu untuk memenuhi kebutuhan modal tersebut.

Ketika perusahaan menggunakan modal internal untuk berinvestasi maka kas yang tersedia akan berkurang sehingga kecenderungan manajer untuk melakukan overinvestment juga akan berkurang. Berkurangnya tindakan overinvestment yang dilakukan oleh manajer dapat menyebabkan agency problem berkurang sehingga monitoring terhadap manajer melalui mekanisme kepemilikan manajerial dapat dikurangi.

Dengan demikian, firm growth akan memiliki hubungan negatif terhadap managerial ownership. Hal tersebut bertentangan dengan hasil penelitian Bhatla et al (1994) yang menyatakan bahwa firm growth memiliki hubungan positif terhadap managerial ownership. Mereka menyatakan bahwa manajer akan menginvestasikan modalnya pada perusahaan yang memiliki prospek pertumbuhan yang baik di masa depan.

Pengujian model kedua menunjukkan bahwa profitability yang diprosikan melalui ROA memiliki hubungan positif terhadap managerial ownership. Hubungan positif antara profitabilitas dan managerial ownership dapat terjadi sebab semakin tinggi profitabilitas perusahaan maka tingkat managerial ownership juga akan semakin tinggi. Tingginya profitabilitas menunjukkan bahwa nilai perusahaan juga tinggi sehingga manajer akan semakin tertarik untuk menanamkan modalnya pada perusahaan untuk mendapatkan keuntungan yang lebih besar pula.

Dengan demikian, besar kecilnya laba yang diperoleh oleh perusahaan akan mempengaruhi kepemilikan manajerial. Hal tersebut didukung oleh hasil penelitian Moussa dan Chichti (2013) yang menyatakan bahwa perusahaan yang memiliki financial performance yang baik akan mendorong manajer untuk berinvestasi lebih banyak dalam perusahaan. Sehingga

perusahaan dengan profitabilitas yang tinggi akan didominasi oleh kepemilikan manajerial.

Pengujian model kedua menunjukkan bahwa business risk tidak berpengaruh terhadap managerial ownership. Hal ini mengindikasikan bahwa dalam pengambilan kebijakan tentang kepemilikan manajerial, resiko bisnis tidak diperhatikan oleh manajer. Menurut Vidyantie dan Handayani (2006), hubungan tidak signifikan antara resiko bisnis dan kepemilikan manajerial disebabkan karena manajer pada perusahaan yang tergolong di industri manufaktur memiliki sifat risk taker.

Manajer lebih berfokus pada return yang akan dihasilkan dari penanaman modalnya pada perusahaan dibandingkan dengan resiko. Dalam hal ini, manajer yakin bahwa dengan semakin besarnya resiko maka tingkat return yang dihasilkan juga akan semakin tinggi. Selain itu, tingkat managerial ownership pada perusahaan yang tergolong di industri manufaktur masih cenderung rendah. Sehingga apabila resiko dalam perusahaan itu besar maka hal tersebut tidak terlalu berpengaruh terhadap manajer.

Dalam hal ini, berapapun besarnya resiko dalam perusahaan, hal tersebut tidak mempengaruhi manajer untuk meningkatkan kepemilikan manajerialnya. Hal tersebut bertentangan dengan hasil penelitian Moussa dan Chichti (2013) yang menemukan hubungan negatif antara business risk terhadap managerial ownership. Mereka berargumen bahwa ketika resiko dalam perusahaan tinggi maka hal tersebut akan menurunkan tingkat managerial ownership. Penurunan tersebut disebabkan karena adanya sifat risk averse yang dimiliki oleh manajer.

Sedangkan Vidyantie dan Handayani (2006) menemukan hubungan positif antara business risk dan managerial ownership. Hubungan positif tersebut disebabkan karena manajer memiliki sifat risk seeker. Sehingga apabila resiko dalam perusahaan meningkat maka hal tersebut akan meningkatkan tingkat kepemilikan manajerial. Pada persamaan pertama menunjukkan bahwa firm size memiliki hubungan positif terhadap kebijakan hutang. Hal tersebut menunjukkan bahwa semakin besar ukuran perusahaan maka akan semakin mudah dalam mendapatkan sumber pendanaan eksternal. Perusahaan besar yang telah terdiversifikasi akan menerima penilaian kredit yang lebih tinggi dari bank untuk hutang yang diterbitkan.

Hal tersebut disebabkan karena nilai aktiva yang dijadikan sebagai jaminan lebih besar sehingga tingkat kepercayaan bank terhadap perusahaan juga akan semakin tinggi. Hasil penelitian tersebut sejalan

dengan hasil penelitian Moussa dan Chichti (2013) serta Ferri dan Jones (1979) yang menyatakan bahwa perusahaan besar akan memiliki tingkat hutang yang lebih tinggi. Namun hal tersebut bertentangan dengan hasil penelitian Kim dan Sorensen (1986), argumentasinya adalah karena perusahaan kecil cenderung dianggap underprice oleh investor daripada perusahaan besar sehingga perusahaan kecil tidak dapat memperoleh harga yang menguntungkan pada saat perusahaan tersebut melakukan pembiayaan melalui ekuitas. Dengan demikian, perusahaan kecil cenderung untuk menggunakan lebih banyak hutang dibandingkan dengan perusahaan besar.

Berdasarkan hasil regresi model pertama, dapat diketahui bahwa tangibility tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang pada perusahaan yang tergolong dalam industri manufaktur. Hal tersebut disebabkan karena perusahaan tidak menggunakan aset tetap sebagai jaminan untuk mendapatkan hutang. Selain itu, hubungan tidak signifikan antara tangibility dan kebijakan hutang juga dapat disebabkan oleh semakin berkembangnya lembaga keuangan dalam memberikan jasa pinjaman terhadap perusahaan.

Pada saat ini, lembaga keuangan dapat memberikan pinjaman dengan syarat dan jaminan yang mempermudah perusahaan dalam memperoleh hutang. Sehingga, berkurangnya fungsi jaminan di Indonesia disebabkan oleh fenomena dimana banyak perusahaan yang mendapat hutang dengan memberikan jaminan yang sedikit pada pihak kreditur. Semakin mudahnya perusahaan dalam memperoleh hutang tersebut menyebabkan hubungan antara tangibility dan kebijakan hutang menjadi tidak signifikan.

Hasil penelitian tersebut di dukung oleh hasil penelitian Admaja (2010) yang menyatakan bahwa tangibility dan kebijakan hutang tidak memiliki hubungan yang signifikan. Namun, hasil penelitian Booth et al (2001) memiliki hasil yang berbeda. Mereka menemukan hubungan positif antara tangibility dan kebijakan hutang. Peneliti tersebut menyatakan bahwa semakin besar aset perusahaan yang dapat dijadikan sebagai jaminan maka perusahaan akan semakin mudah dalam mendapatkan hutang.

Hasil regresi dari persamaan kebijakan hutang menunjukkan bahwa firm growth tidak memiliki pengaruh terhadap kebijakan hutang. Dalam hal ini, tidak semua perusahaan yang memiliki tingkat pertumbuhan yang tinggi memilih hutang sebagai sumber pendanaan. Menurut Pecking Order Theory, perusahaan akan memilih sumber pendanaan yang memiliki biaya yang lebih rendah. Sehingga apabila

perusahaan terus mengalami pertumbuhan maka manajer akan mengutamakan modal internal untuk mendanai aktivitas operasional perusahaan. Dalam hal ini, berapapun besarnya peluang pertumbuhan total aset dalam perusahaan maka hal tersebut tidak menjadi pertimbangan manajer untuk menggunakan hutang.

Hal tersebut sejalan dengan hasil penelitian Steven dan Lina (2011) yang juga menemukan hubungan tidak signifikan antara firm growth dan kebijakan hutang. Namun, Yusrianti (2013) menemukan hubungan yang bertolak belakang. Peneliti tersebut menemukan hubungan positif antara firm growth dan kebijakan hutang.

Hasil regresi model pertama menunjukkan bahwa terdapat hubungan negatif antara profitabilitas terhadap kebijakan hutang. Hal tersebut menunjukkan bahwa semakin besar profitabilitas perusahaan maka tingkat hutang dalam perusahaan akan semakin menurun. Ketika profitabilitas tinggi maka perusahaan akan cenderung menggunakan modal internalnya untuk menjalankan operasional perusahaan daripada harus menggunakan hutang.

Menurut Pecking Order Theory yang dikemukakan oleh Myers dan Majluf (1984) menyatakan bahwa urutan pembiayaan dalam perusahaan dimulai dengan modal internal dan kemudian modal eksternal seperti hutang dan penerbitan saham baru. Hutang akan digunakan jika modal internal telah terpakai namun masih belum mencukupi untuk memenuhi kegiatan operasional. Dengan demikian, ketika profitabilitas tinggi maka kecenderungan perusahaan untuk berhutang akan menurun.

Hal tersebut didukung oleh hasil penelitian Rajan dan Zingales (1995) yang menemukan bahwa profitabilitas memiliki hubungan negatif dengan kebijakan hutang. Namun menurut Trade Off Theory, perusahaan yang memiliki profitabilitas yang tinggi akan cenderung menggunakan hutang yang lebih banyak. Hal tersebut disebabkan karena dengan menggunakan hutang maka perusahaan akan mendapatkan penghematan pajak.

Berdasarkan hasil regresi, business risk berhubungan negatif terhadap kebijakan hutang. Hal tersebut mengindikasikan bahwa semakin tinggi resiko dalam perusahaan maka tingkat hutang akan menurun. Tingginya resiko yang dihadapi oleh perusahaan akan membuat manajer mengurangi tingkat hutang untuk menghindari tidak terbayarnya hutang di kemudian hari. Selain itu, tingginya resiko akan membuat debtholders enggan untuk memberikan pinjaman dana.

Perusahaan dengan resiko bisnis yang tinggi akan cenderung menghindari pendanaan dengan menggunakan hutang karena semakin banyak menggunakan hutang, akan semakin tinggi beban biaya kebangkrutannya. Dengan demikian, semakin tinggi resiko bisnis maka akan menurunkan tingkat hutang.

Hal tersebut didukung oleh hasil penelitian Destriana dan Yeniatie (2010) yang menemukan bahwa resiko bisnis memiliki pengaruh negatif terhadap kebijakan hutang. Hal ini dapat terjadi karena perusahaan yang memiliki resiko bisnis yang tinggi akan menghindari hutang sebab dengan menggunakan hutang akan menurunkan likuiditas perusahaan.

## 5. Penutup

Penelitian yang menguji hubungan simultan antara managerial ownership dan kebijakan hutang secara kubikal dengan teknik analisis data yang digunakan adalah regresi simultan (*simultaneous equation model*) dengan metode estimasi two stage least square (2SLS) menghasilkan simpulan sebagai berikut: 1. Managerial ownership dan kebijakan hutang memiliki hubungan simultan. Hal ini menunjukkan bahwa ketika manajer merubah tingkat kepemilikannya maka hal tersebut akan mempengaruhi kebijakan hutang dalam perusahaan. Selain itu, secara bersamaan perubahan tingkat hutang juga akan mempengaruhi tingkat kepemilikan manajerial. Dengan demikian, hipotesis pertama dalam penelitian ini diterima. 2. Kebijakan hutang berpengaruh secara positif terhadap managerial ownership. Hal tersebut menunjukkan bahwa manajer pada perusahaan yang tergolong di industri manufaktur masih berperilaku entrench sebab hubungan positif tersebut menyebabkan peningkatkan agency cost dalam perusahaan. 3. Terdapat hubungan nonmonotonic antara managerial ownership terhadap kebijakan hutang. Hal ini dibuktikan bahwa ketika kepemilikan manajerial berada di bawah 7,8% akan menunjukkan hubungan positif terhadap kebijakan hutang sehingga manajer berperilaku entrench. Kemudian, pada saat tingkat managerial ownership berada pada kisaran 7,8% hingga 24% maka berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang sehingga manajer berperilaku alignment. Selain itu, ketika managerial ownership berada diatas 24% akan kembali memiliki hubungan positif terhadap kebijakan hutang sehingga kembali berperilaku entrench.

Saran berikut patut dipertimbangkan oleh perusahaan – perusahaan yang terdaftar di Indonesia dan peneliti – peneliti selanjutnya: a. Penelitian ini memberikan implikasi bahwa manajer dalam

perusahaan dapat berperilaku entrench maupun alignment. Dalam hal ini, ketika kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang (entrench), maka disarankan agar manajer dapat mengurangi tingkat kepemilikannya atau mengurangi tingkat hutang sehingga kedua hal tersebut dapat menjadi mekanisme substitutif agar manajer dapat menekan agency cost.

Namun, ketika kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang (alignment) maka disarankan agar manajer tetap menyeimbangkan antara tingkat kepemilikan manajerial dan tingkat hutang sehingga agency cost tetap dapat diminimalkan dan kesejahteraan pemegang saham juga ikut meningkat. b. Diharapkan penelitian ini dapat memberikan kontribusi untuk bahan pertimbangan dalam menentukan kebijakan perusahaan, terutama untuk mengatasi agency problem. c. Sampel penelitian ini hanya menggunakan periode riset selama 6 tahun dengan jumlah sampel sebanyak 26 perusahaan. Diharapkan peneliti selanjutnya dapat menambah jumlah periode penelitian sehingga dapat memberikan hasil yang lebih baik daripada penelitian ini. d. Penelitian ini hanya menggunakan industri manufaktur sebagai sampel. Maka dari itu, diharapkan peneliti selanjutnya dapat memperluas sampel dengan menambahkan industri – industri lainnya agar dapat menjelaskan hubungan managerial ownership dan kebijakan hutang sesuai dengan kondisi perusahaan-perusahaan di Indonesia dengan lebih baik.

#### Referensi

- Admaja, B. T. (2010). Pengaruh Profitability, Tangibility, Growth Opportunity, Corporate Tax, Non-Debt Tax Shield, Dan Inflation Rate Terhadap Struktur Modal Pada Perusahaan Manufaktur (Penelitian Pada Perusahaan Manufaktur Yang Listing Di Bei Tahun 2006 - 2009). –
- Agrawal, A., dan Mandelker, G. N. (1987). Managerial Incentives and Corporate Investment and Financing Decisions. *The Journal Of Finance*, VOL. XLII, NO. 4.
- Bathala, C. T., Moon, K. P., dan Rao, R.P. (1994). Managerial Ownership, Debt Policy, and the Impact of Institutional Holdings: An Agency Perspective. *Financial Management*, Vol. 23, No. 3, *Venture Capital Special Issue (Autumn, 1994)*, pp. 38-50
- Berger, P., Ofek, E., dan Yermack, D. L. (1997). Managerial Entrenchment and Capital Structure Decisions. *The Journal Of Finance*, Vol. LII, No.4.
- Bokpin, G. A., dan Arko, A. C. (2009). Ownership Structure, Corporate Governance And Capital Structure Decisions Of Firms Empirical Evidence From Ghana. *Studies in Economics and Finance* Vol. 26 No. 4, 2009 pp. 246-256.
- Booth, L., Aivazian, V., dan Kunt, A. D. (2001). Capital Structures in Developing Countries. *The Journal Of Finance*, VOL. LVI, NO. 1.
- Brailsford, T. J., Oliver, B. R., dan Pua, S. L. (2002). On the relation between ownership structure and capital structure. *Accounting and Finance* 42 (2002) 1–26.
- Chen, C. R., dan Steiner, T. L. (1999). Managerial Ownership and Agency Conflicts: A Nonlinear Simultaneous Equation Analysis of Managerial Ownership, Risk Taking, Debt Policy, and Dividend Policy. *The Financial Review* 34 (1999) 119-136.
- Crutchley, C. E., Jensen, M.R.H., Jahera, J. S., dan Raymond, J. E. (1999). Agency Problems And The Simultaneity Of Financial Decision Making The Role Of Institutional Ownership. *International Review of Financial Analysis* 8:2 (1999) 177–197.
- Destriana. N., dan Yeniatie. (2010). Faktor – Faktor Yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang Pada Perusahaan Nonkeuangan Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, Vol. 12, No. 1, April 2010, Hlm. 1–16.
- Ferri, M. G., dan Jones, W.H. (1979). Determinants of Financial Structure: A New Methodological Approach. *The Journal of Finance*, Vol. 34, No. 3 (Jun., 1979), pp. 631-644.
- Ghosh, S. (2007). Leverage, managerial monitoring and firm valuation: A simultaneous equation approach. *Research in Economics* 2007, pp. 1–15.
- Hasan, A., dan Butt, S. A. (2009). Impact of Ownership Structure and Corporate Governance on Capital Structure of Pakistani Listed Companies. *International Journal of Business and Management*, Vol. 4, No. 2.

- Hatem, B. S. (2015). Interdependence between Managerial Ownership, Leverage and Firm Value: Theory and Empirical Validation. *International Journal of Economics and Finance*; Vol. 7, No. 12.
- Huang, G., dan Song, F. M. (2006). The determinants of capital structure: Evidence from China. *China Economic Review* 17 (2006) 14– 36.
- Imanta, D., dan Satwiko, R. (2011). Faktor – Faktor Yang Mempengaruhi Kepemilikan Managerial. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, Vol. 13, No. 1, April 2011, Hlm 67 – 80.
- Jensen, M. C. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *American Economic Review*, May 1986, Vol. 76, No. 2, pp. 323-329.
- Jensen, M.C., dan Meckling, W.H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, October, 1976, V. 3, No. 4, pp. 305-360.
- Joher, H., Ali, Mohd., dan Nazrul. (2006). The Impact Of Ownership Structure On Corporate Debt Policy: Two Stage Least Square Simultaneous Model Approach For Post Crisis Period: Evidence From Kuala Lumpur Stock Exchange. *International Business & Economics Research Journal – May 2006 Volume 5, Number 5*.
- Kim, W. S., dan Sorensen, E. H. (1986). Evidence on the Impact of the Agency Costs of Debt on Corporate Debt Policy. *Journal Of Financial And Quantitative Analysis*, Vol. 21, No. 2.
- Kim, Y. H., Rhim, J. C., dan Friesner, D. L. (2007). Interrelationships among Capital Structure, Dividends, and Ownership: Evidence from South Korea. *Multinational Business Review*, Vol. 15 Iss 3 pp. 25 – 42.
- Kraus, A., dan Litzenberger, R. H. (1973). A State-Preference Model Of Optimal Financial Leverage. *The Journal of Finance*, Vol. 28, No. 4, pp. 911-922.
- Moh'd, M. A., Perry, L.G., dan Rimbey, J. N. (1998). Debt Policy: a Time-Series Cross-Sectional Analysis. *The Financial Review* 33 (1998) 85-98.
- Moussa, F., dan Chichti, J. (2013). A nonlinear simultaneous equation analysis of managerial ownership and debt policy: Evidence from Tunisian Stock Exchange. *International Journal of Accounting and Financial Reporting* ISSN 2162-3082 2013, Vol. 3, No. 2
- Myers, S. C. (1984). The Capital Structure Puzzle. *The Journal of Finance*, Vol. 39, No. 3, Papers and Proceedings, Forty-Second Annual Meeting, American Finance Association, San Francisco, CA, December 28-30, 1983. (Jul., 1984), pp. 575-592.
- 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* 13 (1984) 187-221.
- Prasad, S., Green, C. J., dan Murinde, V. (2001). Company Financing, Capital Structure, and Ownership: A Survey, and Implications for Developing Economies. –
- Putri, I. F., dan Nasir, M. (2006). Analisis Persamaan Simultan Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Risiko, Kebijakan Hutang Dan Kebijakan Dividen Dalam Perspektif Teori Keagenan. *Simposium Nasional Akuntansi 9 Padang*.
- Rajan, R. G., dan Zingales, L. (1995). What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data. *The Journal of Finance*, Vol. 50, No. 5. (Dec., 1995), pp. 1421-1460.
- Riantani, S., dan Suryawardzana, R. H. (2010). Dividend Payout Ratio, Total Asset Growth, Dan Return On Investment Serta Pengaruhnya Terhadap Closing Price. *Jurnal Ilmiah "XPRESS!" Nomor 10 Tahun VI, Hlm 129 – 150*.
- Ross, S. A. (1977). The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach. *The Bell Journal of Economics*, Vol. 8, No. 1 (Spring, 1977), pp. 23-40
- Ruan, W., Tian, G., dan Ma, S. (2009). Managerial Ownership, Capital Structure and Firm Value:

- Evidence from China's Civilian-run Firms. *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*. Journal, 5(3), 2011, 73-92.
- Steven dan Lina. (2011). Faktor – Faktor Yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang Perusahaan Manufaktur. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, Vol. 13, No. 3, Desember 2011, Hlm 163 – 181.
- Stulz, R., (1988). Managerial control of voting rights: Financing policies and the market for corporate control. *Journal of Financial Economics*, 20, 25-54.
- Syafitri, E. D (2011). Pengaruh Car, Npl, Ldr, Nim, Dan Size Terhadap Risiko Bisnis Bank (Studi Komparatif Bank Umum Go Publik Dan Bank Umum Non Go Publik Di Indonesia Tahun 2004-2008).—
- Vidyantie, D. N., dan Handayani, R. (2006). The Analysis Of The Effect Of Debt Policy, Dividend Policy, Institutional Investor, Business Risk, Firm Size And Earning Volatility To Managerial Ownership Based On Agency Theory Perspective. *Jurnal Bisnis Dan Akuntansi* Vol. 8, No. 2, April 2006, 19 – 33
- Vo, D. H., dan Nguyen, V. (2014). Managerial Ownership, Leverage and Dividend Policies: Empirical Evidence from Vietnam's Listed Firms. *International Journal of Economics and Finance*; Vol. 6, No. 5.
- Warfield, T. D., Wild, J. J., dan Wild, K. L. (1995). Managerial ownership, accounting choices, and informativeness of earnings. *Journal of Accounting and Economics* 20 (5995) 61-91.
- Yusrianti, H. (2013). Pengaruh Tingkat Profitabilitas, Struktur Asset, dan Growth Opportunity Terhadap Struktur Modal Pada Perusahaan Manufaktur yang Telah Go Public Di Bursa Efek Indonesia. Laporan Penelitian Dana Fakultas Ekonomi Unsri 2013.