

ANALISIS STRUKTUR KEPEMILIKAN DAN KEBIJAKAN HUTANG PERUSAHAAN PADA BURSA EFEK INDONESIA

Nunung Nurhasanah¹, Maximus L.Taolin²

¹Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Singaperbangsa Karawang

²Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Timor

E-mail: nunung_maafi@yahoo.co.id

Abstrak

Penelitian ini menguji pengaruh struktur kepemilikan (*insiders ownership, shareholders dispersion* dan *institutional investors*) terhadap kebijakan hutang. Variabel yang mempunyai pengaruh signifikan adalah *institutional investors*, sedangkan variabel *insiders ownership* tidak mempunyai pengaruh signifikan tetapi arah hubungan terbalik dengan *debt ratio* sesuai dengan teori. Variabel *shareholders dispersion* tidak mempunyai pengaruh signifikan dan arah hubungan tidak sesuai dengan teori. Hasil ini menunjukkan bahwa kehadiran *institutional investors* dapat mengurangi peranan hutang dalam melakukan monitoring terhadap perilaku manajer sehingga mengurangi total biaya keagenan. Variabel kontrol. Menunjukkan *growth opportunities, firm size, asset structure* dan *profitability* berpengaruh terhadap *debt ratio* dan dapat dijadikan instrumen pendukung kebijakan hutang untuk meminimumkan biaya keagenan. Sedangkan *dividend payments* dan *tax rate* tidak. Menggunakan sampel dari seluruh perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selain perusahaan asuransi dan keuangan dengan periode penelitian antara tahun 2008 sampai dengan tahun 2011.

Keywords: Kebijakan Hutang, (*insiders ownership, shareholders dispersion* dan *institutional investors*)

PENDAHULUAN

Tujuan utama perusahaan adalah memaksimalkan kemakmuran pemegang saham yang diterjemahkan memaksimalkan harga saham. Namun kenyataannya, tidak jarang manajer memiliki tujuan yang berbeda yang mungkin bertentangan dengan tujuan utama tersebut. Pengendalian perusahaan dewasa ini sering diserahkan kepada manajer profesional yang bukan pemilik perusahaan. Akibat keterbatasan pemilik dalam mengendalikan perusahaan yang semakin maju dan kompleks. Pemilik mengangkat manajer yang mana idealnya mereka akan bertindak *on the best of interest of stockholder*, tetapi dalam praktek sering terjadi konflik, (Jensen dan Meckling 1976).

Menurut teori keagenan (*agency theory*), adanya pemisahan antara kepemilikan dan pengelolaan suatu perusahaan dapat menimbulkan masalah keagenan (*agency problem*). Masalah keagenan timbul dari adanya hubungan keagenan antara *principal* dan *agen* dimana kepentingan *principal* dan *agen* tidak selalu sama. Disatu sisi *agen* dipekerjakan oleh *principal* untuk memaksimalkan kesejahteraan mereka, namun di sisi lain *agen* akan berusaha untuk memaksimalkan kesejahteraan mereka sendiri. Yang dimaksud dengan *principal* adalah pemegang saham (*shareholder*), sedangkan *agen* adalah manajer. *Principal* dalam hubungan ini menyediakan fasilitas, baik yang bersifat keuangan maupun non keuangan untuk operasionalisasi perusahaan oleh *agen*. *Agen* memiliki kewajiban untuk mengelola perusahaan sesuai dengan yang diamanatkan oleh *principal*. (Jensen dan Meckling 1976) memandang baik pemegang saham (*principal*) dan manajer (*agen*) merupakan pemaksimum kesejahteraan, sehingga ada kemungkinan besar bahwa manajer tidak selalu bertindak demi kepentingan terbaik dari pemegang saham. Konflik ini juga tidak terlepas dari kecenderungan manajer untuk mencari keuntungan sendiri (*moral hazard*) dengan mengorbankan kepentingan pihak lain, karena walaupun manajer memperoleh kompensasi dari pekerjaannya, namun pada kenyataannya perubahan kemakmuran manajer sangat kecil dibandingkan perubahan kemakmuran pemegang saham.

Penggunaan hutang diharapkan dapat mengurangi *agency problem*. Penambahan hutang dalam struktur modal mengurangi penggunaan saham sehingga mengurangi biaya keagenan ekuitas, (Twairesh 2014). Perusahaan memiliki kewajiban untuk mengembalikan pinjaman dan membayar beban bunga secara periodik. Kondisi ini menyebabkan manajer bekerja keras untuk meningkatkan laba sehingga dapat memenuhi kewajiban dari penggunaan hutang. Sebagai konsekuensi dari kebijakan ini, perusahaan menghadapi biaya keagenan hutang dan resiko kebangkrutan, (Miller 1991). Hutang yang terlalu besar akan menimbulkan biaya keagenan hutang dan meningkatkan keinginan untuk

¹Corresponding Author

E-mail : nunung_maafi@yahoo.co.id

memilih proyek-proyek yang lebih beresiko dengan harapan akan memperoleh return yang lebih tinggi, (Berger et al. 2011). Apabila proyek berhasil, maka return akan meningkat dan *debtholders* hanya menerima sebesar tingkat bunga dan sisanya dinikmati oleh *shareholders*. Sebaliknya jika proyek tersebut gagal, maka mereka dapat mengalihkan penanggungungan resiko pada pihak kreditur, (Berger et al. 2011).

Di sisi lain penggunaan hutang yang terlalu tinggi dapat meningkatkan resiko kebangkrutan (Eugene F Fama dan Jensen 1983) dan (Agrawal dan Mandelker 1987) menganjurkan pentingnya suatu mekanisme pengawasan dalam perusahaan. Menurut Eugene F Fama dan Jensen (1983) untuk mengurangi masalah keagenan tersebut, diperlukan mekanisme monitoring internal yang meliputi persaingan antar manajer dalam perusahaan, auditor dan dewan direksi. Mekanisme monitoring eksternal meliputi pasar saham dan *takeover market*. Salah satu mekanisme pengawasan eksternal adalah dengan mengaktifkan monitoring melalui investor institusional. Kepemilikan institusional ini meliputi kepemilikan perusahaan investasi baik perusahaan asuransi maupun kepemilikan lembaga lain. Menurut Agrawal dan Mandelker (1987) terdapat hubungan yang positif antara prosentase saham yang dimiliki oleh *insiders* dan *debt ratio*. Namun oleh Whiting dan Gilkison (2000), menemukan hubungan yang negatif antara saham yang dimiliki *insiders* dan *debt ratio*. Sisi lain Rustendi dan Jimmi (2008), menemukan bahwa kepemilikan saham *insiders* tidak berdampak pada struktur modal perusahaan. Ditengah-tengah ketidakpastian tersebut (Rustendi dan Jimmi 2008) mempertimbangkan aspek lain dalam kepemilikan *insiders* dan *debt ratio*. (Rustendi dan Jimmi 2008) menyatakan bahwa distribusi saham antara pemegang saham dari luar yaitu *institutional investors* dan *shareholders dispersion* dapat mengurangi *agency cost*. Hal ini disebabkan karena kepemilikan mewakili suatu sumber kekuasaan (*source of power*) yang dapat digunakan untuk mendukung atau sebaliknya terhadap keberadaan manajemen. Sampel penelitian ini adalah seluruh perusahaan manufaktur yang *go public* dan terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama tahun 2001 sampai 2006. Berdasarkan pada penelitian (Rustendi dan Jimmi 2008) dan disesuaikan dengan kondisi di Indonesia.

TINJAUAN PUSTAKA

Pengaruh internal ownership berpengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan.

Dalam model keagenan yang dikemukakan oleh (Jensen dan Meckling 1976), perusahaan merupakan subyek terhadap meningkatnya konflik. Hal ini disebabkan karena adanya penyebaran pengambilan keputusan dan resiko yang ditanggung oleh perusahaan. Dalam konteks ini, manajer mempunyai kecenderungan untuk konsumtif dan perilaku oportunistik yang lain, karena mereka memperoleh manfaat yang penuh dari kegiatan tersebut dan tidak bersedia menanggung resiko dari biaya yang dikeluarkan tersebut. Hal ini disebut sebagai *agency cost of equity* (Jensen dan Meckling 1976). Disamping itu, manajer juga mempunyai kecenderungan untuk menggunakan hutang yang tinggi bukan atas dasar maksimisasi nilai perusahaan melainkan untuk kepentingan oportunistik mereka. Hal ini dapat dilihat melalui pemilihan proyek-proyek yang beresiko tinggi yang menyebabkan meningkatnya beban bunga perusahaan karena resiko kebangkrutan semakin tinggi, sehingga *agency cost of debt* semakin tinggi, (Jensen dan Meckling 1976). Peningkatan biaya keagenan tersebut pada gilirannya akan berpengaruh pada penurunan nilai perusahaan. Menurut (Jensen dan Meckling 1976), biaya keagenan tersebut dapat dikurangi dengan meningkatkan kepemilikan manajerial (*managerial ownership*) dalam perusahaan. Dengan demikian, manajer ikut memiliki perusahaan sehingga manajer tidak mungkin bertindak oportunistik lagi. Dengan adanya kepemilikan saham, maka manajer (*insiders*) akan semakin berhati-hati dalam menggunakan Hutang dan berusaha meminimumkan biaya keagenan sehingga akan meningkatkan nilai perusahaan. Investasi saham manajerial merupakan salah satu penentu penting dalam struktur modal perusahaan, tetapi arah hubungannya masih belum jelas (Jensen dan Meckling 1976) Apabila kepemilikan manajerial dalam perusahaan meningkat, maka dengan meningkatnya hutang akan menjadi semakin menarik karena akan meningkatkan nilai saham perusahaan yang tercermin dalam harga saham perusahaan. Di sisi lain, pada tingkat kepemilikan yang cukup signifikan, manajer tidak mungkin memiliki portofolio yang terdiversifikasi dengan baik, dan meningkatnya hutang dapat menyebabkan biaya yang mahal dalam human capital. Dengan demikian, mereka akan mengurangi resiko perusahaan (Supramono dan Putlia 2010). Apabila resiko dikurangi dengan penggunaan hutang yang lebih rendah, maka terdapat hubungan yang negatif antara kepemilikan saham oleh *insiders* dengan hutang perusahaan. Konsisten dengan hal tersebut, Agrawal dan Mandelker

¹Corresponding Author

E-mail : nunung_maafi@yahoo.co.id

(1987) menyatakan bahwa kepemilikan saham manajerial yang tinggi akan meningkatkan resiko hutang yang *non-diversifiable*, sehingga *insiders* akan semakin berhati-hati dalam menggunakan hutang. Hal ini menyebabkan rasio hutang perusahaan menurun jika tingkat kepemilikan saham manajerial meningkat. Dengan demikian, meningkatnya *insiders ownership* dapat mensejajarkan kepentingan para manajer dengan kepentingan para *outside shareholders* dan mengurangi penggunaan hutang secara optimal, sehingga dapat meminimumkan biaya keagenan. Dengan kata lain, Agrawal dan Mandelker (1987) mengatakan *insiders ownership* mempunyai pengaruh yang negatif dengan kebijakan hutang perusahaan.

Menurut (Jensen dan Meckling 1976) masalah keagenan akan potensial terjadi bila proporsi kepemilikan manajer atas saham perusahaan kurang dari seratus persen, sehingga manajer cenderung bertindak untuk mengejar kepentingan dirinya sendiri dan bukan untuk memaksimalkan nilai dalam pengambilan keputusan pendanaan. Hal ini terjadi karena adanya pemisahan antara fungsi pengelolaan (pengambil keputusan) dengan fungsi kepemilikan (penanggung resiko). Para pengambil keputusan relatif tidak menanggung resiko atas kesalahan dalam pengambilan keputusan. Resiko tersebut sepenuhnya ditanggung oleh *principal* (pemilik). Akibatnya, manajemen sebagai pengambil keputusan dalam perusahaan yang tidak menanggung resiko atas kesalahannya cenderung untuk melakukan pengeluaran yang bersifat konsumtif dan tidak produktif untuk kepentingan mereka, seperti peningkatan gaji dan status. Penyebab lain konflik antara agent (manajemen) dengan *principal* (pemilik) adalah keputusan pendanaan. Fama (1980) menyatakan bahwa para manajer yang bertanggung jawab atas keputusan pendanaan tidak mampu melakukan diversifikasi investasi pada *human capital* perusahaan. Di lain pihak, pemegang saham pada umumnya hanya mempertimbangkan resiko sistematis (*systematic risk*) atas saham perusahaan. Hal ini terjadi karena pemegang saham melakukan investasi pada portofolio yang terdiversifikasi secara baik. Sebaliknya, manajer lebih suka mempertimbangkan resiko perusahaan secara keseluruhan. Ada dua alasan mengapa manajer mempertimbangkan resiko perusahaan secara keseluruhan, yaitu: pertama, bagian substantif dari kekayaan mereka berada dalam spesifik *human capital* perusahaan sehingga posisi mereka menjadi *non diversifiable*. Kedua, manajer akan terancam reputasinya dan juga kemampuan *earning* perusahaan jika perusahaan mengalami kebangkrutan (Fama 1980). Dengan demikian, menurut teori keagenan para manajer cenderung bertindak untuk mengejar kepentingan mereka sendiri, bukan berdasarkan maksimalisasi nilai dalam pengambilan keputusan pendanaan (Jensen dan Meckling 1976) Pendapat lain didasarkan pada asumsi bahwa para manajer yang bertanggung jawab terhadap keputusan-keputusan keuangan tidak mampu melakukan diversifikasi investasi pada *human capital* (Fama 1980).

Insiders Ownership

Dalam penelitian Supramono dan Putlia (2010), konsisten dengan hasil penelitian (Shleifer dan Vishny 1986) yaitu tingkat hutang dalam struktur modal mempunyai hubungan negatif dengan *insiders ownership*. Hal ini menunjukkan bahwa seiring dengan meningkatnya kepemilikan manajerial maka penggunaan hutang akan semakin berkurang. Hal ini konsisten dengan teori yang dikemukakan (Miller 1991) bahwa jika struktur kepemilikan oleh manajemen tinggi, maka manajer akan menjadi *risk averse*. Dalam konteks ini, dengan meningkatnya kepemilikan oleh *insiders* akan menyebabkan semakin berhati-hati dalam menggunakan hutang dan menghindari perilaku yang bersifat oportunistik karena mereka ikut menanggung konsekuensi dari tindakannya sehingga mereka cenderung menggunakan hutang yang rendah. Hal ini dapat mengurangi *agency conflict*. Berdasarkan uraian di atas, maka dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H1: *Insiders Ownership* berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang.

Pengaruh *shareholders dispersion* terhadap kebijakan hutang perusahaan

Shareholders Dispersion

(Jensen dan Meckling 1976), menyatakan jika jumlah pemegang saham semakin menyebar, maka konsentrasi kepemilikan akan terpecah dalam prosentase yang kecil. Hal ini menyebabkan power para pemegang saham untuk mengontrol tindakan manajer menjadi rendah. Untuk itu perusahaan perlu meningkatkan hutang guna mendisiplinkan tindakan manajer dalam perusahaan. Whiting dan Gilkison (2000) menyatakan bahwa semakin besar jumlah *shareholders* maka semakin menyebar kepemilikannya sehingga jumlah *shareholders* berhubungan negatif dengan tingkat hutang. Hasil studi (Rustendi dan Jimmi 2008) menemukan bahwa jumlah *shareholders dispersion* mempunyai hubungan

¹Corresponding Author

E-mail : nunung_maafi@yahoo.co.id

negatif dan signifikan dengan *debt ratio*. Hal ini mendukung pernyataan bahwa pemegang saham yang menyebar (*diffused shareholders*) mempunyai pengaruh yang sedikit terhadap posisi manajemen yang konservatif dalam penggunaan hutang (Arifin 2007). Berdasarkan uraian tersebut, maka dirumuskan hipotesis:

H2: *Number of Shareholders* berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang.

Pengaruh eksternal ownership berpengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan.

Peranan Institutional Investors sebagai Monitoring Agents dalam mengatasi Agency (Jensen dan Meckling 1976), menyatakan bahwa ada perubahan perilaku institutional investors dari investor yang pasif menjadi investor yang aktif dalam melakukan pengawasan (monitoring). Menurut (Jensen dan Meckling 1976), meningkatnya aktivitas para investor institusional dalam melakukan monitoring disebabkan oleh kenyataan bahwa adanya kepemilikan saham oleh investor institusional telah menghasilkan peningkatan kemampuan mereka untuk melakukan tindakan secara kolektif. Pada waktu yang sama, biaya untuk keluar dari investasi yang mereka lakukan (*exit cost*) menjadi semakin mahal karena adanya resiko saham akan terjual pada harga diskon. Kondisi ini akan memotivasi institutional investors untuk lebih serius dalam mengoreksi perilaku manajemen dan memperpanjang jangka waktu investasi. (Shleifer dan Vishny 1986), menyatakan bahwa peningkatan institutional investors didukung oleh usaha mereka untuk meningkatkan tanggung jawab insiders. Aktivitas monitoring tersebut dilakukan dengan menempatkan para komite penasehat (*advisory committees*) yang akan bekerja untuk melindungi kepentingan pemegang saham eksternal. Hal ini senada dengan yang dikemukakan oleh (Eugene F Fama dan Jensen 1983), yang menyatakan bahwa mekanisme monitoring dapat dilakukan dengan menempatkan dewan ahli (*decision expert*) yang tidak dibiayai oleh perusahaan sehingga tidak berada di bawah pengawasan insiders. Dengan demikian dewan ahli dapat menjalankan fungsinya secara efektif untuk memonitor tindakan insiders. Kehadiran institusional investors sebagai monitoring agents sangat efektif untuk mengurangi biaya keagenan (Shleifer dan Vishny 1986). Hal ini disebabkan karena dapat mengendalikan perilaku oportunistik manajer dan sekaligus akan memungkinkan perusahaan untuk menggunakan tingkat hutang yang lebih optimal. Bentuk monitoring yang lain adalah dengan cara memberikan masukan-masukan sebagai bahan pertimbangan bagi insiders dalam menjalankan usaha dan melalui rapat umum pemegang saham. Dengan demikian, semakin besar prosentase saham yang dimiliki oleh institutional investors akan menyebabkan usaha monitoring menjadi semakin efektif karena dapat mengendalikan perilaku oportunistik yang dilakukan oleh para manajer. Tindakan monitoring tersebut akan mengurangi agency cost karena memungkinkan perusahaan menggunakan tingkat hutang yang lebih rendah (Shleifer dan Vishny 1986).

Institutional investors sebagai monitoring agents. Supramono dan Putlia (2010), menyatakan bahwa bentuk distribusi saham diantara pemegang saham dari luar (*outside shareholders*) yaitu institutional investors dan shareholders dispersion dapat mengurangi *agency cost*. Hal ini disebabkan karena kepemilikan merupakan sumber kekuasaan yang dapat digunakan untuk mendukung atau sebaliknya menantang keberadaan manajemen, maka konsentrasi atau penyebaran power menjadi suatu hal yang relevan. Adanya kepemilikan oleh investor institusional seperti perusahaan asuransi, bank, perusahaan investasi dan kepemilikan oleh institusi lain akan mendorong pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja *insiders*. Hal ini senada dengan (Shleifer dan Vishny 1986), yang menyatakan bahwa kepemilikan saham oleh institusi (institutional investors) merupakan monitoring agents penting yang memainkan peranan secara efektif dan konsisten di dalam melindungi investasi saham yang mereka pertaruhkan di dalam perusahaan. Mekanisme monitoring tersebut akan menjamin peningkatan kemakmuran pemegang saham. Menurut (Shleifer dan Vishny 1986) dengan adanya konsentrasi kepemilikan, maka pemegang saham besar seperti institutional investors akan dapat memonitor tim manajemen secara lebih efektif sehingga akan membatasi perilaku oportunistik yang mungkin diambil insiders.

Meningkatnya kepemilikan saham oleh institutional investors dapat mengimbangi kebutuhan terhadap hutang dan *managerial ownership*. Dengan demikian, kehadiran institutional investors di dalam perusahaan akan berhubungan negatif dengan hutang perusahaan. Pendekatan lainnya adalah melalui *labor market controls*, *capital market controls* dan *ancaman takeover* (Miller 1991). Dalam *labor market controls*, maka pemberian kompensasi kepada insiders dikaitkan dengan kinerja dan nilai saham perusahaan. Manajer yang mempunyai kinerja yang baik akan mendapatkan kompensasi yang

¹Corresponding Author

E-mail : nunung_maafi@yahoo.co.id

lebih baik dan lebih mudah mendapatkan pekerjaan yang lain jika keluar dari perusahaan tersebut. Sebaliknya manajer dengan kinerja buruk akan kesulitan mendapatkan pekerjaan, khususnya jika perusahaan tersebut diambil alih oleh perusahaan lain. Hal tersebut juga dikemukakan oleh (Berger et al. 2011) bahwa pemberian kompensasi seperti *executive option plan* dapat memotivasi para manajer untuk meningkatkan nilai perusahaan.

Pendekatan *capital market control* dilakukan melalui rapat umum pemegang saham. Pengawasan melalui ancaman takeover akan mendisiplinkan manajer dalam bertindak sesuai dengan keinginan pemegang saham. Sebagai konsekuensinya, manajer yang kinerjanya buruk akan tersingkir jika takeover terjadi. Rustendi dan Jimmi (2008) menemukan bahwa *institutional shareholding* mempunyai hubungan negatif dan signifikan dengan *debt ratio*. Tingkat kepemilikan institusional yang tinggi akan menimbulkan usaha monitoring yang lebih besar oleh institutional investors sehingga dapat mengurangi perilaku oportunistik manajer. Dengan tingkat kepemilikan institusional yang tinggi akan mengurangi *agency cost* sehingga diharapkan variabel ini memiliki koefisien yang negatif dengan rasio hutang. Berdasarkan hasil penelitian tersebut, Rumusan Hipotesis:

H3: Institutional Investors berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang.

Beberapa Variabel Kontrol Yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang

Dalam penelitian ini *debt ratio* adalah variabel dependen dan struktur kepemilikan sebagai variabel independen. Sedang variabel kontrol yang digunakan adalah *dividend payments, firm growth, firm size, asset structure, firm profitability* dan *tax rate*.

Variabel Operasional Penelitian

Variabel penelitian adalah suatu atribut atau sifat atau nilai dari orang, objek atau kegiatan yang mempunyai variasi tertentu yang ditetapkan oleh peneliti untuk dipelajari dan kemudian ditarik kesimpulan.

1. Variabel *independent* atau variabel bebas adalah variabel yang mempengaruhi atau yang menjadi sebab perubahannya atau timbulnya variabel dependent (terikat). *Insiders Ownership, Number of Shareholders, Institutional Investors*, Variabel independent dalam penelitian ini adalah struktur kepemilikan saham yang dikelompokkan dalam dua bagian yaitu proporsi saham yang dimiliki oleh para manajer (*insiders ownership*) dan proporsi saham yang dimiliki oleh *outside stockholder (shareholders dispersion dan institutional investors)*.

Insiders Ownership diberi simbol **INSDR**, adalah prosentase saham yang dimiliki oleh insiders dengan proksi prosentase saham yang dimiliki oleh direktur dan komisaris.

Shareholders Dispersion diberi simbol **SDP**, didefinisikan sebagai standar deviasi dari penyebaran pemegang saham. Semakin kecil standar deviasi maka semakin tersebar kepemilikan saham, yang berarti hak suara akan menjadi kecil terhadap manajer yang konservatif dalam menggunakan hutang sehingga hutang akan semakin lebih kecil. $SDP = 1 \text{ Sdit } SD = \text{Standar deviasi penyebaran pemegang saham } i \text{ pada tahun } t$.

Institutional Investors diberi simbol **INST** merupakan prosentase saham yang dimiliki oleh *institutional ownership* pada akhir tahun. Data untuk variabel ini bersumber dari Indonesian Capital Market Directory dari tahun 2002 sampai dengan 2007.

Variabel kontrol seperti *dividend payments*, (**DPR**) pembayaran dividen didefinisikan sebagai *dividend payout ratio*. *Firm growth*, adalah *Growth opportunities* diberi simbol **GROWTH**. Variabel ini didefinisikan dengan natural logaritma dari rasio total asset dengan total asset tahun sebelumnya *firm size*, diberi simbol **SIZE**. Variabel ini diukur dengan natural logaritma dari penjualan/ *sales*. *Asset structure*, (**ASSET**) didefinisikan sebagai rasio *fixed asset* terhadap *total asset*. *firm profitability*, (**PROF**) didefinisikan sebagai *rasio operating profit* dengan *total asset tax rate*. (**TAX**) didefinisikan sebagai rasio pajak yang dibayarkan terhadap laba sebelum pajak (*ratio of taxes paid pre-tax income*).

2. Variabel *dependent* atau variabel terikat adalah variabel yang dipengaruhi atau yang menjadi akibat, karena adanya variabel bebas. Variabel dependent didalam penelitian ini adalah kebijakan hutang (*debt ratio*).

Debt Ratio (DR) merupakan rasio hutang perusahaan yang dihitung dari *total debt* dibagi *total asset* pada tahun *t*. Data untuk variabel ini diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory* dari tahun

¹Corresponding Author

E-mail : nunung_maafi@yahoo.co.id

2008 sampai 2011 pada bagian *summary of financial statement*. Secara matematis, *debt ratio* diformulasikan sebagai berikut: $DR = Total\ Debt / Total\ Asset$

METODOLOGI PENELITIAN

Jenis penelitian yang digunakan di dalam penelitian ini adalah penelitian kausalitas dengan pendekatan kuantitatif. Penelitian kausalitas adalah desain penelitian yang disusun untuk meneliti kemungkinan adanya sebab akibat antar variabel yang diteliti. Didalam penelitian ini, umumnya hubungan sebab akibat tersebut sudah dapat diprediksi oleh peneliti, sehingga peneliti dapat menyatakan klasifikasi variabel penyebab, variabel antara dan variabel terikat. Populasi adalah wilayah generalisasi yang terdiri atas objek atau subjek yang mempunyai kualitas dan karakteristik tertentu yang ditetapkan oleh penelitian untuk dipelajari dan kemudian ditarik kesimpulannya (Ferdinand 2014). Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan perbankan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Sampel adalah bagian dari jumlah dan karakteristik yang dimiliki oleh populasi tersebut dan harus benar-benar representatif (mewakili) akan keseluruhan populasi yang diambil. Pemilihan sampel pada penelitian ini menggunakan metode *purposive sampling*, dengan kriteria yang digunakan sebagai bedengan kriteria yang digunakan adalah (1) perusahaan perbankan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada periode 2008-2011, (2) laporan keuangan perusahaan tersedia lengkap pada tahun pengamatan tersebut.

Sampel dalam penelitian ini adalah perusahaan yang perbankan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Teknik pengumpulan data dengan teknik dokumentasi. Metode dokumentasi adalah metode pengumpulan data yang digunakan untuk menelusuri data historis, (Ferdinand 2014). Metode dokumentasi merupakan metode yang bersumber pada benda-benda tertulis berupa buku-buku, majalah, dokumen, peraturan, notulen rapat, catatan-catatan yang penulis dapat dari pemikiran penulis atau catatan- catatan yang penulis dapat dari hasil interview dan juga terdapat data-data yang di dapat dari internet dalam bentuk e-book atau hasil download buku-buku di internet agar dapat mendukung fakta-fakta dan menjadi bahan penghubung dalam penelitian ini, data yang digunakan berupa dokumen laporan keuangan perusahaan selama 5 tahun terakhir yang diperoleh lewat unduhan pada *web Indonesia Stock Exchange (IDX)*. Alat analisis data menggunakan perangkat lunak *Statistic Package for Social Sciences (SPSS)* versi 21. SPSS merupakan program aplikasi komputer yang digunakan untuk melakukan perhitungan statistik dengan menggunakan komputer. Kelebihan program ini adalah dapat melakukan secara cepat semua perhitungan statistik dari yang sederhana sampai yang rumit sekalipun, (Ghozali. 2005)

HASIL DAN PEMBAHASAN

Tabel 1. Hasil Analisis Pooled Regresi

| Variabel | Koefisien | t-statistik P value |
|-----------|-----------|------------------------|
| Konstanta | -0,105 | -0,628 (0,5310) |
| INSD | -0,01914 | -0,274 (0,785) |
| SDP | 0,01700 | 0,058 (0,953) |
| INST | -0,272 | -2,573 (0,011)** |
| DPR | -0,03371 | -0,918 (0,360) |
| GROWT | -0,176 | -1,743 (0,083) |
| SIZE | 0,05940 | 5,519 (0,000)* |
| ASET | 0,270 | 2,887 (0,004)* |
| PROF | -0,471 | -2,398 (0,018)** |

¹Corresponding Author

E-mail : nunung_maafi@yahoo.co.id

| Variabel | Koefisien | t-statistik P value |
|----------------------|----------------|------------------------|
| TAX | -0,003721 | -0,047 (0,963) |
| F.statistik | 3,546 (0,001)* | |
| R² | 0,127 | |

*Signifikan pada level 0,01 (uji satu sisi)

**Signifikan pada level 0,05 (uji satu sisi)

Pembahasan difokuskan pada variabel-variabel independen yaitu struktur kepemilikan (*insiders ownership, shareholders dispersion dan institutional investors*), dengan variabel-variabel kontrol yang meliputi *dividend payments, growth opportunities, firm size, asset structure, firm profitability dan tax rate*. Kemudian dilakukan uji statistik secara parsial (uji t). Pengujian dilakukan untuk mengetahui apakah variabel-variabel independen yang digunakan dalam model penelitian secara individual mampu menjelaskan variabel dependen.

Variabel Struktur Kepemilikan

Variabel struktur kepemilikan terdiri atas *insiders ownership, shareholders dispersion dan institutional investors*. Variabel ini akan dibahas satu persatu untuk mengetahui bagaimana pengaruhnya terhadap kebijakan hutang (*debt ratio*).

1. Uji Hipotesis Pertama :

Insiders ownership berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang. Hipotesis pertama menguji seberapa signifikan pengaruh variabel *insiders ownership* terhadap kebijakan hutang. Berdasarkan hasil perhitungan pada tabel hasil regresi, diperoleh nilai t-hitung sebesar -0,274 dengan tingkat signifikansi sebesar 0,785. Karena t-tabel sebesar 1,645 dengan tingkat signifikansi sebesar 0,05, maka tingkat signifikansi 0,785 lebih besar daripada 0,05, sehingga H_a ditolak dan H_0 diterima. Artinya, variabel *insiders ownership* tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *debt ratio*. Hasil yang tidak signifikan ini kemungkinan disebabkan oleh masih rendahnya kepemilikan saham oleh *insiders* dibandingkan kelompok lainnya dalam perusahaan. Berdasarkan statistik deskriptif menunjukkan bahwa nilai mean untuk variabel *insiders ownership* adalah sebesar 19,02%, yang lebih rendah jika dibandingkan dengan *institutional ownership* sebesar 63,62%. Arah hubungan antara *insiders ownership* dengan *debt ratio* yang negatif ini sesuai dengan teori dan hasil penelitian Supramono dan Putlia (2010), (Shleifer dan Vishny 1986). Dengan demikian, meskipun hasil penelitian untuk variabel *insiders ownership* belum dapat digeneralisasi untuk Bursa Efek Indonesia, karena tingkat kesalahan prediksinya sebesar 0,785 lebih tinggi dibandingkan dengan tingkat signifikansinya, namun arah hubungan yang terbalik antara *insiders ownership* dengan *debt ratio* mengindikasikan adanya kecenderungan untuk meminimumkan biaya keagenan.

2. Uji Hipotesis Kedua

Shareholders Dispersion berhubungan negatif dengan kebijakan hutang. Variabel *shareholders dispersion* memiliki t-hitung sebesar 0,058, sedangkan nilai t-tabel adalah 1,645 dan tingkat signifikansi sebesar 0,953 lebih besar dari tingkat signifikansi 5%, maka H_a ditolak dan H_0 diterima. Hal ini berarti bahwa *shareholders dispersion* tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *debt ratio*. Variabel *shareholders dispersion* tidak signifikan disebabkan jumlah pemegang saham di Bursa Efek Indonesia terkonsentrasi pada beberapa kelompok pemegang saham (tidak menyebar). Dalam hal ini, kelompok mayoritas adalah institusi dengan kepemilikan 63,62% dan kepemilikan *insiders* sebesar 19,02%. Sebagai sisanya terkonsentrasi dalam kelompok publik yang merupakan kumpulan dari individual investor yang masing-masing memiliki kepemilikan yang rendah (Rustendi dan Jimmi 2008). Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa penyebaran pemegang saham pada perusahaan selain keuangan dan asuransi di Bursa Efek Indonesia tidak cukup signifikan untuk mempengaruhi *debt ratio*.

¹Corresponding Author

E-mail : nunung_maafi@yahoo.co.id

3. Uji Hipotesis Ketiga :

Institutional Investors berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang. Variabel *institutional investors* memiliki t-hitung sebesar -2,573 yang lebih besar dibanding t-tabel 1,645 dengan tingkat signifikansi sebesar 0,011 lebih kecil dari tingkat signifikansi 5%, maka H_a diterima dan H_0 ditolak. Hal ini berarti bahwa *institutional investors* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *debt ratio*. Hasil penelitian menunjukkan bahwa kehadiran *institutional investors* mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *debt ratio* pada perusahaan selain keuangan dan asuransi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Hasil penelitian ini konsisten dengan teori dan penelitian Rustendi dan Jimmi (2008). Kehadiran *institutional investors* dapat digunakan sebagai alat monitoring dalam rangka meminimumkan biaya keagenan yang ditimbulkan oleh hutang (*agency cost of debt*).

4. Variabel Kontrol

Dividend Payments

Variabel *dividend payments* memiliki t-hitung sebesar -0,918 yang lebih kecil dibanding t-tabel 1,645 dengan tingkat signifikansi sebesar 0,360 lebih besar dari tingkat signifikansi 5%, maka H_a ditolak dan H_0 diterima. Hal ini berarti bahwa *dividend payments* tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *debt ratio*. Hasil penelitian ini konsisten dengan teori dan hasil penelitian Rustendi dan Jimmi (2008), yang menyatakan bahwa pembayaran dividen muncul sebagai pengganti hutang dalam struktur modal. Selain itu, pembayaran dividen akan mengurangi sumber-sumber dana yang dikendalikan oleh manajer sehingga mengurangi kekuasaan manajer dan membuat pembayaran dividen mirip dengan monitoring *capital market* yang terjadi jika perusahaan memperoleh modal baru sehingga mengurangi biaya keagenan.

Growth Opportunities

Variabel *growth* memiliki t-hitung sebesar -1,743 dimana nilai ini lebih besar dibanding t-tabel 1,645. Nilai signifikansi sebesar 0,083 lebih kecil pada tingkat signifikansi 10%. Dengan demikian variabel *growth* mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *debt ratio*. Koefisien regresi *growth* yang negatif konsisten dengan penelitian Rustendi dan Jimmi (2008) yang menyatakan bahwa perusahaan yang mempunyai investasi yang lebih besar di dalam *intangible asset* cenderung menggunakan sedikit hutang di dalam struktur modal mereka untuk mengurangi *agency cost* yang berhubungan dengan resiko hutang.

Firm Size

Hasil perhitungan menunjukkan bahwa variabel *firm size* memiliki t-hitung sebesar 5,159 yang lebih besar dibanding t-tabel 1,645 dengan tingkat signifikansi sebesar 0,000 lebih kecil dari tingkat signifikansi 5%, maka H_a diterima dan H_0 ditolak. Hal ini berarti bahwa *firm size* mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *debt ratio*. Koefisien regresi *firm size* positif konsisten dengan penelitian Miller (1991) dan Rustendi dan Jimmi (2008) yang menyatakan bahwa perusahaan cenderung meningkatkan hutangnya seiring dengan perkembangan perusahaan. Perusahaan yang besar dapat dengan mudah mengakses pasar modal. Kemudahan ini disebabkan perusahaan besar memiliki fleksibilitas dan kemampuan untuk mendapatkan sumber dana.

Asset Structure

Hasil perhitungan menunjukkan bahwa variabel *asset structure* memiliki t-hitung sebesar 2,887 yang lebih besar dibanding t-tabel 1,645 dengan tingkat signifikansi sebesar 0,004 lebih kecil dari tingkat signifikansi 5%, maka H_a diterima dan H_0 ditolak. Hal ini berarti bahwa *asset structure* mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *debt ratio*. Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Rustendi dan Jimmi (2008), yang menyatakan bahwa struktur asset akan berpengaruh signifikan dan positif terhadap *debt ratio*. Hal ini berarti bahwa kreditur akan lebih mudah memberikan pinjaman jika perusahaan mempunyai jaminan yang dapat berupa aktiva tetap yang dimiliki perusahaan. Perusahaan yang mempunyai struktur aktiva yang fleksibel cenderung menggunakan hutang lebih besar dibandingkan dengan perusahaan yang struktur aktivanya tidak fleksibel.

Firm Profitability

Variabel *firm profitability* memiliki t-hitung sebesar -2,398 yang lebih besar dibanding t-tabel 1,645 dengan tingkat signifikansi sebesar 0,018 lebih kecil dari tingkat signifikansi 5%, maka H_a

¹Corresponding Author

E-mail : nunung_maafi@yahoo.co.id

diterima dan H_0 ditolak. Hal ini berarti bahwa *firm profitability* mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *debt ratio*. Hasil penelitian ini konsisten dengan teori dan penelitian yang dilakukan oleh Miller (1991) dan Rustendi dan Jimmi (2008), yang menyatakan bahwa manajer mempunyai pecking order di dalam menahan laba Sebagai pilihan utama yang diikuti oleh pembiayaan dengan hutang dan *equity* sebagai pilihan terakhir. Dengan memprioritaskan penggunaan dana yang bersumber dari laba ditahan yaitu modal sendiri maka dapat mengurangi penggunaan dana dari sumber ekstern yang biasanya lebih menyukai hutang sehingga akan menurunkan biaya keagenan hutang.

Tax Rate

Variabel *tax rate* memiliki t-hitung sebesar -0,047 dimana nilai ini lebih kecil dibanding t-tabel 1,645. Nilai signifikansi sebesar 0,963 lebih besar pada tingkat signifikansi 5%. Dengan demikian variabel *tax rate* tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *debt ratio*. Hasil penelitian ini tidak konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Miller (1991) dan Rustendi dan Jimmi (2008), yang menyatakan bahwa *tax rate* mempunyai pengaruh signifikan dan berhubungan positif dengan *debt ratio*. Dengan demikian, perusahaan yang menjadi sampel penelitian ini belum memanfaatkan penghematan pajak dari penggunaan hutang.

KESIMPULAN

Pengujian menunjukkan bahwa tidak semua variabel struktur kepemilikan mempunyai pengaruh signifikan terhadap *debt ratio*. Variabel yang mempunyai pengaruh signifikan adalah *institutional investors*, sedangkan variabel *insiders ownership* tidak mempunyai pengaruh signifikan tetapi arah hubungan terbalik dengan *debt ratio* sesuai dengan teori. Variabel *shareholders dispersion* tidak mempunyai pengaruh signifikan dan arah hubungan tidak sesuai dengan teori. Hasil ini menunjukkan bahwa kehadiran *institutional investors* dapat mengurangi peranan hutang dalam melakukan monitoring terhadap perilaku manajer sehingga mengurangi total biaya keagenan.

Pengujian terhadap variabel kontrol menunjukkan bahwa dari enam variabel kontrol hanya empat yang berpengaruh signifikan terhadap *debt ratio* yaitu *growth opportunities*, *firm size*, *asset structure* dan *profitability*. Sedangkan *dividend payments* dan *tax rate* tidak mempunyai pengaruh signifikan terhadap *debt ratio* dan arah hubungan *tax rate* juga tidak sesuai dengan teori. Dari hal tersebut, maka dari enam variabel kontrol hanya empat variabel yang dapat dijadikan instrumen pendukung kebijakan hutang untuk meminimumkan biaya keagenan.

Keterbatasan Penelitian

1. Perusahaan dalam sampel tidak termasuk perusahaan keuangan/perbankan dan asuransi karena jenis industri tersebut memiliki karakteristik struktur modal yang berbeda dengan perusahaan-perusahaan sektor lainnya (*highly leveraged firms*)
2. Jumlah sampel yang didapat dari hasil penelitian relatif lebih sedikit dibandingkan dengan penelitian sebelumnya. Hal ini disebabkan terbatasnya jumlah perusahaan yang memiliki variabel *insiders ownership* dan pembayaran dividen.
3. Jangka waktu penelitian yang digunakan lebih pendek dibandingkan dengan penelitian terdahulu. rentang waktu yang digunakan hanya empat tahun yaitu antara tahun 2008 sampai dengan tahun 2011.

Saran

1. Hasil penelitian menunjukkan bahwa *institutional investors* berpengaruh signifikan terhadap *debt ratio*. Hal ini berarti bahwa kehadiran *institutional investors* pada perusahaan non keuangan dan perbankan di Bursa Efek Indonesia efektif dalam melakukan monitoring terhadap perilaku manajer dalam perusahaan sehingga pihak manajemen perusahaan bekerja untuk kepentingan para pemegang saham sehingga akan mengurangi total biaya keagenan dan akan dapat meningkatkan nilai perusahaan.
2. Perlu mempertimbangkan variabel-variabel *growth opportunities*, *firm size*, *asset structure* dan *profitability* dalam pengambilan keputusan tentang kebijakan hutang perusahaan, karena variabel-variabel tersebut mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *debt ratio* perusahaan. Hal tersebut diharapkan dapat meminimumkan biaya keagenan dan memaksimalkan nilai perusahaan.

¹Corresponding Author

E-mail : nunung_maafi@yahoo.co.id

3. Nilai koefisien determinasi (R²) dari penelitian ini termasuk rendah yaitu sebesar 12,7%. Hal ini menunjukkan bahwa masih banyak faktor lain yang mempengaruhi debt ratio perusahaan yang belum dimasukkan dalam model penelitian ini. Diharapkan untuk peneliti selanjutnya untuk dapat memasukkan variabel-variabel lain yang mempunyai pengaruh yang relevan terhadap kebijakan hutang perusahaan.
4. Penelitian dapat dilakukan pada perusahaan keuangan/perbankan dan asuransi, sehingga dapat diketahui bagaimana pengaruh struktur kepemilikan terhadap kebijakan hutang dalam industri tersebut.
5. Perlu dilakukan penelitian yang lebih mendalam terhadap topik serupa dengan melibatkan periode tahun yang lebih panjang dan diluar masa krisis sehingga didapatkan jumlah dan kualitas data yang lebih memadai untuk diamati.
6. Penelitian dapat dikembangkan dengan membandingkan periode pengamatan sebelum dan sesudah krisis. Tujuannya adalah untuk mencari bukti bagaimana pengaruh struktur kepemilikan sebelum dan sesudah krisis.

DAFTAR PUSTAKA

- Agrawal, Anup, dan Gershon N. Mandelker. 1987. "Managerial Incentives and Corporate Investment and Financing Decision." *The Journal of Finance* no. XLII (4):823-836.
- Arifin, Zaenal. 2007. *Teori keuangan dan pasar Modal*. Yogyakarta: Ekonesia Kampus Fakultas Ekonomi UII.
- Aymanns, Christoph, dan J. Doyne Farmer. 2015. "The dynamics of the leverage cycle." *Journal of Economic Dynamics & Control* (50):155–179. doi: 10.1016/j.jedc.2014.09.015.
- Berger, Allen N., et al. 2011. "Does debtor protection really protect debtors? Evidence from the small business credit market." *Journal of Banking & Finance* no. 35:1843–1857.
- Brigham, Eugene F, dan Michael C Ehrhardt. 2011. *Financial Management: Theory and Practice* Vol. 13a, e: Shouth Westren.
- Eugene F Fama, dan Michael C Jensen. 1983. "Separation of Ownership and Control." *Journal of Law and Economics* no. XXVI (june).
- Fama, Eugene F. 1980. "Agency Problems and the Theory of the Firm." *THEORY OF THE FIRM*:289-305.
- Ferdinand, Augusty. 2014. *Metode penelitian Manajemen (pedoman Penelitian untuk penulisan Skripsi Thesis dan disertasi Ilmu manajemen*. Vol. edidi Kelima. Semarang: Universitas Diponegoro.
- Ghozali., Imam. 2005. *Model Persamaan Struktural, Konsep dan Aplikasi dengan Program Amos Ver.5.0*. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Jensen, Michael C., dan William H. Meckling. 1976. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. In *Journal of Financial Economics*.
- Li, Jay Yin, dan Dragon Yongjun Tang. 2016. "The leverage externalities of credit default swaps." *Journal of Financial Economics* (120): 491–513. doi: 10.1016/j.jfineco.2016.02.005.
- Miller, Merton H. 1991. "Leverage." *The Journal of Finance* no. 46 (2):479-488.
- Rustendi, Tedi, dan Farid Jimmi. 2008. "Pengaruh Hutang dan Kepemilikan Manajerial Terhadap Nilai Perusahaan Pada Perusahaan Manufaktur (Survey Pada Perusahaan Manufaktur Yang Tercatat Di Bursa Efek Indonesia)." *Jurnal Akuntansi FE Unsil*, no. 3 (1).
- Shleifer, Andrei, dan Robert W Whisny. 1986. "Large shareholder and corporate control." *Journal of Political economy* no. 94 (3):461-488.
- Supramono, dan Nancy Putlia. 2010. "Persepsi Dan Faktor Psikologis Dalam Pengambilan Keputusan Hutang." *Jurnal Keuangan dan Perbankan* no. 14 (1):24-35.
- Twairesh, Abdullah Ewayed M. 2014. "The Impact of Capital Structure on Firm's Performance Evidence from Saudi Arabia." *Journal of Applied Finance & Banking*, no. 4 (2):183-193.
- Whiting, Rosalind H., dan Simon J. Gilkison. 2000. "Financial Leverage and Firm Response to Poor Performance." *Pacific Accounting Review* no. 12 (2).
- Yanga, Ruili, et al. 2016. "Venture capital, financial leverage and enterprise performance." *Procedia Computer Science* no. 91:114 – 121. doi: 10.1016/j.procs.2016.07.048.

¹Corresponding Author

E-mail : nunung_maafi@yahoo.co.id