

STRUKTUR KEPEMILIKAN SAHAM TERHADAP KEBIJAKAN UTANG PERUSAHAAN DI BURSA EFEK INDONESIA

Luh Gede Sri Artini
Ni Nyoman Ayu Diantini

Prodi Manajemen Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Udayana
Jl. P.B. Sudirman, Denpasar, Bali, 80232, Indonesia.

Abstract

This paper examined the effects of insider ownership, institutional investors and shareholders dispersion on debt ratio by pooled regression model. The research Population was all the firms in LQ 45 in Indonesia Stock Exchange (IDX) from 2009 until 2012, and sampling conducted in this research was purposive sampling method. Based on the criteria obtained by purposive sampling, 15 companies were eligible to be utilized as the research sample. The results of this research were that the impact of insider ownership was positive significant on debt ratio, the institutional investor had a significant positive impact on debt ratio, shareholder dispersion was not significantly effect on debt ratio.

Keywords: *insider ownership, institutional investors, shareholders dispersion, debt ratio.*

Adanya pemisahan antara kepemilikan dan pengelolaan perusahaan dapat menimbulkan masalah keagenan (*agency problem*). Masalah keagenan dikarenakan hubungan keagenan antara pemilik dan agen dimana kepentingan pemilik dan agen tidak selalu searah. Agen adalah manajer yang dipekerjakan oleh pemegang saham untuk memaksimalkan kesejahteraan mereka, namun di sisi lain agen akan berusaha untuk memaksimalkan kesejahteraan mereka sendiri (*moral hazard*) dengan mengorbankan kepentingan pihak lain. Meskipun manajer memperoleh kompensasi dari pekerjaannya, pada kenyataannya perubahan kemakmuran manajer

sangat kecil dibandingkan perubahan kemakmuran pemegang saham.

Adanya konflik kepentingan antara pemegang saham minoritas dengan mayoritas juga akan mengakibatkan penurunan nilai perusahaan. Masalah ini dapat dipecahkan melalui peningkatan *corporate governance standard* (Arshad & Butt, 2009 dan Su, 2010).

Struktur kepemilikan menentukan perbedaan struktur *corporate governance* dan struktur *corporate governance* berpengaruh terhadap pemilihan pendanaan internal atau eksternal. Sehingga pemilihan pendanaan antara utang dengan ekuitas

Korespondensi dengan Penulis:

Luh Gede Sri Artini: Telp. +6281 558 030 970

E-mail: lg_artini@yahoo.com

Struktur Kepemilikan Saham terhadap Kebijakan Utang Perusahaan di Bursa Efek Indonesia

Luh Gede Sri Artini & Ni Nyoman Ayu Diantini

tergantung pada kontrol perusahaan (Lee & Chen, 2011).

Huang & Song (2006) meneliti tentang faktor-faktor yang berpengaruh terhadap struktur keuangan perusahaan. Ditemukan bahwa kepemilikan manajerial merupakan faktor terpenting dari penentuan struktur modal perusahaan. Hasil penelitian ini menemukan hubungan yang berlawanan arah antara kepemilikan manajerial dengan kebijakan utang. Data diambil dari perusahaan-perusahaan China yang tercatat di bursa periode 1994-2003.

Margaritis (2010) meneliti hubungan antara struktur modal dengan struktur kepemilikan. Ditemukan bahwa konsentrasi kepemilikan berhubungan kuat secara positif dengan pendanaan utang yang mengkonfirmasi bahwa pemegang saham mayoritas memainkan peran aktif dalam memonitor aktivitas manajemen yang tidak sesuai dengan peningkatan nilai perusahaan.

Struktur modal memiliki tendensi yang sangat bervariasi dalam berbagai sektor industri yang berbeda. Penelitian ini menggunakan regresi berganda pada perusahaan di Mesir dengan 4 karakteristik struktur modal yaitu: *liquidity*, *size*, *structure of ownership*, dan *growth*. Hasil penelitian menunjukkan terdapat hubungan yang positif antara kepemilikan manajemen dengan *leverage* dan risiko yang tinggi tidak menurunkan *leverage* (Omran, 2009).

Penelitian yang dilakukan oleh La Bruslerie & Latrous (2012) dari perusahaan-perusahaan Perancis ditemukan hubungan yang berlawanan antara pemegang saham eksternal dengan utang berdasarkan sampel yang diambil pada tahun 1998-2009. Pemegang saham eksternal mengawasi sumber penambahan utang, peningkatan rasio utang, dengan penurunan kepemilikan untuk menghindari kemungkinan kegagalan.

Hasil penelitian Pindado *et al.* (2011) membuktikan bahwa pemegang saham besar selalu

menyukai pengawasan terhadap manajemen yang melakukan tindakan-tindakan oportunistis dengan mengambil sampel perusahaan-perusahaan Spanyol dan menemukan hubungan langsung antara pemegang saham eksternal besar dengan *leverage*.

Berdasarkan hasil penelitian yang berbeda ini maka tujuan penelitian ini adalah menganalisis pengaruh struktur kepemilikan saham oleh pihak internal (*insider ownership*), eksternal (*institutional investors*), dan penyebaran jumlah pemegang saham (*shareholders dispersion*) terhadap kebijakan utang perusahaan pada Bursa Efek Indonesia (BEI).

Teori Keagenan

Tujuan perusahaan adalah untuk memaksimalkan kesejahteraan pemegang saham melalui keputusan pendanaan (struktur modal), keputusan investasi, dan kebijakan dividen yang tercermin pada harga saham perusahaan di pasar modal. Struktur kepemilikan (*ownership structure*) digunakan untuk menunjukkan bahwa variabel-variabel yang penting di dalam struktur modal tidak hanya ditentukan oleh jumlah utang dan *equity*, tetapi juga persentase kepemilikan saham oleh *inside shareholders* (Jelinek & Stuerke, 2009).

Struktur modal memiliki tendensi yang sangat bervariasi dalam berbagai sektor industri yang berbeda. Penelitian ini menggunakan regresi berganda pada perusahaan di Mesir dengan 4 karakteristik struktur modal yaitu: *liquidity*, *size*, *structure of ownership*, dan *growth*. Hasil penelitian menunjukkan terdapat hubungan yang positif antara kepemilikan manajemen dengan *leverage* dan risiko yang tinggi tidak menurunkan *leverage* (Omran, 2009).

Menurut Jensen & Meckling (1976), masalah keagenan potensial terjadi bila proporsi kepemilikan manajer atas saham perusahaan kurang dari 100%, sehingga manajer cenderung bertindak untuk mengejar kepentingan dirinya sendiri dan

bukan untuk memaksimalkan nilai dalam pengambilan keputusan pendanaan. Hal ini dikarenakan adanya pemisahan antara fungsi pengelolaan (pengambil keputusan) dengan fungsi kepemilikan (penanggung risiko). Pengambil keputusan relatif tidak menanggung risiko atas kesalahan dalam pengambilan keputusan. Risiko tersebut sepenuhnya ditanggung oleh *principal* (pemilik). Akibatnya manajemen sebagai pengambil keputusan dalam perusahaan, tidak menanggung risiko atas kesalahannya cenderung untuk melakukan pengeluaran yang bersifat konsumtif dan tidak produktif untuk kepentingan mereka, seperti peningkatan gaji dan status.

Brigham & Daves (2009) menyatakan bahwa untuk meminimumkan *agency problem* diperlukan biaya yang disebut *agency cost*. *Agency cost* merupakan biaya yang timbul karena perusahaan menggunakan utang dan melibatkan hubungan antara *stockholders* dan *bondholders*. Biaya keagenan sebagai jumlah pengeluaran untuk pengawasan (*monitoring*) yang dikeluarkan oleh pemilik (*principal*), pengeluaran karena penggunaan utang oleh manajemen (*agent*) atau *insiders*, serta pengeluaran karena *residual loss* atau biaya yang timbul karena *principal* merasa kehilangan kenyamanan karena penyimpangan antara harapan dengan keputusan manajemen (*agent*). Oleh karena itu *insiders* sebagai pengambil keputusan dalam perusahaan perlu mempertimbangkan dampak atas keputusan tersebut, khususnya dalam rangka mengurangi *agency problem* yang dapat meminimumkan biaya keagenan.

Untuk mengatasi *agency problem* dan mengurangi biaya keagenan, terdapat beberapa cara sebagai berikut. Pertama, dengan meningkatkan *insiders ownership* maka *agency problem* dapat dikurangi karena manajer mempunyai kepemilikan saham dalam perusahaan (Jensen & Meckling, 1976). Adanya kepemilikan saham maka *insiders* akan merasakan langsung akibat dari keputusan yang di-

ambilnya sehingga tidak mungkin manajer bertindak oportunistik lagi. Jadi kepemilikan saham merupakan insentif bagi para manajer untuk meningkatkan kinerja perusahaan dan menggunakan utang secara optimal sehingga akan meminimumkan biaya keagenan.

Kedua, pendekatan pengawasan eksternal yang dilakukan melalui penggunaan utang. Pendekatan *debt financing* akan mempengaruhi peminjaman *equity capital*. Jensen (1986) menyatakan dengan adanya utang akan mengendalikan penggunaan *free cash flow* secara berlebihan oleh manajemen, sehingga terhindar dari investasi yang sia-sia. Utang tidak hanya menyamakan kepentingan manajer dan pemegang saham, tetapi juga meningkatkan kemungkinan risiko kebangkrutan dan kerugian pekerjaan (*jobless*). Risiko-risiko tersebut akan memaksa manajer untuk mengurangi pengeluaran yang tidak perlu sehingga dapat meningkatkan efisiensi perusahaan (Grossman & Hart, 1982). Di sisi lain timbul masalah jika utang yang tinggi tidak diikuti oleh penggunaan yang hati-hati, karena adanya kecenderungan perilaku oportunistik oleh *insiders*, sehingga biaya keagenan akan semakin tinggi dan pada akhirnya juga akan merugikan pemegang saham.

Ketiga, *institutional investors* sebagai *monitoring agents*. Moh'd *et al.* (1998) menyatakan bahwa bentuk distribusi saham diantara pemegang saham dari luar (*outside shareholders*) yaitu *institutional investors* dan *shareholders dispersion* dapat mengurangi *agency cost* karena kepemilikan merupakan sumber kekuasaan yang dapat digunakan untuk mendukung atau menentang keberadaan manajemen, maka konsentrasi atau penyebaran *power* menjadi hal yang relevan. Kepemilikan investor institusional seperti perusahaan asuransi, bank, perusahaan investasi, dan institusi lain akan mendorong pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja *insiders*.

Pada tingkat kepemilikan yang cukup signifikan, manajer tidak mungkin memiliki portofolio

Struktur Kepemilikan Saham terhadap Kebijakan Utang Perusahaan di Bursa Efek Indonesia

Luh Gede Sri Artini & Ni Nyoman Ayu Diantini

yang terdiversifikasi dengan baik, dan meningkatnya utang dapat menyebabkan biaya yang mahal dalam *human capital*. Dengan demikian, mereka akan mengurangi risiko perusahaan (Smith & Stulz, 1985 dalam Faisal, 2000). Apabila risiko dikurangi dengan penggunaan utang yang lebih rendah, maka terdapat hubungan yang negatif antara kepemilikan saham oleh *insiders* dengan utang perusahaan. Konsisten dengan hal tersebut, Friend & Lang (1988) dan Bathala *et al.* (1994) menyatakan bahwa kepemilikan saham manajerial yang tinggi akan meningkatkan risiko utang yang *non-diversifiable*, sehingga *insiders* akan semakin berhati-hati dalam menggunakan utang. Hal ini menyebabkan rasio utang 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 utang secara optimal, sehingga dapat meminimumkan biaya keagenan. Dengan kata lain, *insiders ownership* mempunyai pengaruh yang negatif dengan *debt ratio* perusahaan.

Kepemilikan institusional memiliki peran yang penting untuk penentuan struktur keuangan perusahaan. Investor institusi termasuk di dalamnya bank investasi, reksa dana, perusahaan asuransi, dan lainnya. Investor institusi memainkan peran penting dalam mengeliminasi risiko *unsystematic* perusahaan dalam kepemilikan portofolio saham (Wang, 2009).

Dengan demikian, semakin besar persentase 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 utang yang lebih rendah (Bathala *et al.*, 1994).

PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Terdapat hubungan antara *insider ownership* dengan *cost of capital*. Penelitian-penelitian terdahulu menyatakan bahwa hak dari pemegang saham memiliki hubungan positif dengan biaya ekuitas. Penelitian mengenai hubungan ini menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial memainkan peran yang sangat penting dalam menurunkan masalah keagenan dan menurunkan biaya ekuitas (Huang *et al.*, 2009).

La Bruslerie & Latrous (2012) meneliti bahwa ketika portofolio manajer tidak terdiversifikasi dengan baik ketika manajer memiliki persentase kepemilikan yang kecil, mereka cenderung untuk menerbitkan utang. Tetapi ketika persentase kepemilikan mereka bertambah, maka manajer akan menghindari penggunaan utang. Pada level kepemilikan saham oleh manajer yang tinggi, maka manajemen berperilaku menghindari risiko dan takut terhadap terjadinya *financial distress*. Struktur modal mempunyai hubungan negatif dengan *insiders ownership*. Manajer profesional dapat memberikan manfaat bagi masyarakat dengan mengaplikasikan keterampilannya dalam penentuan keputusan pendanaan.

Dalam prakteknya, adalah tidak mungkin bagi manajer untuk membuat keputusan hanya berdasarkan teori struktur modal. Pembuatan keputusan harus berdasarkan informasi yang tidak simetris sehingga mereka dapat memaksimalkan nilai perusahaan (Stretcher & Johnson 2011). Dalam konteks ini, dengan meningkatnya kepemilikan oleh *insiders*, akan menyebabkan semakin berhati-hati dalam menggunakan utang dan menghindari perilaku yang bersifat oportunistik karena mereka ikut menanggung konsekuensi dari tindakannya, sehingga mereka cenderung menggunakan utang yang rendah. Hal ini dapat mengurangi *agency conflict*. Dari kajian konsep dan empiris tersebut, maka ditarik hipotesis sebagai berikut:

H_{a1}: *insiders ownership* berpengaruh negatif terhadap kebijakan utang.

Shi (2010) meneliti mengenai struktur modal pada perusahaan-perusahaan yang tercatat di Bursa Efek China dengan hasil yang menunjukkan hubungan yang negatif pada kepemilikan yang terkonsentrasi dengan utang. Hasil studi Moh'd *et al.* (1998) menemukan bahwa jumlah *shareholders dispersion* mempunyai hubungan 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 utang (Easterbrook, 1984).

Céspedes *et al.* (2010) menguji pengaruh kepemilikan mayoritas eksternal terhadap kebijakan utang. Data diambil dari perusahaan-perusahaan Amerika Latin untuk periode 1996-2005. Hasil penelitian menunjukkan bahwa level utang memiliki proporsi yang berlawanan dengan persentase kepemilikan mayoritas eksternal. Dari kajian konsep dan empiris tersebut, maka ditarik hipotesis sebagai berikut:

H_{a2}: *number of shareholders* berpengaruh negatif terhadap kebijakan utang.

Moh'd *et al.* (1998) menemukan *institutional shareholding* mempunyai hubungan negatif 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 utang. Dari kajian konsep dan empiris tersebut, maka ditarik hipotesis sebagai berikut:

H_{a3}: *institutional investors* berpengaruh negatif terhadap kebijakan utang.

Beberapa variabel kontrol yang mempengaruhi kebijakan utang adalah *dividend payments*. *Dividend payments* mempunyai pengaruh yang signifikan dan berhubungan negatif dengan terhadap *debt ratio* (Jensen *et al.*, 1992 dan Moh'd *et al.*, 1998). Perusahaan akan mengurangi dividen karena sebagian besar keuntungannya digunakan untuk membayar bunga dan cicilan pinjaman. Rozeff (1982) menyatakan bahwa pembayaran dividen adalah suatu bagian dari *monitoring* perusahaan. Perusahaan cenderung membayar dividen lebih besar jika *insiders* memiliki proporsi saham yang lebih rendah. Rozeff (1982) dan Easterbrook (1984) menyatakan bahwa pembayaran dividen akan mengurangi sumber-sumber yang dikendalikan manajer sehingga mengurangi kekuasaan manajer (*manager's power*) dan membuat pembayaran dividen mirip dengan *monitoring capital market* yang terjadi jika perusahaan memperoleh modal baru. Jensen *et al.* (1992) menyatakan dividen muncul sebagai pengganti utang dalam struktur modal untuk mengawasi perilaku manajer. Perusahaan dengan *dividend payout ratio* yang tinggi lebih menyukai pendanaan dengan modal sendiri sehingga mengurangi biaya keagenan utang.

Variabel berikutnya adalah *growth opportunities*. Perusahaan dengan tingkat pertumbuhan tinggi cenderung membutuhkan dana eksternal yang besar. Biasanya biaya emisi saham akan lebih besar daripada penerbitan surat utang. Dengan demikian, perusahaan yang tingkat pertumbuhannya tinggi cenderung lebih banyak menggunakan utang sehingga ada hubungan yang positif antara *growth rate* dengan *debt ratio* (Brigham & Daves, 2009). Sedangkan Myers (1977), Mehran (1992), Homaifar *et al.* (1994), dan Moh'd *et al.* (1998) menemukan bahwa *growth rate* mempunyai pengaruh yang signifikan dan berhubungan negatif terhadap *debt ratio*.

Variabel ketiga adalah *firm size*. Banyak penelitian yang menyatakan bahwa kebijakan utang perusahaan dipengaruhi oleh ukuran perusahaan

Struktur Kepemilikan Saham terhadap Kebijakan Utang Perusahaan di Bursa Efek Indonesia

Luh Gede Sri Artini & Ni Nyoman Ayu Diantini

dan menyatakan ada hubungan positif antara ukuran perusahaan (*size*) dengan *debt ratio*. Semakin besar perusahaan, maka semakin banyak dana yang digunakan untuk menjalankan operasi perusahaan yang bersumber pada utang. Hasil studi Homaifar *et al.* (1994) dan Moh'd *et al.* (1998) menemukan bahwa *firm size* mempunyai hubungan positif dan berpengaruh signifikan terhadap *debt ratio*.

Variabel yang keempat adalah *asset structure*. Myers & Majluf (1984) menyatakan bahwa komposisi atau jaminan nilai aset akan berpengaruh positif terhadap kebijakan utang. Semakin tinggi nilai jaminan aset, maka perusahaan akan semakin mudah untuk mendapatkan pinjaman dari kreditur. Secara umum perusahaan yang memiliki jaminan terhadap utang akan lebih mudah mendapatkan utang daripada perusahaan yang tidak memiliki jaminan terhadap utang. Dengan demikian, perusahaan yang memiliki jumlah aktiva tetap yang mudah untuk dijual akan menggunakan utang yang lebih besar. Hasil studi Moh'd *et al.* (1998) menemukan bahwa *asset structure* mempunyai hubungan yang positif dan signifikan dengan kebijakan utang.

Variabel yang kelima adalah *firm profitability*. Profitabilitas menggambarkan *earning* untuk pendanaan investasi. Profitabilitas menunjukkan kemampuan dari modal yang diinvestasikan dalam keseluruhan aktiva untuk menghasilkan keuntungan bagi investor. Myers & Majluf (1984) menyarankan manajer untuk menggunakan *pecking order* untuk keputusan pendanaan. *Pecking order* merupakan urutan penggunaan dana untuk investasi yaitu laba ditahan sebagai pilihan pertama, kemudian diikuti oleh utang (*debt financing*) dan *equity*. Semakin besar laba, maka semakin besar laba ditahan yang digunakan untuk membiayai investasi dan utang akan berkurang penggunaannya. Dengan demikian terdapat hubungan negatif antara profitabilitas dengan *debt ratio*. Hasil studi Myers & Majluf (1984), Jensen *et al.* (1992), dan Moh'd *et al.* (1998) juga menemukan adanya

hubungan yang negatif antara profitabilitas perusahaan dengan kebijakan utang.

Variabel yang terakhir adalah *tax rate*. Perusahaan dengan tingkat pajak utang yang tinggi diharapkan menggunakan utang dengan jumlah yang lebih besar untuk memperoleh keuntungan penghematan pajak (Haugen & Sanbet, 1986) seperti dikutip Masdupi (2002). Hasil studi Moh'd *et al.* (1998) juga menemukan adanya hubungan yang positif antara *tax rate* dengan *debt ratio*.

METODE

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan yang menerbitkan sahamnya dan terdaftar di index LQ 45 selama tahun 2009-2012. Metode yang digunakan dalam pemilihan sampel adalah *purposive sampling*, yaitu metode pemilihan sampel dengan beberapa kriteria tertentu. Kriteria yang dimaksudkan adalah sebagai berikut: (1) tidak termasuk perusahaan keuangan/perbankan dan asuransi; (2) perusahaan yang menerbitkan dan mencatatkan sahamnya selama periode 2009-2012 (*continuous listing*); dan (3) perusahaan memenuhi kelengkapan data penelitian yang meliputi data struktur kepemilikan saham oleh direktur dan komisaris (*insiders ownership*), kepemilikan saham oleh institusi (*institutional investors*), dan laporan keuangan perusahaan khususnya data *total asset, liabilities, sales, operating profit, dividend payout ratio, earning before tax, dan earning after tax*.

Emiten yang berturut-turut termasuk ke dalam index LQ 45 dari tahun 2009-2012 ada sebanyak 26 perusahaan, termasuk di dalamnya adalah 5 perusahaan perbankan sehingga menjadi 21 emiten. Dari 21 perusahaan, ada 6 perusahaan yang tidak dapat dipergunakan karena alasan seperti yang dijelaskan pada Tabel 1.

Maka sampel dalam penelitian ini menjadi 15 emiten. Berikut adalah daftar sampel penelitian:

Tabel 1. Perusahaan yang Tidak Termasuk dalam Sampel

No	Kode	Nama Perusahaan	Alasan
1	AALI	Astra Agro Lestari	Tidak ada informasi <i>insider ownership</i>
2	ANTM	Aneka Tambang	Tidak ada informasi <i>insider ownership</i>
3	INCO	International Nikel Indonesia	Tidak ada informasi <i>insider ownership</i>
4	INTP	Indocement Tunggul Perkasa	Tidak ada laporan keuangan
5	LPKR	Lippo Karawaci	Tidak ada laporan keuangan
6	PTBA	Tambang Batubara Bukit Asam	Tidak ada laporan keuangan

Sumber: idx.co.id

Tabel 2. Daftar Sampel

No	Kode	Nama Emiten
1	ADRO	Adaro Energy Tbk
2	ASII	Astra Internasional Tbk
3	INDF	Indofood Sukses Makmur Tbk
4	INDY	Indika Energy Tbk
5	ITMG	Indo Tambangraya Megah Tbk
6	JSMR	Jasa Marga Tbk
7	KLBF	Kalbe Farma Tbk
8	LSIP	PP London Sumatra Indonesia Tbk
9	PGAS	Perusahaan Gas Negara (Persero) Tbk
10	SMGR	Semen Indonesia (Persero) Tbk
11	NIKL	Pelat Timah Nusantara Tbk
12	TKLM	Telekomunikasi Indonesia (Persero) Tbk
13	UNSP	Bakrie Sumatera Plantation Tbk
14	UNTR	United Tractors Tbk
15	UNVR	Unilever Indonesia Tbk

Sumber: www.idx.co.id

Berdasarkan sifatnya yang kausal, terdapat 2 golongan variabel dalam penelitian ini, yaitu variabel bebas (*independent variable*) dan variabel tak bebas (*dependent variable*). Variabel bebas adalah struktur kepemilikan (*ownership structure*), sedang variabel tak bebas adalah kebijakan utang. Variabel-variabel *dividend payments*, *growth opportunities*, *firm size*, *asset structure*, *firm profitability*, dan *tax rate* merupakan variabel kontrol. *Debt ratio* merupakan rasio utang perusahaan yang dihitung dari *total debt* dibagi *total asset* pada tahun t. Data untuk variabel ini diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory* dari tahun 2009-2012 pada bagian *summary of financial statement*.

Struktur kepemilikan (*ownership structure*) saham dikelompokkan dalam 2 bagian yaitu proporsi saham yang dimiliki oleh para manajer (*insiders ownership*) dan proporsi saham yang dimiliki oleh

outside stockholder (*shareholders dispersion* dan *institutional investors*). Data untuk variabel ini bersumber dari *Indonesian Capital Market Directory* dari tahun 2009-2012. *Insiders ownership* diberi simbol INSDR. Bathala *et al.* (1994) mendefinisikan sebagai persentase saham yang dimiliki oleh manajer dan direktur. Sedangkan proksi *insiders ownership* adalah persentase 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 utang sehingga utang akan semakin lebih kecil. *Institutional investors* diberi simbol INST merupakan persentase saham yang dimiliki oleh *institutional ownership*. Bathala *et al.* (1994) mendefinisikan sebagai persentase saham yang dimiliki oleh institusi pada akhir tahun.

Menurut Jensen *et al.* (1992) dan Moh'd *et al.* (1998) pembayaran dividen didefinisikan sebagai *dividend payout ratio*. Data untuk variabel ini diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory* tahun 2009-2012 pada bagian *summary of financial statement*.

Growth opportunities diberi simbol GROWTH. Variabel ini didefinisikan dengan natural logaritma dari rasio *total asset* dengan *total asset* tahun sebelumnya. Data untuk variabel ini diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory* tahun 2009-2012 pada bagian *summary of financial statement*.

Struktur Kepemilikan Saham terhadap Kebijakan Utang Perusahaan di Bursa Efek Indonesia

Luh Gede Sri Artini & Ni Nyoman Ayu Diantini

Variabel *firm size* (SIZE) ini diukur dengan natural logaritma dari *sales* (Titman & Wessel, 1988 dan Moh'd *et al.* 1998). Data untuk variabel ini diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory* tahun 2009-2012 pada bagian *summary of financial statement*.

Asset structure didefinisikan sebagai rasio *fixed asset* terhadap *total asset* (Jensen *et al.*, 1992 dan Moh'd *et al.*, 1998). Data untuk variabel ini diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory* tahun 2009-2012 pada bagian *summary of financial statement*.

Firm profitability (PROF), didefinisikan sebagai rasio *operating profit* dengan *total asset* (Titman & Wessel, 1988 dan Moh'd *et al.*, 1998). Data untuk variabel ini diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory* tahun 2009-2012 pada bagian *summary of financial statement*.

Menurut Homaifar *et al.* (1994) dan Moh'd *et al.* (1998), *tax rate* didefinisikan sebagai rasio pajak yang dibayarkan terhadap laba sebelum pajak (*ratio of taxes paid pre-tax income*). Data untuk variabel ini diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory* tahun 2009-2012 pada bagian *summary of financial statement*.

Perumusan model penelitian ini menggunakan *pooled regression model*. Dengan menggunakan *ordinary least square* (OLS) akan dilakukan penaksiran persamaan regresi untuk mendapatkan nilai taksiran parameter sampel (regresi).

HASIL

Guna menghasilkan model regresi yang tidak bias, maka dilakukan uji normalitas. Berikut adalah uji asumsi klasik yang dipergunakan.

Uji Normalitas

Uji normalitas data dilakukan dengan menggunakan Kolmogorov-Smirnov dengan *level of significant* sebesar 5%. Jika *asympt. sig. (2-tailed)* >

tingkat signifikan ($\alpha = 5\%$), maka data dikatakan berdistribusi normal.

Tabel 3. Uji Normalitas

Kolmogorov Smirnov Test	
N	15
Kolmogorov-Smirnov Z	0,802
Asym. Sig. (2-tailed)	0,542

Nilai Kolmogorov-Smirnov pada Tabel 3 menunjukkan bahwa data tersebar secara normal atau berdistribusi normal.

Uji Multikolinearitas

Hasil uji multikolinearitas dapat dilihat pada Tabel 4.

Tabel 4. Uji Multikolinearitas

Variabel Independen	Collinearity Statistic	
	Tolerance (TOL)	VIF
Intitucional investor	0,116	8,649
Insider ownership	0,315	3,177
Assets Structure	0,342	2,923
Profitability	0,329	3,044
Dividend Payout Ratio	0,712	1,405
Tax rate	0,418	2,392
Shareholders dispersion	0,225	4,440

Berdasarkan nilai TOL untuk semua variabel independen dalam penelitian lebih besar dari 0,10, maka tidak terdapat multikolinearitas dalam model penelitian ini.

Uji Autokorelasi

Uji autokorelasi dilakukan dengan menggunakan Durbin-Watson *statistics test*, yaitu membandingkan antara nilai Durbin-Watson statistik hitung dengan Durbin-Watson statistik tabel. Sebagai *rule of thumb*, Gujarati (1995) menyatakan jika $dU < d < 4 - dU$, maka tidak terdapat autokorelasi baik positif maupun negatif di dalam model persamaan yang digunakan. Nilai Durbin-Watson

adalah 2,795 dan berdasarkan tabel DW dengan $n = 15$ dan parameter $k' = 7$, maka diperoleh nilai $dU = 2,21$ dan $dL = 0,56$, maka diperoleh nilai $2,21 < 2,795 < 1,79$, terjadi autokorelasi. Maka, dengan adanya autokorelasi maka data yang digunakan dalam penelitian ini hanya 1 tahun saja, yaitu tahun 2012 saja.

Uji Heterokedastisitas

Uji Glejser menghasilkan nilai seperti pada Tabel 5.

Tabel 5. Uji Heteroskedastisitas

Variabel	Signifikansi (p-value)
Constant	0,520
Intitusal investor	0,072
Insider ownership	0,074
Assets Structure	0,719
Profitability	0,192
Dividend Payout Ratio	0,212
Tax rate	0,384
Shareholders dispersion	0,063

Indikasi heterokedastisitas diperoleh jika variabel memiliki pengaruh yang signifikan dengan angka probabilitas $< 0,05$. Pada Tabel 5 tidak ditemukan adanya gejala heterokedastisitas, dengan kata lain semua varian dari observasi ke observasi lainnya dari semua variabel bebas adalah homogen.

Hasil Analisis Regresi

Hasil regresi *pooled-regression model* dengan menggunakan SPSS, maka diperoleh hasil seperti pada Tabel 6.

Variabel struktur kepemilikan terdiri atas *insider ownership*, *shareholders dispersion*, dan *institutional investors*. Berikut adalah pembahasan masing-masing variabel untuk mengetahui bagaimana pengaruhnya terhadap kebijakan utang atau keputusan pendanaan perusahaan.

PEMBAHASAN

Insider Ownership Berpengaruh Negatif terhadap Kebijakan Utang.

Berdasarkan perhitungan Tabel 4, maka diperoleh signifikansi sebesar 0,018 yang lebih kecil dari 0,05. Maka H_a diterima dan H_0 ditolak, yang berarti variabel *insider ownership* memiliki pengaruh yang signifikan terhadap keputusan pendanaan dengan utang dalam perusahaan. Berdasarkan statistik deskriptif *mean insider ownership* adalah sebesar 1,3% dan *institutional ownership* 59% yang persentasenya jauh lebih tinggi dibandingkan dengan persentase *insider ownership*.

Hasil penelitian ini menunjukkan arah hubungan yang positif antara *insider ownership* dengan *debt ratio* yang tidak sesuai dengan teori dan hasil penelitian Jensen *et al.* (1992), Bathala *et al.* (1994),

Tabel 6. Hasil Regresi

Variabel	Koefisien	t-stat	Sig	F stat	R ²
Constant	45,767	4,438	0,003	4,748	0,826
Intitusal investor	-1,175	-2,609	0,035		
Insider ownership	2,681	3,081	0,018		
Assets Structure	0,328	1,623	0,149		
Profitability	-0,008	-0,026	0,980		
Dividend Payout Ratio	0,640	4,860	0,002		
Tax rate	0,395	2,085	0,076		
Shareholders dispersion	0,806	2,115	0,072		

Variabel dependen: *debt ratio*

Struktur Kepemilikan Saham terhadap Kebijakan Utang Perusahaan di Bursa Efek Indonesia

Luh Gede Sri Artini & Ni Nyoman Ayu Diantini

Moh'd *et al.* (1998), dan Huang & Wang (2009). Tetapi hasil penelitian ini sejalan dengan Agrawal & Madelker (1987), Mehran (1992), dan La Bruslerie & Latrous (2012). Arah hubungan yang positif ini mengindikasikan bahwa *insider ownership* dalam penelitian ini adalah direksi dan komisaris yang memiliki saham perusahaan adalah bukan penghindar risiko atau bersifat oportunistik. Sifat oportunistik ini akan berpeluang dalam meningkatkan biaya keagenan bagi perusahaan. Jensen (1986) menyatakan bahwa dengan adanya peningkatan utang akan dapat mengendalikan penggunaan *free cash flow* secara berlebihan oleh manajemen.

Shareholder Dispersion Berhubungan Negatif dengan Kebijakan Utang

Variabel *shareholder dispersion* memiliki signifikansi sebesar 0,072 yang nilainya lebih besar dari tingkat signifikansi 5%, maka H_a ditolak dan H_0 diterima. Hal ini berarti bahwa *shareholder dispersion* tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *debt ratio*. *Shareholder dispersion* yang tidak signifikan disebabkan oleh jumlah pemegang saham di BEI terkonsentrasi pada beberapa kelompok mayoritas yaitu kepemilikan oleh institusi dengan 59,3% dan *shareholder dispersion* untuk *insider ownership* hanya 1,3% dan sisanya terkonsentrasi pada publik yang merupakan kumpulan dari individual investor yang masing-masing memiliki kepemilikan yang rendah. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa penyebaran pemegang saham pada perusahaan selain keuangan dan asuransi di BEI tidak cukup signifikan untuk mempengaruhi *debt ratio*.

Institutional investors Berpengaruh Negatif terhadap Kebijakan Utang Perusahaan

Variabel *institutional investors* memiliki tingkat signifikansi sebesar 0,035 yang lebih kecil dari tingkat signifikansi 0,05, maka H_a diterima dan H_0

ditolak. Hal ini berarti bahwa *institutional investors* berpengaruh signifikan atau nyata dalam keputusan penggunaan utang. Hasil koefisien regresi yang bertanda negatif menunjukkan hubungan yang berlawanan arah antara *institutional investors* dengan rasio utang. Atau dengan kata lain, *institutional investors* berpengaruh negatif signifikan terhadap *debt ratio*. Hasil penelitian ini konsisten dengan Moh'd *et al.* (1998) dan Wang (2009). Kehadiran *institutional investors* dapat digunakan sebagai alat *monitoring* dalam rangka meminimumkan biaya keagenan yang ditimbulkan oleh utang. Dengan demikian, semakin besar persentase saham yang dimiliki oleh *institutional investors*, akan menyebabkan *monitoring* menjadi semakin efektif karena dapat mengendalikan perilaku oportunistik yang dilakukan manajer.

Variabel Kontrol

Dividen Payments

Variabel *dividen payout ratio* memiliki tingkat signifikansi 0,002 yang nilainya lebih kecil dari tingkat signifikansi 5%, maka hal tersebut menyatakan bahwa H_a diterima dan H_0 ditolak. Maka *dividen payment* mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *debt ratio*. Hubungan *dividen payment* dengan *debt ratio* dalam penelitian ini adalah positif, hasil ini konsisten dengan Rozeff (1982) yang menyatakan bahwa pembayaran dividen adalah suatu bagian dari *monitoring* perusahaan. Dalam kondisi demikian, perusahaan cenderung untuk membayar dividen lebih besar jika *insiders* memiliki proporsi saham yang lebih rendah.

Assets Structure

Hasil perhitungan menunjukkan bahwa variabel *asset structure* memiliki tingkat signifikansi sebesar 0,149 yang lebih besar dari tingkat signifikansi 5%, maka hal tersebut menunjukkan bahwa H_0 diterima dan H_a ditolak. Struktur aset

perusahaan tidak berpengaruh signifikan terhadap *debt ratio*. Hasil penelitian ini memiliki arah yang sejalan dengan Moh'd *et al.* (1998) yang menemukan bahwa hubungan yang positif dan signifikan terhadap kebijakan utang perusahaan. Semakin tinggi nilai jaminan aset, maka perusahaan akan semakin mudah untuk mendapatkan pinjaman dari kreditur sehingga perusahaan tersebut akan menggunakan utang yang lebih besar.

Profitability

Hasil penelitian menunjukkan bahwa variabel profitabilitas memiliki tingkat signifikansi 0,980 yang nilainya lebih besar dari 5%, maka hal tersebut menunjukkan bahwa *profitability* tidak berpengaruh signifikan terhadap keputusan penggunaan utang oleh perusahaan. Semakin besar laba, maka akan semakin besar laba ditahan perusahaan yang digunakan untuk membiayai investasi dan utang akan berkurang penggunaannya. Sejalan dengan hasil penelitian ini, yaitu adanya hubungan negatif tidak signifikan antara profitabilitas dengan keputusan struktur pendanaan perusahaan dengan utang.

Tingkat Pajak

Hasil penelitian ini menemukan bahwa variabel *tax* memiliki tingkat signifikansi 0,076 yang nilainya lebih besar dari tingkat signifikansi 5%, berarti H_0 diterima dan H_a ditolak. Hal tersebut menunjukkan bahwa variabel tingkat pajak tidak berpengaruh signifikan terhadap keputusan pendanaan perusahaan dalam menggunakan utang, tetapi memiliki arah yang sejalan dengan teori. Perusahaan dengan tingkat pajak yang tinggi diharapkan menggunakan utang dengan jumlah yang lebih besar untuk memperoleh keuntungan penghematan pajak (Masdupi, 2002). Hal tersebut berarti perusahaan-perusahaan tersebut telah menggunakan penghematan pajak dari penggunaan utang namun tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap keputusan pendanaan perusahaan.

KESIMPULAN DAN SARAN

Kesimpulan

Penelitian ini bertujuan menganalisis pengaruh struktur kepemilikan saham oleh pihak internal (*insider ownership*), eksternal (*institutional investors*), dan penyebaran jumlah pemegang saham (*shareholders dispersion*) terhadap kebijakan utang perusahaan pada Bursa Efek Indonesia (BEI).

Pengujian menunjukkan bahwa tidak semua variabel struktur kepemilikan mempunyai pengaruh signifikan terhadap *debt ratio*. Variabel yang mempunyai pengaruh signifikan dan sesuai teori adalah *institutional investors*. Variabel *insider ownership* memiliki pengaruh signifikan terhadap *debt ratio*, tetapi memiliki hubungan yang terbalik dengan teori. Hal tersebut menunjukkan kepemilikan oleh *insider* tidak mampu mengurangi biaya keagenan dalam utang pada perusahaan di BEI diluar perusahaan keuangan/perbankan dan asuransi.

Sedangkan *shareholder dispersion* memiliki pengaruh yang tidak signifikan terhadap *debt ratio*. Hal ini menunjukkan bahwa kehadiran *institutional investors* dapat mengurangi peranan utang dalam melakukan *monitoring* terhadap perilaku manajer sehingga mengurangi total biaya keagenan. Dari variabel *insider ownership*, apabila kepemilikan manajerial dalam perusahaan meningkat, maka dengan meningkatnya utang akan menjadi semakin menarik karena akan meningkatkan nilai saham perusahaan yang tecermin dari harga saham.

Pengujian terhadap variabel kontrol menunjukkan bahwa dari 4 variabel kontrol, hanya 1 yang berpengaruh signifikan terhadap *debt ratio*, yaitu variabel *divident payment*. Pembayaran dividen yang tinggi akan menyebabkan meningkatnya kebutuhan dana eksternal perusahaan untuk pembiayaan investasi. Sedangkan variabel struktur aset, profitabilitas, dan tingkat pajak tidak mempunyai pengaruh signifikan terhadap *debt ratio* tetapi memiliki arah yang sejalan dengan teori, yaitu struktur

Struktur Kepemilikan Saham terhadap Kebijakan Utang Perusahaan di Bursa Efek Indonesia

Luh Gede Sri Artini & Ni Nyoman Ayu Diantini

aset yang berhubungan positif, profitabilitas yang berkorelasi negatif, dan tingkat pajak yang berhubungan positif dengan tingkat utang perusahaan.

Saran

Untuk penelitian selanjutnya, perlu mempertimbangkan *institutional investor*, *insider ownership*, dan *dividend payment* dalam pengambilan keputusan perusahaan karena variabel tersebut yang berpengaruh signifikan terhadap keputusan penggunaan utang oleh perusahaan.

DAFTAR PUSTAKA

- Agrawal, A. & Mandelker, G. 1987. Managerial Incentives and Corporate Investment and Financing Decision. *Journal of Finance*, 42(4): 823-837.
- Arshad, H. & Butt, S.A. 2009. Impact of Ownership Structure and Corporate Governance on Capital Structure of Pakistani Listed Companies. *International Journal of Business and Management*, 4(2): 50-57.
- Bathala, C.T., Moon, K.P., & Rao, R.P. 1994. Managerial Ownership, Debt Policy, and the Impact of Institution Holdings: An Agency Perspective. *Financial Management*, 23(3): 38-50.
- Brigham, E.F. & Daves, P.R. 2009. *Intermediate Financial Management*. 10th Edition. South Western Cengage Learning.
- Céspedes, J., González, M., & Molina, C. A. (2010). Ownership and capital structure in Latin America. *Journal of Business Research*, 63(3): 248-254.
- Easterbrook, F. 1984. Two Agency-Cost Explanations of Dividends. *American Economic Review*, 74(4): 650-659.
- Faisal. 2000. Pengaruh Struktur Kepemilikan terhadap Kebijakan Utang Perusahaan pada Industri Manufaktur di Bursa Efek Jakarta. *Tesis*. Program Pasca Sarjana Magister Sains Fakultas Ekonomi Universitas Gadjah Mada Yogyakarta.
- Friend, I. & Lang, L.H.P. 1988. An Empirical Test of the Impact of Managerial Self-Interest on Corporate Capital Structure. *Journal of Finance*, 43(2): 271-281.
- Grossman, S. & Hart, O. 1982. *Corporate Financial Structure and Managerial Incentives in the Economics of Information and Uncertainty*. J. McCall Edition. Chicago: University of Chicago Press.
- Gujarati, D.N. 1995. *Basic Econometrics*. Third Edition. New York: McGraw-Hill, Inc.
- Homaifar, G., Zietz, J., & Benkato, O. 1994. An Empirical Model of Capital Structure: Some New Evidence. *Journal of Business Finance and Accounting*, 21(1): 1-14.
- Huang, S. & Song, F. 2006. The Determinants of Capital Structure: Evidence from China. *China Economic Review*, 17(1): 14-36.
- Huang, H., Wang, Q., & Zhang, X. 2009. The Effect of CEO Ownership and Shareholder Rights on Cost of Equity Capital. *Corporate Governance*, 9(3): 255-270.
- Jelinek, K. & Stuerke, P.S. 2009. The Nonlinear Relation between Agency Costs and Managerial Equity Ownership: Evidence of Decreasing Benefits of Increasing Ownership. *International Journal of Managerial Finance*, 5(2): 156-178.
- Jensen, M.C. & Meckling, W.H. 1976. Theory of the Firm, Managerial Behavior, Agency Cost, and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4): 305-360.
- Jensen, M.C. 1986. Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *American Economic Review*, 76(2): 323-329.
- Jensen, G.R., Solberg, D.P., & Zorn, T.S. 1992. Simultaneous Determinant of Insider Ownership, Debt, and Dividend Policies. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 27(2): 247-263.
- La Bruslerie, H. & Latrous, I. 2012. Ownership structure and debt leverage: Empirical test of a trade-off hypothesis on French firms. *Journal of Multinational Financial Management*, 22(4): 111-130. Elsevier. DOI <http://dx.doi.org/10.1016/j.mulfin.2012.06.001>.
- Lee, S.P. & Chen, H.J. 2011. Corporate Governance and Firm Value as Determinants of CEO Compensation in Taiwan: 2SLS for Panel Data Model. *Management Research Review*, 34(3): 252-265.
- Margaritis, D. & Psillaki, M. 2010. Capital Structure, Equity Ownership and Firm Performance. *Journal of Banking and Finance*, 34(3): 621-632.

- Masdupi, E. 2002. Analisis Dampak Struktur Kepemilikan pada Kebijakan Utang dalam Mengontrol Konflik Keagenan. *Journal of Indonesian Economy and Business*, 20(1): 1-23.
- Mehran, H. 1992. Executive Incentive Plans, Corporate Control, and Capital Structure. *Journal of Financial Quantitative Analysis*, 27(4): 539-560.
- Moh'd, M.A., Perry, L.G., & Rimbey, J.N. 1998. The Impact of Ownership Structure on Corporate Debt Policy: A Time Series Cross-Sectional Analysis. *Financial Review*, 33(3): 85-99.
- Myers, S.C. 1977. Determinant of Corporate Borrowing. *Journal of Financial Economics*, 5(7): 147-176.
- Myers, S.C. & Majluf, N.S. 1984. Corporate Financing and Investment Decision when Firms Have Information Investors Do Not Have. *Journal of Financial Economics*, 13(2): 187-221.
- Omran, M. 2009. Post - Privatization Corporate Governance and Firm Performance: The Role of Private Ownership Concentration, Identity and Board Composition. *Journal of Comparative Economics*, 37(4): 658–673.
- Pindado, J., Requejo, I., & de la Torre, C. 2011. Family Control and Investment Cash-flow Sensitivity: Empirical Evidence from the Euro Zone. *Journal of Corporate Finance*, 17(2): 1389–1409.
- Stretcher, R. & Johnson, S. 2011. Capital Structure: Professional Management Guidance. *Managerial Finance*, 37(8): 788-804. DOI: <http://dx.doi.org/10.1108/03074351111146229>
- Rozeff, M.S. 1982. Growth, Beta, and Agency Cost as Determinants of Dividends Payout Ratio. *Journal of Research*, 5(3): 249-259.
- Titman, S. & Wessels, R. 1998. The Determinants of Capital Structure Choice. *Journal of Finance*, 43(1): 1-19.
- Shi, Y. 2010. *Corporate Financing Policy under Large Shareholder's Control: Evidence from Chinese Listed Companies*. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1547663> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1547663>.
- Su, Z., Li, Y., & Li, L. 2010. Ownership Concentration and Executive Compensation in Emerging Economies: Evidence from China. *Corporate Governance*, 10(3): 223–33.
- Titman, S. & R. Wessel. 1998. The Determinants of Capital Structure Choice. *Journal of Finance* 43(1), 1-19.
- Wang, C. 2009. Corporate Governance Transfer and Synergistic Gains from Mergers and Acquisitions. *Review of Financial Study*, 22(2): 829-858. doi: 10.1093/rfs/hhn018.