

STRUKTUR KEPEMILIKAN SAHAM DAN KONDISI KEUANGAN PERUSAHAAN  
PENGARUHNYA TERHADAP KEBIJAKAN HUTANG  
(Studi Pada Perusahaan Manufaktur di Pasar Modal Indonesia)

HADI SUSANTO\*

---

**Abstract**

*This study was based on agency theory and the theory of capital structure. The development of agency theory that describes the ownership structure can affect firm performance by adjusting the way the agency conflict between management and shareholders in capital structure theory describes that the debt could obtain tax savings, but on the other hand it may cause financial distress costs. This study aims to determine the effect of stock ownership structure and financial condition of debt policy. Shareholding structure consists of managerial ownership and institutional ownership. The financial condition of the company consists of the company's growth, the value of the pledged assets, and liabilities other than tax savings.*

*The population of this research are manufacturing companies go public to be listed on the Indonesia Stock Exchange (BEI). The sample was based on purposive sampling method based on certain criteria, there are 73 companies that qualify as research samples. Data were collected from 73 companies, from 2005 until 2007, so we get the unit of analysis pooling data with 219 observations. Based on the results of regression analysis, the first managerial ownership has a negative but not significant effect on debt policy. Both institutional ownership has a negative and significant impact on debt policy. All three firms have positive growth and no significant effect on debt policy. The fourth company was pledged assets has positive and significant impact on debt policy. Fifth tax savings than debt significantly and negatively related to debt policy.*

*Keywords: managerial ownership, institutional ownership, the condition of the company, and debt policy*

**PENDAHULUAN**

Perusahaan yang telah berkembang dengan berbagai jenis sumber modal dan sahamnya dimiliki oleh masyarakat, maka dalam pengelolaannya terdapat berbagai pihak yang berkepentingan terhadap perusahaan tersebut. Namun demikian kepentingan pemegang saham sebagai pemilik perusahaan adalah yang paling utama, seperti keinginan untuk

mendapatkan dividen secara berkesinambungan dalam jumlah yang memuaskan merupakan hasil yang diharapkan oleh investor. Selain itu harga saham perusahaan yang mengalami peningkatan akan memberikan keuntungan berupa *capital gain* bagi investor.

Di samping itu, penggunaan hutang yang semakin besar dalam struktur modal perusahaan akan menyebabkan biaya bunga semakin

---

\* Dosen Program Studi Ilmu Administrasi Negara Universitas Wijaya Putra

besar, sehingga keuntungan per lembar saham yang menjadi hak pemegang saham juga semakin besar, karena adanya penghematan pembayaran pajak penghasilan badan. Hal ini sesuai dengan teori Modigliani & Miller [1963] yang menyatakan bahwa penggunaan hutang akan meningkatkan nilai perusahaan, karena besarnya beban bunga yang disebabkan banyaknya hutang akan menyebabkan berkurangnya beban pajak penghasilan yang harus dibayar, sehingga memperbesar pendapatan per lembar saham.

Akan tetapi tingkah laku manusia dalam mengantisipasi risiko adalah berbeda, ada yang mengabaikan risiko dalam keputusannya, sehingga hanya memandang bahwa penggunaan hutang yang semakin besar akan meningkatkan penghematan pajak penghasilan. Hal ini yang telah mendorong adanya penggunaan hutang yang semakin besar dalam struktur permodalan perusahaan.

Semakin besar penggunaan hutang dalam struktur modal perusahaan akan memperbesar pembayaran angsuran dan bunga yang menjadi kewajiban perusahaan, dan akan meningkatkan risiko ketidakmampuan *cash flow* perusahaan untuk memenuhi kewajiban tersebut. Berdasarkan teori struktur modal *tax saving financial distress model trade - off theory*, disebut MM yang dimodifikasi menyatakan; hutang dapat memperoleh penghematan pajak namun di lain pihak dapat menimbulkan biaya kesulitan

keuangan (*financial distress*). Artinya, perusahaan mempunyai hutang dalam jumlah tertentu baik, berhutang terlalu banyak tidak baik, dan ada jumlah hutang yang optimal untuk setiap perusahaan. Meskipun teori ini amat menarik namun bukti empiris kurang mendukung, karena banyak faktor lain mempengaruhi keputusan pendanaan perusahaan.

Dalam situasi ekonomi stabil dan dengan pasar persaingan sempurna (*perfect competition*), penggunaan hutang yang semakin besar akan meningkatkan nilai perusahaan dikarenakan besarnya penghematan pembayaran pajak dari biaya bunga. Hal ini sesuai dengan teori struktur modal yang disampaikan oleh Modigliani & Miller [1963].

Perkembangan teori agensi menguraikan bahwa struktur kepemilikan perusahaan dapat mempengaruhi kinerja perusahaan dengan jalan menyesuaikan konflik agensi antara manajemen dan pemegang saham [Putterman,1993]. Dominasi kelompok kepemilikan dapat mempengaruhi kebijakan manajerial yang selanjutnya memiliki implikasi terhadap perilaku manajerial dan kinerja perusahaan.

Penelitian tentang pengaruh struktur kepemilikan saham terhadap kebijakan pendanaan dari hutang dalam struktur modal perusahaan telah dilakukan oleh beberapa penelitian. Hasbrouk [1988] dan Jensen *et al.* [1992] menemukan pengaruh negatif antara kepemilikan manajerial dengan *debt ratio* perusahaan. Temuan Moh'd *et al.* [1998] menyatakan bahwa

kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap *debt ratio* perusahaan. Berbeda dengan hasil penelitian Kim & Sorensen [1986], Agrawal & Mendelker [1987], dan Mehran [1992] menemukan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap *debt ratio* perusahaan.

Penyebab lain konflik antara manajer dengan pemegang saham adalah keputusan pendanaan dari hutang dalam struktur modal perusahaan. Para pemegang saham hanya peduli pada risiko sistematik dari saham perusahaan, karena mereka melakukan investasi pada portofolio yang terdiversifikasi dengan baik. Namun manajer sebaliknya lebih peduli pada risiko perusahaan secara keseluruhan.

Penelitian Smith [1996] menunjukkan bahwa aktivitas monitoring institusi mampu mengubah dan mempengaruhi manajemen perusahaan untuk meningkatkan kemakmuran pemegang saham. Hasil ini juga didukung oleh penelitian dari Cnatchley *et al.* [1999]. Temuan penelitiannya menyebutkan bahwa monitoring yang dilakukan oleh institusi mampu mensubstitusi biaya keagenan utang, sehingga biaya keagenan menurun dan nilai perusahaan meningkat. Kepemilikan institusional tidak selalu meningkatkan nilai perusahaan, kepemilikan institusi dapat menurunkan nilai perusahaan pada saat kepentingan institusi sejalan dengan kepentingan manajer [Slovin & Sushka 1993]. Dalam hal ini institusi dan manajer memiliki kepentingan yang sama sehingga mereka berkolusi

dan mengakibatkan turunnya nilai perusahaan.

Peran struktur kepemilikan saham yang demikian penting dalam menentukan penggunaan sumber dana merupakan faktor yang harus dipertimbangkan selain faktor keuangan intern perusahaan dan faktor ekonomi makro (ekstern), sehingga kebijakan perusahaan untuk mengelola struktur modal yang dapat meningkatkan nilai perusahaan yang tercermin pada harga saham tidak terlepas dari persepsi investor saham perusahaan. Teori struktur modal, *pecking order theory* mempertimbangkan persepsi investor dalam menentukan sumber dana yang digunakan perusahaan. Untuk menghindari persepsi negatif dari investor, teori tersebut menguraikan bahwa urutan sumber dana yang sebaiknya digunakan adalah laba ditahan, hutang, dan terakhir adalah penerbitan saham [Myers, 1984]

Berdasarkan fenomena di atas, menimbulkan berbagai permasalahan sehubungan dengan kebijakan hutang dalam struktur permodalan perusahaan. Adapun rumusan masalah dalam penelitian ini adalah: (a). Apakah struktur kepemilikan saham (*manajerial ownership dan institutional ownership*) berpengaruh terhadap kebijakan hutang? Apakah pertumbuhan perusahaan berpengaruh terhadap kebijakan hutang? (b). Apakah nilai aktiva yang digunakan berpengaruh terhadap kebijakan hutang? (c). Apakah *Non-debt tax Shield* (NDT) berpengaruh terhadap kebijakan hutang?

## KERANGKA KONSEPTUAL

### Pengaruh Struktur Kepemilikan Saham (*Manajerial Ownership dan Institutional Ownership*) terhadap Kebijakan Hutang

Penelitian mengenai hubungan struktur kepemilikan saham dengan kebijakan perusahaan telah dilakukan banyak peneliti. Penelitian tersebut umumnya menggunakan *managerial ownership* sebagai unsur struktur kepemilikan dan mereka menemukan hasil yang berbeda. Kim & Sorensen [1986], Agrawal & Mendelker [1987], dan Mehrun [1992] menemukan hubungan positif antara kepemilikan manajer dengan *debt ratio* perusahaan, sedangkan Frennd & Hasbrouk [1988], dan Jensen *et al.* [1992] menemukan hubungan negatif antara prosentase saham yang dipegang manajer dengan *debt ratio* perusahaan. Moh'd *et al.* [1998] menemukan bahwa struktur kepemilikan saham oleh pihak eksternal (*institutional*) dan kepemilikan saham oleh pihak internal (manajer) mempunyai pengaruh yang signifikan dan berhubungan negatif dengan *debt ratio*. Batchala *et al.* [1994] menunjukkan bahwa *institutional investor* dan *managerial ownership* mempunyai pengaruh yang signifikan dan berhubungan negatif dengan *debt ratio*.

**H1:** Struktur kepemilikan saham (*manajerial ownership dan institutional ownership*) berpengaruh terhadap kebijakan hutang.

### *Pertumbuhan Perusahaan*

Analisis pertumbuhan perusahaan dilakukan untuk mengukur kemampuan perusahaan mempertahankan posisinya, baik dalam industrinya maupun dalam kegiatan ekonomi secara keseluruhan [Weston,1992]. Sehubungan dengan kebijakan struktur modal, maka pengertian dari analisa pertumbuhan perusahaan adalah analisa terhadap produktivitas dasar dari kegiatan ekonomi.

Homaifar [1994] menilai pertumbuhan perusahaan dari nilai *equity*, dengan menggunakan indikator rasio nilai pasar *equity* dengan nilai buku *equity*. Sedangkan Titman [1998] menilai pertumbuhan perusahaan dari nilai aktiva, dengan menggunakan indikator prosentase perubahan dari total aktiva. Homaifar [1994] dan Moh'd *et al.* [1998] menghasilkan signifikansi pengaruh negatif pertumbuhan perusahaan dengan struktur modal. Sedangkan Titman [1958] menghasilkan pengaruh positif yang signifikan antara perkembangan perusahaan dengan struktur modal. Lee [1987] menyimpulkan bahwa perkembangan perusahaan MNCs lebih besar daripada DCs.

**H2:** Pertumbuhan perusahaan berpengaruh terhadap kebijakan hutang.

### *Nilai Aktiva yang digunakan*

Salah satu persyaratan mengajukan pinjaman adalah adanya aktiva berwujud yang dapat diagunkan, sehingga semakin besar nilai aktiva

berwujud yang dimiliki ada sebagai pengganti keuntungan pajak kecenderungan semakin besar pinjaman dari hutang. Diperkirakan, perusahaan yang dapat diperoleh. Oleh karena itu dengan *non-debt tax shield* lebih nilai aktiva berwujud yang besar akan besar diperkirakan akan mempunyai berpengaruh positif terhadap tingkat hutang yang lebih rendah penggunaan sumber dana utang.

Titman [1988] menggunakan nilai aktiva yang digunakan sebagai variabel bebas dalam "*Determinants of Capital Structure Choice*" dengan menggunakan pengukuran rasio aktiva tetap berwujud dengan total aktiva. Penggunaan variabel nilai aktiva yang digunakan diperkuat dalam penelitian Alderson [1996] dan Moh'd *et al.* [1998] dengan hasil signifikansi pengaruh positif antara nilai aktiva yang digunakan dengan struktur modal. Harris [1991] menghasilkan pengaruh yang tidak signifikan antara nilai aktiva yang digunakan dengan struktur modal.

**H3:** Nilai aktiva yang digunakan berpengaruh terhadap kebijakan hutang.

### *Non-debt tax Shield* (NDT)

Penggunaan hutang akan menimbulkan kewajiban membayar bunga, yang dalam laporan laba rugi, biaya bunga tersebut akan mengurangi keuntungan kena pajak. Jadi semakin besar utang perusahaan maka semakin besar beban bunga, dan berarti semakin besar penghematan pembayaran pajak penghasilan. Selain itu penghematan pembayaran pajak penghasilan juga dapat terjadi karena depresiasi, karena depresiasi adalah biaya non kas. Semakin besar depresiasi maka semakin besar penghematan pajak penghasilan dan semakin besar *cash flow* perusahaan.

DeAngelo [1980] berpendapat bahwa pengurang pajak selain hutang

Ukuran *non-debt tax shield* tersebut digunakan dalam penelitian Titman [1988] dan Homaifar [1994], yaitu melalui rasio depresiasi, kredit pajak investasi dengan total aktiva. Homaifar [1994] menghasilkan tidak signifikansinya pengaruh *non-debt tax shield* terhadap struktur modal sedangkan Titman [1988] dan Homaifar [1994] menghasilkan hubungan *non-debt tax shield* signifikan berpengaruh negatif dengan struktur modal. Moh'd *et al.* [1998] menghasilkan signifikansi pengaruh positif antara *non-debt tax shield* dengan struktur modal.

**H4:** *Non-debt tax Shield* (NDT) berpengaruh terhadap kebijakan hutang.

## METODE

### Populasi dan Sampel Penelitian

Populasi penelitian ini adalah perusahaan manufaktur *go* publik yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia (BEI). Pemilihan sampel dilakukan berdasarkan metode purposive sampling dengan tujuan untuk mendapatkan sampel yang sesuai dengan tujuan penelitian. Beberapa kriteria yang ditetapkan untuk memperoleh sampel meliputi:

(1). Perusahaan harus telah terdaftar pada BEI sejak tahun 2005 atau sebelumnya. Perusahaan yang mulai terdaftar pada tahun 2005 tidak dimasukkan dalam sampel. Hal ini dilakukan untuk menghindari adanya

bias yang disebabkan oleh adanya perbedaan umur perusahaan selama menjadi perusahaan publik. (2). Perusahaan harus berjenis industri manufaktur, sesuai dengan pengklasifikasian *Indonesian Capital Market Directory*. Hal ini dilakukan dengan tujuan untuk menghindari adanya bias yang disebabkan oleh perbedaan industri (*industry effect*). (3). Perusahaan harus mempunyai laporan keuangan tahunan yang berakhir pada tanggal 31 Desember. Perusahaan yang laporan keuangannya tidak berakhir tanggal 31 Desember dikeluarkan dari sampel. Hal ini dilakukan untuk menghindari adanya pengaruh waktu parsial dalam pengukuran variabel. (4). Perusahaan harus tidak menunjukkan adanya saldo total ekuitas dan laba yang negatif pada laporan keuangannya. Karena saldo ekuitas dan laba yang negatif sebagai penyebut dalam perhitungan rasio menjadi tidak bermakna dalam penghitungan rasio keuangan. (5). Perusahaan harus mempunyai struktur pemilikan saham terdiri dari *Manajerial Ownership* dan *Institutional Ownership*.

Berdasarkan kriteria tersebut terdapat 73 perusahaan yang memenuhi persyaratan dan perusahaan-perusahaan tersebut merupakan sampel penelitian ini. Data penelitian dikumpulkan dari 73 perusahaan, sejak tahun 2005 sampai dengan 2007, sehingga didapatkan *pooling data* dengan unit analisis  $n = 3 \times 73 = 219$  pengamatan.

#### **Metode Analisis Data**

Dari data laporan keuangan perusahaan kemudian dilakukan langkah-langkah analisis data yakni

analisis rasio keuangan, statistik deskriptif, dan statistik inferensial. Analisis rasio keuangan diperlukan untuk melakukan perhitungan rasio-rasio keuangan yang mencerminkan aspek-aspek tertentu tentang struktur kepemilikan saham, kondisi keuangan perusahaan dan kebijakan hutang. Statistik deskriptif berusaha menjelaskan atau menggambar-barkan tentang komponen-komponen variabel yang diteliti dengan menggunakan tabel frekuensi, sehingga dapat diketahui karakteristik data. Statistik inferensial atau statistik induktif berusaha membuat generalisasi tentang suatu populasi berdasarkan informasi yang terkandung dalam sekumpulan data yang berasal dari suatu sampel.

Model analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah Regresi Linear Berganda, dalam hal ini variabel dependen adalah kebijakan hutang (Y) dan variabel independen adalah Manajerial Ownership (X1), Institutional Ownership (X2), Pertumbuhan Perusahaan (X3), Nilai Aktiva yang Diagunkan (X4), dan Penghematan pajak selain hutang / *Non-Debt Tax Shield* (X5).

Model tersebut dapat dirumuskan sebagai berikut :

$$Y = \alpha + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \beta_4 X_4 + \beta_5 X_5 + \varepsilon$$

#### **Pembahasan Hasil Penelitian**

Dari analisis regresi berganda dengan metode *Ordinary Least Square* (OLS) diperoleh persamaan regresi sebagai berikut :

$$Y = 0,837 - 0,308 X_1 - 0,451 X_2 + 0,002 X_3 + 0,401 X_4 - 0,904 X_5$$

### **Pengaruh Struktur Kepemilikan Saham terhadap Kebijakan Hutang**

Struktur kepemilikan saham mempunyai pengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang. Struktur kepemilikan yang indikatornya merupakan komposisi dari kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa semakin besar komposisi saham kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional dari total saham beredar ada kecenderungan hutang perusahaan akan berkurang dan sebaliknya. Hasil ini konsisten dengan *Theory of The Firm* dari Jensen & Meckling [1976] yang menjelaskan bahwa komposisi kepemilikan saham manajerial dan kepemilikan saham institusional akan berpengaruh terhadap struktur modal.

Temuan ini juga konsisten dengan hasil penelitian Moh'd *et al.* [1998]. Namun komposisi kepemilikan saham perusahaan publik di Indonesia masih didominasi oleh kepemilikan institusional yang dikendalikan melalui entitas berbadan hukum perseroan terbatas dan *holding company* yang umumnya mayoritas saham *holding company* (perusahaan induk) masih dikendalikan oleh kalangan keluarga atau pendiri. Hasil penelitian ini menjelaskan bahwa struktur kepemilikan saham yang indikatornya kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional, mensubstitusi kebijakan hutang sebagai bagian dari fenomena *trade off* antara konflik keagenan hutang dengan konflik keagenan ekuitas.

### **Pengaruh Kepemilikan Manajerial terhadap Kebijakan Hutang**

Kepemilikan manajerial mempunyai pengaruh negatif tetapi tidak signifikan terhadap kebijakan hutang. Hasil penelitian ini tidak mendukung penelitian Moh'd *et al.* [1998], Batchala *et al.* [1994], Mehran [1992], Jensen *et al.* [1992], dan Agrawal & Ivlenelker [1987].

Seperti dijelaskan penelitian terdahulu, Moh'd *et al.* [1998], Jensen *et al.* [1992], dan Batchala *et al.* [1994] bahwa variabel kepemilikan manajerial merupakan faktor penentu yang mempengaruhi struktur modal, hal ini disebabkan untuk menyelaraskan kesejajaran kepentingan antara manajer dengan pemegang saham mayoritas lainnya. Sedangkan temuan penelitian ini menunjukkan bahwa manajer perusahaan publik di Indonesia belum merupakan faktor penentu dalam mengambil kebijakan pendanaan dari hutang.

Temuan ini juga tidak mendukung *agency theory* Jensen & Meckling [1976] tentang pemisahan pemilikan dari pengelolaan, akan terjadi konflik kepentingan antara para pemilik dengan para manajer dan konflik itu menjadi kreatif, karena merupakan mekanisme pengembangan kekuasaan. Hasil penelitian ini mendukung temuan penelitian Claessens *et al.* [2000] menyatakan bahwa belum terdapat pemisahan yang jelas diantara kepemilikan dan kontrol pada perusahaan yang terdaftar di BEI. Kebanyakan perusahaan publik masih dikendalikan melalui institusi, dan pemegang saham mayoritas dikendalikan melalui entitas badan hukum perseroan atau *holding company*. Manajemen masih di bawah kendali atau merupakan kepanjangan tangan dari pemegang saham

mayoritas yang dikendalikan oleh kalangan keluarga pendiri melalui kepemilikan institusi.

Perbedaan temuan penelitian ini dengan *agency theory* karena kondisi pasar modal di Indonesia sebagai alternatif pendanaan bagi perusahaan masih sangat kecil dibanding dengan di negara yang pasar modalnya sudah maju seperti di Amerika Serikat. Secara historis pendanaan perusahaan di Indonesia masih sebagian besar dari bank, kondisi ini menyebabkan perusahaan publik di Indonesia sangat rentan terhadap financial *distress*.

Perbedaan lain karena *agency theory* dibangun pada kondisi negara maju yang pasar modalnya sudah mapan dan secara historis memiliki latar belakang budaya berbeda dengan kondisi empirik pelaku pasar modal, lembaga penunjang, dan emiten di Indonesia.

### **Pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap Kebijakan Hutang**

Kepemilikan institusional mempunyai pengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang. Hasil penelitian ini konsisten dengan temuan Moh'd *et al.* [1998], Batchala *et al.* [1994], Frenn & Hasbrouk [1988], dan Jensen *et al.* [1992]. Variabel kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang. Semakin tinggi kepemilikan institusional maka diharapkan semakin kuat kontrol terhadap perusahaan dimana akan dapat mengurangi biaya keagenan pada perusahaan, serta penggunaan hutang dalam struktur modal. Hasil ini juga konsisten dengan temuan Easterbrook [1984], dengan argumentasi bahwa

kepemilikan institusional akan melakukan pengawasan (*monitoring*) terhadap manajemen, namun bila biaya *monitoring* tersebut tinggi, maka mereka akan menggunakan pihak ketiga (*debt holders* dan atau *bond holders*) untuk membantu melakukan *monitoring*. *Debt holders* yang sudah menanamkan dananya di perusahaan dengan sendirinya akan berusaha melakukan pengawasan terhadap penggunaan dana tersebut. Biasanya *monitoring* yang dilakukan *debt holders* melalui mekanisme *debt covenant*. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa kepemilikan institusional mensubstitusi kebijakan hutang sebagai bagian dalam fenomena *trade off* antara konflik keagenan utang dengan konflik keagenan ekuitas. Hasil penelitian ini tidak sesuai dengan temuan penelitian dari Kim & Sorenson [1986], Crutchley [2003], dan Mehran (1992), menjelaskan bahwa variabel kepemilikan institusional mempunyai pengaruh positif terhadap kebijakan utang. Perbedaan temuan penelitian ini, dengan temuan beberapa penelitian terdahulu karena perbedaan obyek penelitian, waktu, pengukuran variabel dan metode analisis pengujian hipotesis. Perbedaan temuan ini merupakan bahan diskusi dan kajian penelitian di masa yang akan datang.

### **Pengaruh Kondisi Keuangan Perusahaan terhadap Kebijakan Hutang**

Kondisi keuangan perusahaan terdiri dari: pertumbuhan perusahaan, nilai aktiva yang diagunkan, dan penghematan pajak. Dari ketiga variabel observabel tersebut, pertumbuhan perusahaan mempunyai pengaruh yang



tidak signifikan. Sedangkan nilai aktiva yang diagunkan, dan penghematan pajak mempunyai pengaruh yang signifikan.

Hasil penelitian ini menjelaskan bahwa kondisi keuangan perusahaan yang merupakan indikator variabel fundamental perusahaan dan variabel yang bisa dikendalikan oleh manajemen perusahaan, tidak berpengaruh terhadap kebijakan pendanaan dari hutang perusahaan industri yang *go* publik di Indonesia. Temuan ini bermakna bahwa peran manajer perusahaan dalam keputusan pendanaan (*financing decision*) tidak mempunyai pengaruh, melainkan ditentukan pemegang saham mayoritas, untuk kondisi di Indonesia masih dikendalikan oleh kalangan keluarga [Claessens *et al.* 2000]. Hasil ini menunjukkan bahwa kondisi keuangan perusahaan yang merupakan variabel yang bisa dikendalikan oleh manajemen juga merupakan kondisi fundamental perusahaan tidak menjadi penentu dalam keputusan pendanaan dari utang dalam struktur modal perusahaan.

### **Pengaruh Pertumbuhan Perusahaan terhadap Kebijakan Hutang**

Pertumbuhan perusahaan berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap kebijakan hutang. Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian Ratnawati [2005], namun tidak sesuai dengan temuan Moh'd *et al.* [1998], Alderson [1996], Harris [1991], dan Holder [1990], Mboja & Mukerjee [1994], menyatakan bahwa variabel pertumbuhan perusahaan berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang. Hasil penelitian ini, variabel pertumbuhan perusahaan pengaruhnya tidak signifikan

terhadap kebijakan hutang, menunjukkan bahwa perusahaan industri di Indonesia dalam kebijakan pendanaan dari hutang tidak berdasarkan pertumbuhan perusahaan melainkan hanya berdasarkan ukuran besarnya perusahaan. Temuan penelitian ini mencerminkan bahwa perusahaan industri di Indonesia mempunyai risiko dalam membayar kewajiban tetap atas penggunaan hutangnya, karena tidak ditunjang oleh kemampuan pertumbuhan perusahaan dalam jangka panjang.

### **Pengaruh Nilai Aktiva yang Diagunkan terhadap Kebijakan Hutang**

Nilai aktiva yang diagunkan perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan hutang. Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian Ratnawati [2005], Moh'd *et al.* [1998], Alderson [1996], Harris [1991], dan Titman [1988], menyebutkan bahwa pengaruh nilai aktiva yang diagunkan terhadap penggunaan hutang dalam struktur modal dapat mempengaruhi biaya keagenan (*agency cost*), karena besarnya hutang dalam struktur modal dijamin besarnya nilai aktiva yang diagunkan.

Hasil analisis penelitian ini menunjukkan bahwa besarnya komposisi hutang dalam struktur modal perusahaan industri di Indonesia dipengaruhi oleh nilai aktiva yang dijamin, atau dengan kata lain besarnya nilai aktiva yang diagunkan berpengaruh terhadap kebijakan pendanaan dari hutang dalam struktur modal perusahaan.

### **Pengaruh Penghematan Pajak selain Hutang terhadap Kebijakan Hutang**

Penghematan pajak selain keputusan pendanaan hutang dalam hutang berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang. Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian Moh'd *et al.* [1998], Titman & Wessels [1988], dan Harris [2003], yang menunjukkan variabel penghematan pajak selain hutang (*non-debt tax shield*) berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang.

Analisis hasil penelitian ini menjelaskan bahwa, penghematan pajak dari depresiasi dan amortisasi perusahaan industri di Indonesia dipertimbangkan dalam keputusan pendanaan dari hutang. Temuan penelitian ini juga menjelaskan bahwa, tambahan beban depresiasi dan amortisasi perusahaan industri di Indonesia signifikan menambah *cash flow* perusahaan sebagai substitusi (pengganti) sumber pendanaan dari pinjaman (hutang).

## KESIMPULAN

Struktur kepemilikan saham berpengaruh secara signifikan terhadap kebijakan hutang. Temuan ini menunjukkan bahwa secara empirik komposisi struktur kepemilikan saham sebagai variabel penentu dalam kebijakan pendanaan hutang dalam struktur modal perusahaan. Hasil uji secara parsial masing-masing variabel kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional menunjukkan bahwa variabel kepemilikan saham manajerial tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Makna dari temuan ini menjelaskan bahwa secara empirik kepemilikan saham manajerial perusahaan publik di Indonesia tidak mempunyai pengaruh dalam

struktur modal perusahaan. Secara historis dan empirik perusahaan-perusahaan publik di Indonesia masih merupakan perusahaan keluarga dan sebelum *go* publik umumnya perusahaan melakukan restrukturisasi kepemilikan dengan membentuk perusahaan induk atau *holding company* untuk mengendalikan perusahaan yang *go* publik, sehingga perusahaan-perusahaan publik di Indonesia umumnya masih dikendalikan oleh pemegang saham keluarga pendiri perusahaan melalui entitas *holding company*. Temuan ini juga mengindikasikan bahwa belum adanya pemisahan yang jelas antara kepemilikan dan kontrol pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Kebanyakan perusahaan masih dikendalikan oleh kalangan keluarga tertentu dan posisi manajer masih di bawah kendali pemegang saham mayoritas. Akibatnya para manajer hanya menjadi kepanjangan tangan pemegang saham mayoritas, atau dengan kata lain apa yang menjadi pendapat pemegang saham terbesar juga menjadi pendapat manajer. Konsentrasi kepemilikan pada sedikit pemegang saham mayoritas yang menjadi pengendali perusahaan publik akan berdampak pada perilaku manajer oportunistik dan praktek *moral Hazard* yang merugikan pemegang saham publik sebagai pemegang saham minoritas (*minority interest*). Temuan penelitian ini bertentangan dengan teori keagenan Jensen & Mackling (1976) yang menyatakan bahwa perusahaan yang memisahkan fungsi pengelolaan dengan kepemilikan akan rentan terhadap konflik keagenan. Penyebab konflik antara manajer dengan pemegang saham

diantaranya dalam keputusan yang berkaitan dengan pendanaan (*financing decision*) dan keputusan investasi (*investment decision*). Temuan penelitian ini juga bertentangan dengan temuan Moh'd *et al.* [1998], Hasbrouk [1988], Jensen *et al.* [1992], Kim & Sorensen [1986], Mehran [1992], dan Agrawal & Mendelker [1987] yang menyatakan bahwa kepemilikan saham manajerial berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang dalam struktur modal. Perbedaan antara teori dengan temuan penelitian ini menunjukkan bahwa adanya anomali perusahaan publik di Indonesia terutama yang berkaitan dengan struktur kepemilikan saham, konflik keagenan dan perilaku manajerial. Variabel kepemilikan institusional berpengaruh secara signifikan terhadap kebijakan hutang dalam struktur modal. Temuan ini menunjukkan bahwa perusahaan publik di Indonesia mayoritas pemegang sahamnya dikendalikan melalui entitas Badan Hukum Perseroan Terbatas. Dengan mayoritas kepemilikan institusi perusahaan publik di Indonesia akan berdampak pada strategi pendanaan dalam struktur modal perusahaan sangat dipengaruhi oleh kepentingan pemegang saham mayoritas yang masih dikendalikan oleh pemegang saham dari kalangan keluarga pendiri. Pengaruh negatif kepemilikan institusi terhadap kebijakan hutang sesuai dengan temuan penelitian Jensen *et al.* [1992] dan Moh'd *et al.* [1998] yang menyatakan bahwa kepemilikan saham institusional berpengaruh negatif terhadap rasio hutang. (1). Kondisi keuangan perusahaan tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Temuan penelitian ini menjelaskan bahwa kondisi keuangan perusahaan yang bisa dikendalikan oleh manajer perusahaan tidak menjadi penentu sumber dana hutang dalam struktur modal. Hal ini menunjukkan keputusan pendanaan hutang dalam struktur modal perusahaan publik di Indonesia sangat dipengaruhi oleh kepentingan pemegang saham mayoritas yang dikendalikan oleh keluarga pendiri perusahaan melalui kepemilikan institusi dalam bentuk *holding company*. Hasil analisis secara parsial masing-masing variabel kondisi keuangan perusahaan menunjukkan: pertumbuhan perusahaan tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang, nilai aktiva yang diagunkan, dan penghematan pajak selain hutang berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Tidak berpengaruhnya pertumbuhan perusahaan terhadap kebijakan hutang menunjukkan bahwa perusahaan dalam keputusan pendanaan dari hutang tidak mempertimbangkan pertumbuhan perusahaan. Sementara masing-masing variabel nilai aktiva yang diagunkan dan penghematan pajak berpengaruh secara signifikan terhadap kebijakan hutang. Pengaruh positif nilai aktiva yang diagunkan terhadap kebijakan hutang menunjukkan bahwa besarnya hutang dijamin besarnya nilai aktiva yang diagunkan. Pengaruh negatif penghematan pajak selain hutang terhadap kebijakan hutang menunjukkan bahwa tambahan beban depresiasi dan amortisasi perusahaan industri di Indonesia signifikan menambah *cash flow* perusahaan sebagai substitusi (pengganti) sumber pendanaan dari pinjaman (hutang).

#### Daftar Pustaka

Agrawal, A., dan G. Mandelker (1987), "Managerial Incentive and Corporate Investment and Financing Decision", *Journal of Finance* 42, 823 – 837.

- Alwi S., 1993, *“Alat-alat Analisa dalam Pembelanjaan”*, edisi ketiga, Yogyakarta, Adi Ofset.
- Ary Suta, Putu Gede, 2000, *“Menuju Pasar Modal Modern”*, Penerbit Yayasan SAD Satria Bhakti, Jakarta.
- Atmaja LS, 1994, *“Manajemen Keuangan”*, Yogyakarta, Penerbit Andi Ofset.
- Bajaj Mukesh et al., (1998), “The Relationship between Ownership and Firm performance: A Signaling Model”, *International Economic Review*, vol. 39, pp. 723 – 744.
- Bathala, C.T., K.R. Moon, dan R.P. Rao (1994), “Managerial Ownership, Debt Policy, and the Impact of Institutional Holding; an Agency Perspective”. *Financial Management* 23, 38 – 50.
- Bayless, ME, dan Diltz JD, 1994, “Securities Offerings and Capital Structure Theory”, *Journal of Business Finance & Accounting*, 21 (1) pp. 77 – 90.
- Brigham, E.F. dan I.C. Gapenski (1996), *“Intermediate Financial Management”*, Fifth edition, The Dryden Press, New York.
- Campsey BJ., Brigham EF., 1985, *“Introduction to Financial Management”*, United States of America, The Dryden Press.
- Claessens, Stijn, Simeon Djankov, dan Larry H.P. Lang, (2000), “The Separation of Ownership and control in East Asian Corporation”, *Journal of Financial Economics*, 58.
- Claire E. Crutchley dan Robert S. Hansen (1989), “A test of the Agency Theory of Managerial Ownership, Corporate Leverage, and Corporate Dividends”, *Financial Management / Winter* 1989.
- Clarke RG., Wilson BD., Nadould SD., 1990, *“Strategic Financial Management”*, Illinois, Richard G., Irwin, Inc.
- Cupeland TE, Weston JF, 1996, *“Financial Theory and Corporate Policy”*, Eight Edition, Tokyo: The Dryden Press CBS Publishing.
- Crutchley, Claire e., Marlin R.H. Jensen, John S. Jahera, Jr dan Jennie E. Raymond, (1999), “Agency problems and the simultaneity of financial decision making, The role of institutional ownership”, *International Review of Financial Analysis* 8:2.
- Fama, F. Eugene dan Michael C. Jensen, (1983), “Separation of Ownership and Control”, *Journal of Law and Economics*, vol. XXXVI, June 1983, pp. 1 – 32.
- Gilson Stuart C., 1997, “Transaction Cost and Capital Structure Choice: Evidence From Financially Distressed

- Firm”, *The Journal of Finance* Vol. VII. No. 1 March 1997.
- Griner, Emmet, H. dan Lawrence, A. Gordon (1995), “Internal cash flow, insider ownership, and capital expenditure: A test of the pecking order and managerial hypothesis”, *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol. XXII, No. 2, March.
- Harris M, Raviv A, 1991, “The Theory of Capital Structure”, *The Journal of Finance.*, Vol. XLXI, No. 1 pp. 297 – 355.
- Homaifar G, Zietz J, dan Benkato O, 1994, “An Empirical Model of Capital Structure: Some New Evidence”, *Journal of Business Finance Accounting*, 21 (1), pp. 1 – 14.
- Husnan S, Pujiastuti E, “1994, “*Manajemen Keuangan*”, Edisi 1, Yogyakarta, UPP AMP YKPN.
- Jensen, M. dan W. Meckling (1976), “Theory of the Firm: Managerial Behaviour Agency Cost, and Ownership Structure”, *Journal of Finance Economics* 3, 305 – 360.
- Jensen, Michael, C. (1986), “Agency cost of free cash flow, corporate finance, and takeover”, *American Economic Review*, Vol. 76, 323 – 329.
- Jensen, Gerald R. Donald, P. Solberg, dan Thomas S. Zorn, (1992), “Simultaneous determination of insider ownership, debt, and dividend policies”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. XXVII, No. 2, June.
- Johnson SA, 1997, “The Effect. of Bank Debt on Optimal capital Structure”, *Journal of Financial Management*, Vol. 26 No. 4 pp. 47 – 56.
- Keow AJ, Scott DV, Martin JD, dan Petty JW, 1996, “*Basic Financial Management*”, United States of America: Seventh Edition, Prentice Hall International Inc.
- Kim, W. dan C. Sorenson (1986), “Evidence on the Impact of the Agency Cost of Debt on Corporate Debt Policy”, *Journal of Finance and Quantitative Analysis* 21, 131 – 144.
- Mehran, H. (1992), “Executive Incentive Plans, Corporate Control and Capital Structure”, *Journal of Finance and Quantitative Analysis* 27, 539 – 560.
- Mehran, H., dan Cole R.A. (1998), “The Effect of Changes in Ownership Structure on Performance: Evidence from the Thrift Industry”, *Journal of Financial Economics* 50, pp. 291 – 317.
- Moh'd MA, Perry LG, dan Rimbey JN, 1998, “The Impact of Ownership Structure an Corporate Debt Policy: A Time-Series Cross-Sectional Analysis”, *The Financial Review*, 33, pp. 85 – 98.

- Mougoue, Mboja, dan Mukherjee, K Tarun, 1994, "An Investigation Into The Causality Among Firms' Dividends, Investment, And Financing Decisions", *The Journal Financial Research* Vol XVII, No 4 Pages 517 – 530 winter 1994
- Mukherji S, Dhatt MS, dan Kim YH, 1977, "A Fundamental Analysis of Korean Stock Return", *Financial Analysis Journal*, pp. 75 – 80.
- Myers, S. dan N. Majluf (1984), "Corporate Financing and Investment Decision when Firms have Information Investors Do not Have", *Journal of Finance Economics* 13, 187 – 221.
- Rozeff, M. (1982), "Growth, Beta and Agency Cost as Determinants of Dividend Payout Ratios", *Journal of Financial Research* 5, 249 – 259.
- Sartono A, 1995, "Manajemen Keuangan – Teori dan Aplikasi", Edisi 2, Yogyakarta: BPF.
- Scall LD., Haley EW., 1986, "Introduction to Financial Management", Fourth edition, USA, MC.Graw - Hill Book Co.
- Slovin, Myron B., dan Marie E. Sushka, (1993), "Ownership Concentration, Corporate Control Activity, and Firm Value: Evidence from the Death of Inside Blockholders", *Journal of Finance*, Vol. XLVII, No. 4.
- Smith, Michael P. (1996), "Shareholders activism by institutional investor, evidence from callpers", *Journal of Finance*, Vol. XLI, No. 1.
- Vogt, Stephen, C. (1994), "The role of internal financial sources in firm financing and investment decisions", *Review of Financial Economics*, vol. IV, No. 1.