

Pengaruh Struktur Kepemilikan *Insider Ownership*, *Firm Growth*, *Firm Size* Terhadap Kebijakan Hutang Pada Perusahaan Manufaktur *Go Public* di Indonesia

Dyah Cahyasari

*Program Studi Akuntansi, Universitas Pradita Tangerang Banten
Email : dyah.cahyasari@pradita.ac.id*

Abstrak

Tujuan penelitian ini adalah (1) mengetahui pengaruh struktur kepemilikan *insider ownership* terhadap kebijakan hutang, (2) mengetahui struktur kepemilikan *insider ownership* dalam mengurangi masalah keagenan sehingga dapat meminimumkan biaya keagenan, (3) mengetahui pengaruh pertumbuhan, ukuran perusahaan terhadap kebijakan hutang. Penelitian ini menggunakan 125 sampel Perusahaan Manufaktur yang terdaftar di BEJ tahun 2014-2018. Hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini, meliputi: (1) struktur kepemilikan *insider ownership* mempunyai pengaruh negatif terhadap kebijakan hutang, (2) pertumbuhan perusahaan mempunyai pengaruh positif terhadap kebijakan hutang, (3) ukuran perusahaan mempunyai pengaruh positif terhadap kebijakan hutang. Berdasarkan hasil regresi dengan menggunakan *Linear Probability Model* (LPM), uji t menunjukkan bahwa: (1) *insider ownership* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *debt ratio*, (2) *firm growth* berpengaruh positif dan signifikan terhadap *debt ratio*, (3) *firm size* berpengaruh positif dan signifikan terhadap *debt ratio*. Uji F menunjukkan bahwa secara bersama-sama variabel INSD, GROW, SIZE dan mempunyai pengaruh signifikan terhadap *debt ratio*. Hasil *R square* sebesar 0,857 atau 85,7%, yang berarti bahwa variabel kebijakan hutang dapat dijelaskan oleh variabel *insider ownership*, pertumbuhan, ukuran perusahaan.

Keywords : *Insider Ownership, Firm Growth, Firm Size, Kebijakan Hutang.*

Abstract

The purpose of this research are (1) to determine the effect of insider ownership structure on debt policy, (2) to determine insider ownership structure in reducing agency problems so as to minimize agency costs, (3) to determine the effect of growth, firm size on debt policy. . This study uses a sample of 125 Manufacturing Companies listed on the JSE in 2014-2018.

The hypotheses proposed in this study include: (1) insider ownership structure has a negative effect on debt policy, (2) company growth has a positive effect on debt policy, (3) company size has a positive effect on debt policy. .

Based on the regression results using the Linear Probability Model (LPM), the t-test shows that: (1) insider ownership has a negative and significant effect on the debt ratio, (2) company growth has a positive and significant effect on the debt ratio. debt

ratio, (3) firm size has a positive effect. and significant to the debt ratio. The F test shows that together the INSD, GROW, and SIZE variables have a significant effect on the debt ratio. The result of R square is 0.857 or 85.7%, which means that the debt policy variable can be explained by the insider ownership, growth, and firm size variables.

Keywords : Insider Ownership, Institutional Investor, Firm Growth, Firm Size, Firm Profitability and Debt Policy.

1. Pendahuluan

Pengendalian perusahaan dewasa ini, sering diserahkan kepada manajer profesional yang bukan pemilik perusahaan. Ketidakmampuan pemilik karena terbatasnya dalam mengendalikan perusahaan yang semakin besar dan kompleks. Kehadiran manajer dapat dipandang sebagai agen dari pemilik perusahaan yang mempekerjakan mereka, memberikan wewenang dan kekuasaan untuk mengambil keputusan terbaik yang menguntungkan pemilik perusahaan. Istilah struktur kepemilikan digunakan untuk menunjukkan bahwa variabel-variabel yang penting di dalam struktur modal tidak hanya ditentukan oleh hutang dan ekuitas, tetapi juga oleh presentase kepemilikan oleh manajer dan institusi.

Secara teoritis, hampir semua manajer keuangan setuju terhadap tujuan memaksimalkan kemakmuran pemegang saham. Faktanya, mereka juga berkeinginan terhadap kemakmuran individu, keselamatan kerja, gaya hidup dan keuntungan lainnya yang semuanya dibebankan atas biaya perusahaan. Berbagai kepentingan tersebut membuat manajer menjadi enggan untuk mengambil keputusan yang berisiko, jika persepsi mereka terhadap risiko tersebut lebih besar dibandingkan dengan kemungkinan kehilangan pekerjaan dan rusaknya reputasi individu. Akibatnya manajer tidak lagi memaksimalkan kemakmuran pemegang saham, melainkan mengambil jalan tengah dengan meminimumkan kerugian potensial dari pemilik perusahaan.

Menurut Sartono (2014), *agency problem* adalah konflik yang timbul antara pemilik, karyawan dan manajer perusahaan yang berimplikasi pada kecenderungan manajer lebih mementingkan tujuan individu daripada tujuan perusahaan. Adapun beberapa sebab munculnya *agency problem*, sebagai berikut:

- a. Apabila perusahaan menghasilkan *free cash flows* yang sangat besar. Maksudnya adalah aliran kas bersih yang tidak dapat diinvestasikan kembali karena tidak tersedia kesempatan investasi yang *profitable*;
- b. Konflik antara manajemen dan pemegang saham muncul karena dalam praktik pembelian saham, dimana manajemen seringkali dipandang melakukan penawaran yang kurang wajar;
- c. Konflik antara *stackholders* dengan *debtholders* yang disebabkan *debtholders* merasa dijadikan sebagai "kuda pedati" bagi pemegang saham. Artinya kreditur dieksploitasi oleh pemegang saham. Pandangan tersebut terjadi apabila perusahaan sukses, maka yang menikmati keberhasilan tersebut pemegang saham.

Pendekatan pertumbuhan perusahaan merupakan suatu komponen untuk menilai prospek perusahaan pada masa yang akan datang. Pertumbuhan perusahaan dapat diukur melalui pertumbuhan total aktiva perusahaan. Aktiva mencerminkan kekayaan yang dimiliki oleh perusahaan. Pertumbuhan total aktiva lebih mencerminkan pada horison waktu yang lebih panjang dibandingkan dengan pertumbuhan penjualan. Tingkat pertumbuhan yang tinggi mencerminkan perusahaan sedang mengalami pertumbuhan dan memiliki banyak kesempatan investasi. Kegiatan investasi banyak membutuhkan pendanaan yang besar, sehingga perusahaan harus mencari dana tambahan (hutang) dari pihak eksternal. Bagi perusahaan kreditur, dasar untuk menentukan besarnya jumlah proporsi hutang yang disetujui adalah tergantung pada ukuran perusahaan debitur (*firm size*) yang biasanya dilakukan dengan *survey* langsung. Besar-kecilnya ukuran suatu perusahaan debitur itu mencerminkan kemampuan perusahaan tersebut dalam memenuhi kewajibannya, baik dalam jangka pendek maupun jangka panjang serta kemampuan perusahaan tersebut menghasilkan laba. Apabila perusahaan memiliki tingkat profitabilitas yang

tinggi biasanya tingkat penggunaan hutangnya semakin rendah, karena perusahaan lebih memilih menggunakan dana milik sendiri (laba ditahan) untuk keperluan investasi dan dianggap lebih murah.

Adapun tujuan penelitian ini antara lain: (1) Mengetahui struktur kepemilikan pada perusahaan-perusahaan manufaktur *go public* di Indonesia, (2) Mendapatkan bukti empiris mengenai pengaruh struktur kepemilikan *insider ownership* terhadap kebijakan hutang, (3) Memperoleh bukti empiris bahwa mekanisme kontrol melalui kepemilikan saham oleh *insider ownership* dapat mengurangi masalah keagenan, sehingga dapat meminimumkan biaya keagenan, (4) Mendapatkan bukti empiris mengenai seberapa kuat pengaruh *firm growth* dan *firm size* terhadap kebijakan hutang.

2. Tinjauan Pustaka

2.1. Masalah Keagenan

Asumsi dasar dalam teori keagenan (*agency theory*) bahwa manajer akan bertindak secara oportunistik dengan mengambil keuntungan untuk kepentingan pribadi sebelum memenuhi kepentingan pemegang saham. Permasalahan *agency (agency problem)* akan terjadi apabila proporsi kepemilikan manajer atas saham kurang dari 100% sehingga manajer cenderung bertindak oportunistik untuk mengejar kepentingan sendiri dan sudah tidak berdasarkan maksimalisasi nilai perusahaan dalam pengambilan keputusan pendanaan. Pengeluaran-pengeluaran yang dilakukan oleh manajemen akan menambah biaya perusahaan yang menyebabkan penurunan keuntungan perusahaan dan penurunan dividen yang akan diterima. Kenyataan ini menunjukkan bahwa manajer tidak akan menjalankan kebijakan yang terbaik bagi pemegang saham.

Menurut Sartono (2014), usaha yang dilakukan untuk meminimumkan keagenan, sebagai berikut:

- a. Intervensi langsung oleh pemegang saham. Adanya kepemilikan saham *institutional investor* memudahkan bagi investor untuk melakukan intervensi langsung dan menempatkan orang-orangnya di jajaran direksi.
- b. Ancaman untuk dipecat atau *threat of firing* bagi manajer yang tidak profesional;
- c. Ancaman untuk diambil alih atau *threat of takeovers* bagi perusahaan yang kinerjanya jelek dengan indikasi harga sahamnya akan jatuh, dan konsekuensinya menjadi sasaran untuk diambil alih oleh perusahaan lain.

Teori keagenan menyebabkan *agency cost*, yaitu jumlah biaya yang dikeluarkan untuk kepentingan struktural, akademisi dan pelaksanaan kontrak (baik formal maupun non-formal), ditambah *residual loss* (Jensen dan Meckling dalam Wahidahwati, 2002). Keberadaan *agency cost* ini jelas akan menyebabkan nilai perusahaan tidak bisa dicapai secara maksimal. Biaya yang muncul tersebut bertujuan untuk mengurangi kerugian yang disebabkan karena ketidakpatuhan. Termasuk di dalam biaya ini antara lain *monitoring cost* dan *bonding cost*. *Residual loss* menggambarkan sisa dari kesempatan-kesempatan yang hilang ketika kontrak optimal tetapi pelaksanaan tidak sempurna. Keberadaan *agency cost* ini jelas akan menyebabkan nilai perusahaan tidak bisa dicapai secara maksimal.

Beberapa alternatif yang dapat dilakukan untuk menjebatani *agency cost* (Soesetio, 2008 dalam Syadeli 2013), sebagai berikut:

- a. Meningkatkan *insider ownership* (Crutchley dan Hansen 1989, Jensen, Solberg dan Zorn, 1992). Menurut pendekatan ini *agency problem* dapat dikurangi apabila *insider* mempunyai kepemilikan saham dalam perusahaan, maka *insider* akan merasakan langsung manfaat dari keputusan yang diambilnya. Demikian juga kerugian yang timbul sebagai konsekuensi dari pengambilan keputusan yang salah. Kepemilikan ini akan mensejajarkan kepentingan manajemen dengan pemegang saham (Jensen dan Meckling, 1976). Jadi kepemilikan saham oleh manajemen merupakan insentif bagi para manajer

- untuk meningkatkan kinerja perusahaan dan manajer akan menggunakan hutang secara optimal sehingga akan meminimumkan biaya keagenan;
- b. Meningkatkan *dividend payout ratio*. Perusahaan yang membagikan dividen dapat saja diartikan bahwa perusahaan tersebut benar-benar mengalami keuntungan sehingga keuntungan yang ada di perusahaan dibagikan kepada para pemegang saham sebagai dividen. Pembagian dividen dapat saja berarti bahwa perusahaan tersebut tidak mempunyai prospek yang baik pada masa yang akan datang sehingga keuntungan yang tidak dibagikan sebagai dividen dapat digunakan sebagai laba ditahan untuk melakukan investasi dan pembiayaan perusahaan yang nantinya akan meningkatkan nilai dari perusahaan. Dengan demikian tidak tersedia cukup banyak *free cash flow* dan manajemen terpaksa mencari pendanaan dari luar untuk membiayai investasinya (Crutchley dan Hansen, 1989);
 - c. Meningkatkan pendanaan dengan hutang. Peningkatan hutang akan menurunkan biaya konflik antara pemegang saham dan manajemen. Kondisi ini menyebabkan manajer bekerja keras untuk meningkatkan laba sehingga dapat memenuhi kewajiban dari penggunaan hutang tersebut. Selain itu hutang juga akan menurunkan *excess cash flow* yang ada di dalam perusahaan sehingga menurunkan kemungkinan pemborosan dilakukan oleh manajemen;
 - d. *Institutional investor* sebagai *monitoring agents*. Kepemilikan *institutional investor* sangat berperan dalam monitoring perilaku manajer khususnya dalam meningkatkan nilai *takeover* dan dapat memaksa insider untuk lebih berhati-hati dalam mengambil keputusan yang bersifat oportunistik (Sleifer dan Vishny, 1986 dan Coffe, 1991).

2.2. Struktur Kepemilikan

Insider ownership

Insider ownership adalah sebuah ukuran persentase saham yang dimiliki oleh direksi, manajer dan komisaris atau pihak yang terlibat secara langsung dalam pembuat keputusan. Menurut Leland dan Pyle (1977), berpendapat bahwa *insider* berkeinginan untuk menginvestasikan modalnya ke dalam proyek mereka yang berkualitas, hal ini dapat mengindikasikan bahwa ekuitas yang dipegang oleh *insider* dapat bertindak sebagai signal nilai perusahaan. Vermalen (1981) membuktikan bahwa dalam penilaian terhadap pembelian kembali saham yang telah dijual, para investor memandang proporsi pemegang saham *insider* sebagai informasi penting, Menurut Zaima (dalam Soliha dan Taswan, 2002) memberikan bukti bahwa keputusan menjual perusahaan dengan kepemilikan *insider* yang lebih besar akan memperoleh investor yang lebih menguntungkan daripada perusahaan dengan kepemilikan *insider* yang lebih rendah.

Hal tersebut konsisten dengan teori yang dikemukakan Easterbrook (1984) dan Sunders (1990) bahwa jika struktur kepemilikan manajemen tinggi, maka manajer akan menjadi *risk averse*. Artinya dengan meningkatkan kepemilikan oleh *insider* akan menyebabkan *insider* semakin berhati-hati dalam menggunakan hutang dan menghindari perilaku oportunistik karena mereka ikut menanggung konsekuensinya, sehingga perusahaan hutangnya rendah. Hal ini dapat mengontrol konflik keagenan.

Kim dan Sorenson (1986) mengajukan *demand and supply hypotheses*. Dalam *demand hypotheses* dijelaskan bahwa perusahaan-perusahaan yang dikuasai secara tertutup membutuhkan hutang yang lebih banyak karena *insider* dapat memperhatikan kontrol efektif jika kepemilikan mereka tidak diganti dengan lebih banyak *equity*. Disisi *supply*, Kim dan Sorenson beragumen bahwa perusahaan-perusahaan yang dikontrol oleh *insider* memiliki *agency cost of debt* yang lebih rendah, sehingga dapat meningkatkan ketersediaan pendanaan hutang perusahaan. Penelitian ini dapat menjelaskan bahwa perusahaan-perusahaan yang dikuasai secara tertutup dapat memiliki *cost of debt* yang lebih rendah.

Menurut makmun, (2003) untuk mensejajarkan kepentingan manajer dengan pemilik perusahaan, terdapat beberapa mekanisme khusus yang dapat digunakan untuk memotivasi manajer agar bertindak sesuai dengan kepentingan pemilik. Salah satunya adalah

memberikan atau meningkatkan kepemilikan saham terhadap manajer. Langkah ini ditujukan untuk: (1) menarik dan mempertahankan manajer yang cakap, (2) mengarahkan tindakan manajer agar mendekati kepentingan pemegang saham, terutama untuk memaksimalkan harga saham.

2.3. Pertumbuhan Perusahaan (*Firm Growth*)

Rasio pertumbuhan menunjukkan kemampuan perusahaan untuk mempertahankan posisi usahanya dalam perkembangan ekonomi dan industri di dalam perekonomian dimana perusahaan tersebut beroperasi. Indikator mengukur tingkat pertumbuhan suatu perusahaan dapat dilihat misalnya dari tingkat pertumbuhan penjualan, laba bersih setelah pajak, pendapatan per lembar saham, dan sebagainya. Penilaian pasar (investor pemegang saham) terhadap kemungkinan bertumbuh suatu perusahaan nampak dari harga saham yang terbentuk sebagai suatu nilai ekspektasi terhadap manfaat masa depan yang akan diperolehnya. Pemegang saham akan memberi respon yang lebih besar kepada perusahaan dengan kemungkinan bertumbuh yang tinggi. Hal ini terjadi karena perusahaan yang mempunyai kemungkinan bertumbuh tinggi akan memberikan manfaat yang tinggi di masa depan bagi investor.

Bagi perusahaan, kesenpatan untuk bertumbuh atau melakukan investasi akan meningkatkan kebutuhan akan dana. Ini berarti di samping dana internal yang tersedia, diperlukan juga tambahan dana yang berasal dari luar perusahaan termasuk hutang. Apabila terdapat indikasi tingkat pertumbuhan yang semakin cepat dan tinggi, berarti perusahaan sedang mengadakan ekspansi. Pengadaan ekspansi ini akan membutuhkan dana yang besar. Pemenuhan dana tersebut dapat dilakukan dengan berbagai cara, antara lain: (1) Dana dari internal yang berupa laba ditahan, (2) Dana dari eksternal yang berupa hutang.

Pertumbuhan total aktiva cenderung berdampak positif terhadap *leverage* perusahaan. Konsep ini didasarkan pada dua argumen, yaitu: (1) berbeda dengan pertumbuhan penjualan yang setiap usahanya (termasuk biaya) dilakukan secara langsung membawa implikasi pada penerimaan, tetapi pertumbuhan aktiva perusahaan mencerminkan waktu yang lebih panjang dari pertumbuhan penjualan, (2) investasi pada aktiva membutuhkan waktu sebelum dioperasikan, sehingga aktivitas yang dilakukan tidak terkait dengan penerimaan, melainkan lebih menekankan pada prospek masa depan yang baik.

2.4. Ukuran Perusahaan (*Firm Size*)

Besar ukuran perusahaan dapat dinyatakan dalam total aktiva, penjualan dan kapitalisasi pasar. Semakin besar total aktiva, penjualan dan kapitalisasi pasar maka semakin besar pula ukuran perusahaan. Ketiga variabel ini digunakan untuk menentukan ukuran perusahaan karena dapat mewakili seberapa besar perusahaan tersebut. Semakin besar aktiva maka semakin banyak modal yang ditanamkan, semakin banyak penjualan maka semakin banyak perputaran uang dan semakin besar kapitalisasi pasar maka semakin besar pula perusahaan tersebut dikenal dalam masyarakat. Ketiga variabel tersebut nilai aktiva relatif lebih stabil dibandingkan *market capitalized* dan penjualan dalam mengukur ukuran perusahaan.

Kebijakan hutang dapat digunakan untuk menciptakan nilai perusahaan yang diinginkan, namun kebijakan hutang juga tergantung dari ukuran perusahaan. Artinya perusahaan yang besar relatif lebih mudah untuk akses ke pasar modal. Kemudahan ini mengindikasikan bahwa perusahaan besar relatif mudah memenuhi sumber dana dari hutang melalui pasar modal. *Size* yang besar dan tumbuh dapat merefleksikan tingkat profit dimasa mendatang. Ukuran perusahaan terkait erat dengan *leverage* karena ukuran berdampak pada risiko kegagalan dan biaya kebrangskutan. Ukuran perusahaan dapat digunakan sebagai *inverse proxy* untuk probabilitas kebangkrutan. Perusahaan besar cenderung terdiversifikasi

sehingga menurunkan risiko kebangkrutan. Hal ini tentunya akan meningkatkan kekuatan tawar perusahaan dihadapan kreditur.

2.5. Kebijakan hutang

Kebijakan hutang atau *leverage* dihasilkan dari biaya penggunaan aktiva tetap atau biaya modal untuk menghasilkan return bagi perusahaan. Secara umum peningkatan *leverage* selalu meningkatkan return perusahaan juga akan meningkatkan risiko perusahaan itu sendiri. Struktur modal yang optimal adalah struktur modal yang mengoptimalkan keseimbangan antara risiko dan pengembalian sehingga memaksimalkan harga saham. Teori tentang struktur permodalan suatu perusahaan, terdiri dari tiga macam (Frank dan Goyal, 2004), yaitu:

a. *Trade off Theory*

Teori ini beranggapan bahwa dalam keadaan ada pajak, penggunaan hutang akan memberikan manfaat berupa pengurangan pajak bagi perusahaan. Perusahaan perlu bekerja pada rasio hutang yang ditargetkan, yaitu pada struktur modal yang optimal yang akan memaksimalkan nilai perusahaan.

b. *Market Trading Theory*

Berdasarkan teori ini, perusahaan akan menggunakan hutang bila dianggap biaya yang ditanggung akan murah, namun bila dianggap menggunakan modal sendiri akan lebih murah maka perusahaan juga cenderung untuk menggunakan modal sendiri.

c. *Packing Order Theory*

Dalam teori ini perusahaan lebih cenderung untuk membiayai aktivitas operasional perusahaan menggunakan laba ditahan. Bila laba ditahan tidak mencukupi, baru perusahaan akan menggunakan dana yang berasal dari hutang atau dengan kata lain hirarki pendanaan dalam urutan dana sendiri, hutang dan ekuitas ini disebut *packing order theory*. *Packing Order* menyatakan tidak adanya rasio hutang yang ditargetkan.

Keuntungan yang menyebabkan pemilik perusahaan lebih cenderung untuk menggunakan *leverage* dalam pengambilan keputusan mengenai struktur pemodalannya Menurut Weston (dalam Frank dan Goyal, 2004), yakni:

- a. Jika perusahaan yang memiliki *leverage* tinggi akan berpengaruh terhadap biaya bunga yang mengurangi pendapatan kena pajak sehingga dana yang tersedia bagi pemegang saham akan lebih besar;
- b. Apabila berada dalam kondisi pengambilalihan perusahaan, pemilik lama akan memerlukan modal yang minim untuk memperoleh hak penuh terhadap perusahaan yang akan diambil alih;
- c. Bila *leverage* digunakan untuk mendanai aktiva perusahaan, maka aktiva akan terlihat lebih besar pada sisi kanan neraca, sehingga nilai *asset total* di perusahaan pun juga akan tampak lebih besar. Hal ini akan menguntungkan perusahaan bila akan menjadikan *asset* perusahaan untuk mendapatkan pinjaman baru atau untuk menarik investor baru karena ukuran perusahaan nampak besar ditinjau dari aktivasinya;
- d. Dengan mencari dana yang berasal dari hutang, maka pemilik memperoleh manfaat mempertahankan kendali dengan investasi yang terbatas;
- e. Jika tingkat pengambilan lebih besar dari dana yang harus dibayarkan sebagai bunga, maka return untuk pemilik juga meningkat.

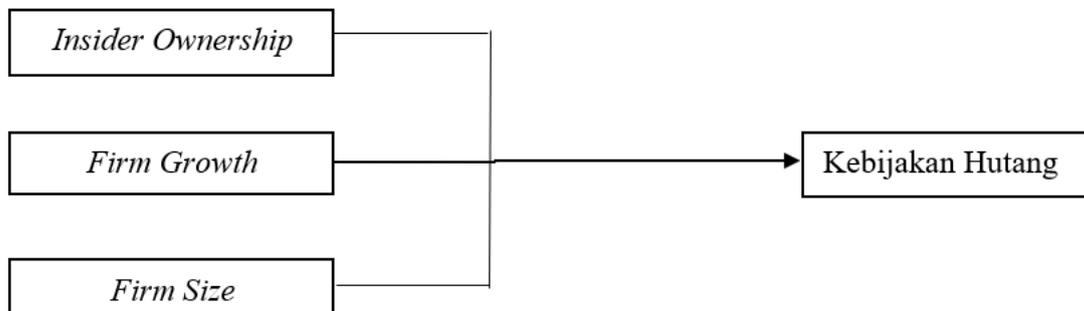
Penggunaan hutang juga memiliki kelemahan, yaitu: (1) hutang yang semakin tinggi meningkatkan resiko sehingga suku bunganya akan semakin tinggi pula, (2) bila bisnis perusahaan tidak dalam kondisi yang bagus, pendapatan operasi menjadi rendah dan tidak cukup menutup biaya bunga sehingga kekayaan pemilik berkurang, bahkan dapat membahayakan perusahaan terancam kebangkrutan. Menurut Riyanto (2011). Salah satu usaha yang dilakukan perusahaan untuk menghindari kebangkrutan atas penggunaan hutang adalah berdasarkan struktur finansial konservatif. Struktur finansial tersebut menghendaki agar perusahaan dalam keadaan bagaimanapun, hendaknya tidak mempunyai jumlah hutang yang

lebih besar (*debt ratio* > 50%) dari jumlah modal sendiri, sehingga modal yang dijamin (hutang) tidak lebih besar dari modal yang menjadi jaminannya (modal sendiri).

2.6. Definisi Operasional Variabel

Jenis Variabel	Rumus
Insider Ownership	$INSID = \frac{\text{Jumlah saham yang dimiliki direktur dan komisaris}}{\text{Jumlah saham beredar}}$
Firm Growth	$GROWTH = Ln \frac{\text{Aktiva akhir tahun}}{\text{Aktiva awal tahun}}$
Firm Size	$SIZE = Ln \text{ Total Asset}$
Kebijakan Hutang	$DR = \frac{\text{Total hutang}}{\text{Total Asset}}$

2.7. Kerangka berpikir



Gambar 1. Model Kerangka Penelitian

Kerangka pemikiran diatas menggambarkan bahwa penelitian ini menggunakan model satu arah, dimana mencakup dua jenis variabel yaitu: (1) variabel independen (variabel bebas), yaitu: *insider ownership*, *firm growth*, *firm size* (2) variabel dependen (variabel terikat) adalah kebijakan hutang.

2.9. Hipotesis

Adapun hipotesis penelitian sebagai berikut:

- H₁ : Struktur kepemilikan insider ownership mempunyai pengaruh negatif terhadap kebijakan hutang
- H₂ : Firm growth mempunyai pengaruh positif terhadap kebijakan hutang
- H₃ : Firm size mempunyai pengaruh positif terhadap kebijakan hutang

3. Metode Penelitian

3.1. Populasi dan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur *go public* di Indonesia yang terdaftar di BEJ (Bursa Efek Jakarta) sampai periode akhir tahun 2018, seperti yang termuat dalam ICMD (*Indonesian Capital Market Directory*). Penelitian ini menggunakan 125 sampel perusahaan-perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEJ yang mempublikasikan laporan keuangan per 31 Desember (tutup buku) pada tahun 2014-2018.

3.2. Jenis dan Sumber Data

Penelitian ini menggunakan jenis data sekunder kategori eksternal publikasi, yaitu data yang sudah diperoleh dalam bentuk yang jadi, sudah dikumpulkan dan diolah pihak lain. Adapun jenis data sekunder yang dikumpulkan mencakup: (1) Data laporan keuangan tentang perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEJ selama periode penelitian, yaitu antara tahun 2014-2018, meliputi: *total liabilities*, *total asset*, *operating profit*, (2) Data persentase saham yang dimiliki oleh *insider ownership* (direktur atau dewan komisaris). Sumber data dalam penelitian ini, diperoleh dari: (1) *Indonesian Capital Market Directory* tahun 20015-2019, (2) *JSX Statistics tahunan*, (3) Jurnal, (4) Internet, (5) Studi kepustakaan.

3.3. Metode Pengumpulan Data

Teknik pengambilan sampel dalam penelitian ini menggunakan metode *purposive sampling*. Pengumpulan data dilakukan dengan menggabungkan dua metode pengumpulan data antara *cross-section* dan *time series* atau dikenal dengan *poling data* (Coper Schindler, 2003: 150).

3.4. Metode Analisis Data

a. Analisis Regresi

Alat analisis yang digunakan untuk pengujian hipotesis dalam penelitian ini menggunakan persamaan regresi model *Linear Probability Model* (LPM) sebagai berikut:

$$DR = \beta_0 + \beta_1 INSD + \beta_2 GROW + \beta_3 SIZE + e$$

Keterangan

DR	: <i>Debt Ratio</i> atau rasio hutang perusahaan
β_0	: Konstanta
$\beta_1, \beta_2, \beta_3$: Koefisien regresi dari tiap-tiap variabel independen
INSD	: Kepemilikan saham oleh <i>insider ownership</i>
GROW	: Tingkat pertumbuhan aktiva perusahaan
SIZE	: Tingkat ukuran perusahaan
e	: <i>Error term</i>

Adapun pengujian satatistik yang akan dilakukan dalam penelitian ini, meliputi:

1) Uji t

Uji t adalah uji yang digunakan untuk mengetahui besarnya pengaruh dari masing-masing variabel independen terhadap variabel dependen.

2) Uji F

yaitu uji yang digunakan untuk mengetahui besarnya pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen secara bersama-sama.

b. *Goodness of Fit* (R^2)

Koefisien determinasi. R^2 menunjukkan indeks keeratan yang menyatakan proporsi dari variabel total Y (variabel dependen) yang dapat dijelaskan oleh variabel total X (variabel independen).

4. Hasil dan Pembahasan

4.1. Analisis Regresi

Tabel 1. Rangkuman Hasil Regresi Berganda Uji t

Variabel	Koefisien Regresi	Std. Error	t _{hitung}	Sig.
(Constant)	0,188	0,079	2,378	0,019
LPM_INSD	-0,002	0,001	-2,904	0,004
LPM_GROW	0,365	0,029	12,496	0,000
LPM_SIZE	0,030	0,003	9,585	0,000

Berdasarkan tabel 4.7 diperoleh persamaan regresi dengan menggunakan model LPM sebagai berikut:

$$DR = 0,188 - 0,002 INSD + 0,365 GROW + 0,030 SIZE + e$$

Adapun hasil analisis masing-masing variabel, sebagai berikut:

a. Variabel *insider ownership* terhadap kebijakan hutang

Hasil menunjukkan bahwa koefisien regresi variabel INSD adalah -0,002 dan mempunyai tingkat signifikansi sebesar $0,004 < 0,05$ (*level of significance* yang telah ditetapkan). Hal ini berarti bahwa variabel INSD berpengaruh secara negatif dan signifikan terhadap DR. Berdasarkan hasil tersebut maka menolak H_0 dan menerima H_1 yang diajukan bahwa kepemilikan *insider ownership* mempunyai pengaruh negatif terhadap kebijakan hutang.

Hubungan keduanya berbanding terbalik, yakni setiap ada kenaikan atau peningkatan kepemilikan *insider ownership* akan menurunkan kebijakan hutang perusahaan. Sebaliknya, apabila terjadi penurunan kepemilikan *insider ownership* akan berakibat peningkatan kebijakan pendanaan perusahaan. Konsisten dengan teori yang dikemukakan Easterbrook (1984), Sanders (1990) bahwa jika struktur kepemilikan manajemen tinggi, maka manajer akan menjadi *risk averse*. Artinya dengan meningkatkan kepemilikan oleh *insider* akan menyebabkan *insider* semakin berhati-hati dalam menggunakan hutang dan menghindari perilaku oportunistik karena mereka ikut menanggung konsekuensinya, sehingga perusahaan hutangnya rendah. Hal ini dapat mengontrol konflik keagenan.

b. Variabel *firm growth* terhadap kebijakan hutang

Variabel GROW mempunyai koefisien regresi sebesar 0,365 dengan nilai signifikan sebesar $0,000 < 0,05$. Artinya bahwa variabel GROW berpengaruh secara positif dan signifikan terhadap DR. Berdasarkan hasil tersebut maka menolak H_0 dan menerima H_3 yang telah diajukan bahwa *firm growth* mempunyai pengaruh terhadap kebijakan hutang.

Brighan dan Gapenski (1999), menyatakan bahwa perusahaan yang memiliki tingkat pertumbuhan yang tinggi cenderung membutuhkan dana dari sumber eksternal yang besar. Biasanya biaya emisi saham akan lebih besar dari biaya penerbitan surat hutang, sehingga ada hubungan yang positif antara *firm growth* dengan *debt ratio*. Hal tersebut senada dengan penelitian yang dilakukan oleh Syadeli (2013), menyatakan bahwa pertumbuhan total aktiva cenderung berdampak positif terhadap *leverage* perusahaan.

c. Variabel *firm size* terhadap kebijakan hutang

Koefisien regresi untuk variabel SIZE sebesar 0,030 dengan tingkat signifikansi sebesar $0,000 < 0,05$. Artinya bahwa variabel SIZE mempunyai pengaruh positif dan signifikan terhadap DR. Berdasarkan hasil tersebut maka menolak H_0 dan menerima H_a yang diajukan bahwa *firm size* mempunyai pengaruh positif terhadap kebijakan hutang.

Arah hubungan yang didapatkan di antara keduanya adalah positif, sesuai dengan prediksi teori *Trade Off* bahwa semakin besar ukuran perusahaan maka akan semakin besar pula kemampuan perusahaan mendapatkan hutang. Penggunaan hutang yang besar diharapkan akan dapat meningkatkan nilai perusahaan. Temuan tersebut senada dengan hasil studi Syadeli (2013) dan Nafisa (2016), kebijakan hutang dapat digunakan untuk menciptakan nilai perusahaan yang diinginkan, namun besar-kecilnya jumlah hutang yang disetujui oleh pihak kreditur juga tergantung dari besar-kecilnya ukuran perusahaan milik deditur. Artinya ukuran perusahaan yang besar dimana ditunjukkan dengan nilai aktiva, relatif lebih mudah untuk akses ke pasar modal. Kemudahan ini mengindikasikan bahwa perusahaan yang berukuran besar relatif mudah memenuhi sumber dana dari hutang melalui pasar modal. Jadi ukuran perusahaan dapat digunakan sebagai *inverse proxy* untuk probabilitas kebangkrutan. Perusahaan yang berukuran besar cenderung terdiversifikasi sehingga menurunkan risiko kebangkrutan. Hal ini tentunya akan meningkatkan kekuatan tawar perusahaan dihadapan kreditur. *Size* yang besar dan tumbuh dapat merefleksikan tingkat profit dimasa mendatang.

Tabel 2. Rangkuman Hasil Regresi Berganda Uji F

Variabel	F _{hitung}	Sig
LPM_INSD, LPM_GROW, LPM_SIZE,	140,879	0,000

Hasil uji F dapat diketahui dari tabel 4.8 di atas, dimana F hitung sebesar 140,879 dengan tingkat signifikansi $0,000 < 0,05$. Artinya secara bersama-sama variabel independen (INSD, GROW, SIZE) mempengaruhi variabel dependen. Berdasarkan hasil tersebut maka menolak H_0 dan menerima H_a yang diajukan bahwa *insider ownership*, *firm growth*, *firm size* dan secara bersama-sama berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang.

4.2. Goodness of Fit

Tabel 3. Rangkuman Hasil Uji Goodness of Fit

R	R Square	Adjusted R Square
0,925	0,857	0,850

R square adalah 0,857 yang menunjukkan bahwa sekitar 85,7% variabel kebijakan hutang dapat dijelaskan oleh variabel *insider ownership*, *firm growth* dan *firm size*. Hasil tersebut mengindikasikan bahwa variabel-variabel independen memberikan hampir semua informasi yang dibutuhkan untuk memprediksi variasi variabel dependen. Berarti sisanya sebesar 0,143 atau 14,3% dijelaskan oleh variabel lain di luar model.

5. Kesimpulan dan Dampak Penelitian

5.1. Kesimpulan

Berdasarkan hasil analisis dan pembahasan di atas, maka dapat diambil kesimpulan sebagai berikut:

a). Secara individu insider ownership mempunyai pengaruh signifikan secara negatif terhadap kebijakan hutang. Hasil penelitian menunjukkan bahwa jika struktur kepemilikan manajemen tinggi, maka manajer akan menjadi risk averse. b). Variabel pertumbuhan perusahaan mempunyai pengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan hutang. Artinya bahwa perusahaan manufaktur di Indonesia yang sedang mengalami fase pertumbuhan cenderung membutuhkan dana dari sumber eksternal yang besar, karena biasanya biaya emisi saham akan lebih besar dari biaya penerbitan surat hutang. c). Variabel ukuran perusahaan berpengaruh secara positif dan signifikan terhadap kebijakan hutang. Konsisten dengan prediksi Trade Off Theory bahwa semakin besar ukuran perusahaan yang ditunjukkan dengan nilai aktiva, maka relatif lebih mudah untuk akses ke pasar modal. d). Berdasarkan hasil uji F menunjukkan bahwa variabel insider ownership, firm growth dan firm size secara bersama-sama mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan hutang. e). R square adalah 0,857 yang menunjukkan bahwa sekitar 85,7% variabel kebijakan hutang dapat dijelaskan oleh variabel insider ownership, firm growth dan firm size. Hasil tersebut mengindikasikan bahwa variabel-variabel independen memberikan hampir semua informasi yang dibutuhkan untuk memprediksi variasi variabel dependen. Berarti sisanya sebesar 14,3% dijelaskan oleh variabel lain di luar model. f). Meningkatnya kepemilikan insider ownership menyebabkan manajemen berhati-hati untuk menggunakan hutang perusahaan. sebab apabila terjadi kesalahan penggunaan hutang maka manajer akan ikut menanggung risiko.. Perusahaan yang berada pada fase pertumbuhan ternyata cenderung membutuhkan sumber dana eksternal (hutang) lebih besar. Kemudahan untuk akses mendapatkan pinjaman dana eksternal tergantung pada besarnya ukuran perusahaan. Apabila perusahaan telah mampu mendapatkan keuntungan yang tinggi (profitable), maka cenderung banyak memanfaatkan dana sendiri untuk keperluan investasi dan mengurangi pendanaan yang berasal dari hutang.

5.2. Saran

a). Perlu menambahkan variabel kepemilikan institutional investor sebagai agen pengawas untuk mengurangi konflik keagenan, karena mereka dapat mengendalikan perilaku oportunistik manajer sekaligus memungkinkan perusahaan untuk menggunakan hutang secara optimal. b). Besar kecilnya ukuran perusahaan biasanya memang menjadi dasar kreditur untuk mencairkan dana pinjaman yang diajukan oleh pihak debitur. Sebaiknya kreditur juga perlu melihat kemampuan perusahaan debitur dalam menghasilkan profit. c). Perlu menambahkan variabel bebas profitabilitas untuk mengetahui kemampuan perusahaan menghasilkan laba untuk menutup hutangnya. d). Disarankan peneliti selanjutnya menggunakan model simultan untuk memperoleh hasil penelitian yang lebih variatif. e). Penelitian selanjutnya disarankan memperhatikan faktor-faktor di luar penelitian ini yang masih berhubungan dengan kebijakan hutang. f). Peneliti selanjutnya dapat menggunakan seluruh perusahaan yang terdaftar di BEJ (tidak hanya perusahaan manufaktur), sehingga berpengaruh terhadap besarnya sampel yang diperoleh dan keragaman jenis perusahaan.

6. Keterbatasan

a). Penelitian ini hanya menggunakan sampel sebesar 125 perusahaan manufaktur di Indonesia pada tahun 2002-2006 (lima periode). b). Penelitian ini hanya terbatas menggunakan pengkategorian institutional investor domestic saja. c). Hanya menggunakan lima variabel independen (insider ownership, firm growth, size) untuk mengetahui pengaruhnya terhadap kebijakan hutang dengan menggunakan model penelitian satu arah saja.

DAFTAR PUSTAKA

- Achmad, Nur. (2017). Modul Praktikum *Komputer Statistik*. Surakarta: FE-UMS.
- Brigham, Eugene F dan Joel F. Houston. (2014). *Fundamentals of Financial Management*, 14th Edition. Mason: South-Western Cengage Learning
- Brigham, E. F, Gapenski, I. C and Daves, P. R. (1999). *Intermediate Financial Management*. Fifth Edition. New York: The Dryden Press.
- Dendawijaya, Lukman. (2005). *Manajemen Perbankan*. Edisi kedua. Jakarta: Ghalia Indonesia
- Husnan, Suad. (2013). *Manajemen Keuangan Teori dan Penerapan (Keputusan Jangka Panjang)*. Edisi Keempat, Buku 1. Yogyakarta: BPFE.
- Gujarati, Damodar N. (2011). *Ekonometrika Dasar. Edisi Kelima Terjemahan Bahasa Indonesia*. Jakarta: Salemba Empat.
- Riyanto, Bambang. (2011). *Dasar – Dasar Pembelanjaan Perusahaan*. Yogyakarta : BPFE Universitas Gajah Mada.
- Sartono, Agus. (2014). *Manajemen Keuangan Teori dan Aplikasi*. Yogyakarta : BPFE Universitas Gajah Mada.

Jurnal

- Bathala, C. T; K. R. Moon and R. P. Rao. (1994). Managerial Ownership, Debt Policy, and The Impact of Institutional Holdings an Agency Perspective. *Financial Management*, Vol. 23, 38-50.
- Chen, R. Carl and Steiner, T. L. (1999). Managerial Ownership and Agency Conflict: A Non Linear Simultaneous Equation Analysis of Managerial Ownership, Risk Taking, Debt Policy, and Dividend Policy. *Financial Review*, Vol. 34, 119-136.
- Coffe, J. C, J. R. (1991). Liquidity Versus Control: The Institutional Investor as Corporate Monitor. *Columbia Law Review*, 1277-1368.
- Crutchley, Claire E and Robert, S. Hansen. (1989). A test of the Agency Theory of The Managerial Ownership, Corporate Leverage, and Corporate Dividends. *Financial Management Winter*, Vol. 18, 36-46.

-
- Easterbrook, F. (1984). Two Agency-Cost Explanations of Dividends. *American Economic Review*, Vol. 74, 650-659.
- Frank, M. Z. dan Goyal, V. K. (2004). The Effect of Market Conditions on Capital Structure Adjustment. *Finance Research Letters*, 1(1), 47–55.
- Hendria, Reji. (2015). Pengaruh Insider Ownership, Firm Size, Firm Growth, dan Business Risk terhadap Kebijakan Hutang pada Perusahaan Perbankan Go Publik di Bursa Efek Indonesia. *Jom FEKON*, Vol. 2 No. 1, 1-15.
- Jensen, G. D. Solberg, and T. Zorn. (1992). Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt, and Dividend policies. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 27, 247-263.
- Jensen, M and W. Meckling. (1976). Theory of The Firm Managerial Behavior, Agency Cost, and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, 305-360.
- Kim, W and E. Sorensen. (1986). Evidence on The Impact of The Agency Costs of Debt on Corporate Debt Policy. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 21, 131-144.
- Leland, H and D. Pyle. (1977). Informational Asymetries, Financial Structure and Financial Intermediation. *Journal of Finance*, 32, 371-388.
- Mc Connell, J. J and H. Servaes. (1990). Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value. *Journal of Financial Economics*, Vol. 27, 595-612.
- Nafisa, Adita dkk. (2016). Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Ukuran Perusahaan, Pertumbuhan Perusahaan, Free Cash Flow dan Profitabilitas terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan Manufaktur di BEI. *Hurnal Ekonomi Bisnis*, Vol. 21 No. 2, 122-135
- Setyawan, Hendri dan Sutapa. (2006). Analisis Penentu Struktur Modal. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*, Vol. 5 No. 2, 203-215.
- Shleifer, A and R. Vishny. (1986). Large Shareholders and Corporate Control. *Journal of Political Economics*, Vol. 95, 461-488.
- Sunders, A, E. Strock and N. G. Travlos. (1990). Ownership Structure, Deregulation and Bank Risk Taking. *Journal of Finance*, Vol. 45 No. 42.
- Syadeli, Moh. (2013). Struktur Kepemilikan, Profitabilitas dan Ukuran Perusahaan terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan Pemanufaktur di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Manajemen dan Akuntansi*, Vol. 2 No. 2, 79-94.
- Vermaelen. (1981). Common Stock Repurchases and Market Signaling: An Empirical Study. *Journal of Financial Economics*, 163-181.
- Wahidahwati.2002. Kepemilikan Manajerial dan Agency Conflict : Analisis Persamaan Simultan Nonlinear dari Kepemilikan Manajerial, Penerimaan Risiko, Kebijakan Utang, dan Kebijakan Dividen. *Simposium Nasional Akuntansi V.Semarang*, 601-625.