

Analisis Pengaruh Struktur Kepemilikan Manajemen, Kebijakan Hutang Dan Risiko Terhadap Kinerja Keuangan Perusahaan Industri Manufaktur Tbk Di Indonesia

Sumadji Harryono

Noerchoidah

Fakultas Ekonomi - Universitas Merdeka Surabaya

Sumadji_harryono@yahoo.co.id

Noerchoidah1969@gmail.com

ABSTRACT

The main objective of this study was to examine the effect of ownership structure management, debt policy and the risks to the value of public manufacturing companies in Indonesia.. Unlike the agency problems in capital markets have developed, agency problem in Indonesia is the difference between the interests of the minority owners of the majority owner. The hypothesis in this study were: (1) ownership structure, significant effect on debt policy, (2) ownership structure and debt policies have a significant effect on the financial performance of the company. This study wanted to test the agency theory, Jensen and Meckling (1976), Pecking Order Theory, Myers (1984), The trade off models and Signaling Theory, Copeland (1992). The population in this study is an open manufacturing company listed on the Indonesia Stock Exchange. A total of 157 companies were taken as samples by using purposive sampling. Data were analyzed using the Structural Equation Modelling. These studies suggest that the ownership structure of management, significant effect on debt policy. Ownership structure and debt policies have a significant effect on the financial performance of the company. Results of this study do not support the agency theory, Jensen and Meckling (1976) but the results of this study support the Pecking Order Theory, Myers (1984), The trade off models and Signaling theory, Barclay (1995).

Keywords: *management ownership structure, debt policy, financial performance.*

PENDAHULUAN

Hubungan manajer dengan pemegang saham di dalam *agency theory* digambarkan sebagai hubungan antara *agent* dan *principal* (Schroeder et al. 2011). Manajer sebagai *agent* dan pemegang saham sebagai *principal*. Manajer harus mengambil keputusan bisnis terbaik untuk meningkatkan kekayaan pemegang saham. Keputusan bisnis yang diambil manajer adalah mamaksimalkan sumber daya (utilitas) perusahaan. Namun demikian pemegang saham tidak dapat mengawasi semua keputusan dan aktivitas yang dilakukan oleh manajer. Suatu

ancaman bagi pemegang saham jika manajer akan bertindak untuk kepentingannya sendiri, bukan untuk kepentingan pemegang saham. Inilah yang menjadi masalah dasar dalam *agency theory* yaitu adanya konflik kepentingan.

Pemegang saham dan manajer masing-masing berkepentingan memaksimalkan tujuannya. Konflik kepentingan terjadi jika keputusan manajer hanya akan memaksimalkan kepentingannya dan tidak sejalan dengan kepentingan pemegang saham. Perilaku manajer dalam situasi konflik kepentingan inilah yang menarik untuk diteliti. Keputusan dan aktivitas

manajer yang memiliki saham perusahaan tentu akan berbeda dengan manajer yang murni sebagai manajer. Manajer yang memiliki saham perusahaan berarti manajer tersebut sekaligus adalah pemegang saham. Manajer yang memiliki saham perusahaan tentunya akan menselaraskan kepentingannya dengan kepentingannya sebagai pemegang saham. Sementara manajer yang tidak memiliki saham perusahaan, ada kemungkinan hanya mementingkan kepentingannya sendiri. Kepemilikan saham perusahaan oleh manajer disebut dengan struktur kepemilikan manajemen.

Penelitian mengenai hubungan kepemilikan manajemen dengan keputusan bisnis manajer telah banyak dilakukan oleh peneliti. Namun para peneliti menemukan hasil yang berbeda. Misalnya, penelitian tentang hubungan antara kepemilikan manajemen dengan *debt ratio* menunjukkan hasil yang berbeda diantara beberapa peneliti. Beberapa peneliti menemukan hubungan positif antara kepemilikan manajemen dengan *debt ratio* perusahaan. (Kim dan Sorensen 2005, Myers dan Majluf 1984, Medigliani 1958 dalam Wahidahwati 2012, Soliha dan Taswan 2012). Sementara peneliti lain menemukan bahwa kepemilikan saham oleh manajer mempunyai pengaruh yang signifikan dan berhubungan *negative* dengan *debt ratio* (Moh'd 2008 dalam Wahidahwati 2012).

Selain itu, penelitian yang mengkaitkan kepemilikan manajemen dengan kinerja keuangan perusahaan (kinerja keuangan perusahaan merupakan hasil keputusan operasional manajer), juga menunjukkan hasil yang berbeda diantara peneliti. Soliha dan Taswan (2012) menemukan hubungan yang signifikan dan positif antara kepemilikan manajemen dengan kinerja keuangan perusahaan. Sementara peneliti lain menemukan hubungan yang lemah antara kepemilikan manajemen dengan kinerja keuangan perusahaan (Lasfer dan Faccio 2009).

Berdasarkan pemikiran bahwa manajer yang sekaligus pemegang saham akan melakukan dan mengambil keputusan bisnis yang berbeda dengan manajer yang bukan sekaligus pemegang saham serta adanya hasil penelitian yang berbeda diantara peneliti tentang hubungan kepemilikan manajemen dengan keputusan bisnis, maka menarik untuk diteliti apakah memang benar ada perbedaan dalam pengambilan keputusan bisnis antara perusahaan dengan kepemilikan manajemen dengan perusahaan yang dikelola oleh manajer- manajer yang bukan sekaligus pemegang saham.

Berdasarkan latar belakang masalah yang telah diuraikan di atas, maka penelitian ini bertujuan untuk mengetahui apakah terdapat perbedaan pengambilan keputusan bisnis antara perusahaan dengan kepemilikan manajemen dengan perusahaan tanpa kepemilikan manajemen. Untuk lebih memfokuskan arah penelitian ini maka keputusan bisnis yang diambil oleh manajer dibatasi pada keputusan keuangan yang diprosikan dengan kebijakan hutang (struktur modal), keputusan operasional yang diprosikan dengan risiko, keputusan bisnis secara keseluruhan yang diprosikan dengan kinerja keuangan perusahaan. Selain itu, penelitian ini juga akan memberikan dasar empiris yang kuat untuk penelitian tentang hubungan kepemilikan manajemen dengan keputusan bisnis manajer. Sangat tidak logis jika kerangka pemikiran adanya hubungan antara kepemilikan manajemen dengan keputusan bisnis manajer dibangun jika ternyata tidak ada perbedaan yang signifikan antara perusahaan dengan kepemilikan dengan perusahaan tanpa kepemilikan manajemen.

Perkembangan riset pasar modal telah memotivasi penulis untuk melakukan penelitian bidang keuangan. Beberapa penelitian tentang struktur modal terhadap kinerja keuangan perusahaan telah banyak dilakukan oleh peneliti dan hasilnya saling kontradiksi. Jensen dan Meckling (1976)

berargumentasi bahwa konflik keagenan terjadi karena adanya pemisahan kepemilikan dan pengendalian. Konflik keagenan menyebabkan penurunan kinerja keuangan perusahaan. Penurunan kinerja keuangan perusahaan akan mempengaruhi kekayaan dari pemegang saham sehingga pemegang saham akan melakukan tindakan pengawasan terhadap perilaku manajemen. Secara singkat ada dua pandangan yang terus diperdebatkan oleh ahli-ahli keuangan di dunia. Pandangan pertama dikenal dengan pandangan tradisional yang menyatakan bahwa struktur modal mempengaruhi kinerja keuangan perusahaan. Pandangan tradisional diwakili oleh dua teori yaitu *Trade off Theory* dan *Pecking Order Theory*, Myers (1984). Pandangan kedua dikemukakan oleh Modigliani dan Miller yang menyatakan bahwa struktur modal tidak mempengaruhi kinerja keuangan perusahaan. Myers dan Majluf (1984), menyatakan bahwa perusahaan cenderung mempergunakan *internal equity* terlebih dahulu, dan apabila memerlukan *external financing*, maka perusahaan akan mengeluarkan *debt* sebelum menggunakan *external equity*.

Dari beberapa penelitian yang dilakukan pada perusahaan-perusahaan di Indonesia ditemukan hasil bahwa perusahaan-perusahaan di Indonesia cenderung mengikuti *pecking order theory*. Sartono (2007) telah menemukan bahwa pada umumnya para manajer perusahaan di Indonesia cenderung mengikuti hirarki pendanaan (*pecking order theory*). Struktur modal perusahaan diprediksi juga dipengaruhi oleh faktor ekstern dan faktor intern perusahaan. Struktur kepemilikan menjadi penting dalam teori keagenan karena sebagian besar argumentasi konflik keagenan disebabkan oleh adanya pemisahan kepemilikan dan pengelolaan. Konflik keagenan tidak terjadi pada perusahaan dengan kepemilikan seratus persen oleh manajemen (Jensen dan Meckling, 1976). Struktur kepemilikan saham diprediksi berpengaruh dalam

penentuan struktur modal. Semakin terkonsentrasi kepemilikan saham perusahaan cenderung akan mengurangi utang. Semakin terkonsentrasi kepemilikan saham, maka akan terjadi pengawasan yang efektif terhadap manajemen. Manajemen akan semakin berhati-hati dalam melakukan peminjaman, sebab jumlah utang yang terlalu tinggi akan menimbulkan risiko *financial distress* sehingga kinerja keuangan perusahaan akan menurun. Jumlah utang yang melewati titik optimalnya akan membuat penghematan pajak dari penggunaan utang lebih rendah dari pada kinerja keuangan sekarang dari *financial distress* dan *agency cost (model trade off)*. Semakin terkonsentrasi kepemilikan saham perusahaan juga diprediksi akan meningkatkan kinerja keuangan perusahaan.

KERANGKA KONSEPTUAL DAN MODEL HIPOTESIS

Secara teoritis, pembiayaan perusahaan dihadapkan oleh berbagai macam pertimbangan. Salah satu teori yang mendasari keputusan pendanaan perusahaan adalah *pecking order theory*, Myers (1984) yang mengemukakan adanya kecenderungan perusahaan untuk menentukan pemilihan sumber pendanaan atas dasar hirarki risiko (*pecking order theory*). *Pecking order theory* adalah salah satu teori yang didasarkan pada asimetri informasi. Asimetri informasi akan mempengaruhi struktur modal perusahaan dengan cara membatasi akses pada sumber pendanaan dari luar. Myers dan Majluf (1984) menunjukkan bahwa dengan adanya asimetri informasi, investor biasanya akan menginterpretasikan sebagai berita buruk apabila perusahaan mendanai investasinya dengan menerbitkan ekuitas. Dengan demikian, perusahaan akan lebih memilih mendanai investasinya berdasarkan suatu urutan resiko. Barclay dan Smith (1995) mengemukakan bahwa

pecking order cenderung akan memilih *internal fund*, *riskless debt*, *risky debt* dan *equity*. Myers dan Majluf (1984), dan Myers (1984) mengacu terhadap masalah ini sebagai hipotesis *pecking order* yang menyatakan bahwa perusahaan cenderung mempergunakan *internal equity* terlebih dahulu, dan apabila memerlukan *external finance*, maka perusahaan akan mengeluarkan *debt* sebelum menggunakan *external equity*.

Struktur kepemilikan secara teoritis mempunyai hubungan dengan kebijakan hutang. Semakin terkonsentrasi kepemilikan saham maka pengawasan yang dilakukan pemilik terhadap manajemen akan semakin efektif. Manajemen akan semakin berhati-hati dalam memperoleh pinjaman, sebab jumlah utang yang semakin meningkat akan menimbulkan *financial distress*. Terjadinya *financial distress* akan mengakibatkan kinerja keuangan perusahaan akan mengalami penurunan sehingga mengurangi kemakmuran pemilik.

Suku bunga merupakan biaya modal bagi perusahaan. Suku bunga yang tinggi berarti biaya penggunaan dana semakin tinggi sehingga perusahaan enggan untuk melakukan peminjaman dan selanjutnya kebijakan hutang akan menurun. Keadaan pasar modal semakin bergairah akan mengurangi minat perusahaan untuk melakukan peminjaman karena perusahaan lebih tertarik melakukan pembiayaan melalui pasar modal sehingga kebijakan hutang akan menurun. Pertumbuhan pasar yang tinggi menunjukkan peluang pasar yang bagus sehingga akan mendorong perusahaan untuk melakukan peminjaman sehingga kebijakan hutang akan meningkat. Profitabilitas yang meningkat akan meningkatkan laba yang ditahan sehingga akan mengurangi minat perusahaan untuk melakukan peminjaman dan kebijakan hutang akan menurun. Pembayaran deviden yang meningkat akan mengurangi laba yang ditahan sehingga

sumber dana intern akan menurun dan perusahaan akan tertarik untuk melakukan peminjaman sehingga kebijakan hutang akan meningkat. Ukuran perusahaan menunjukkan aktivitas perusahaan yang dimiliki perusahaan. Semakin besar ukuran perusahaan berarti semakin besar aktiva yang bisa dijadikan jaminan untuk memperoleh utang sehingga kebijakan hutang akan meningkat. Pangsa pasar relatif menunjukkan daya saing perusahaan lebih tinggi dibandingkan pesaing utamanya sehingga akan mendorong perusahaan untuk melakukan peminjaman dan kebijakan hutang akan meningkat. Kepemilikan institusional akan mendorong pemilik untuk melakukan peminjaman kepada manajemen sehingga manajemen terdorong untuk meningkatkan kinerjanya, selanjutnya kinerja keuangan perusahaan akan meningkat. Kepemilikan manajemen akan mendorong manajemen untuk meningkatkan kinerja perusahaan, karena mereka juga memiliki perusahaan. Kinerja perusahaan yang meningkat akan meningkatkan kinerja keuangan perusahaan. Suku bunga yang tinggi akan mengurangi minat investor untuk menginvestasikan dananya ke pasar modal sehingga aktivitas perdagangan akan menurun dan kinerja keuangan perusahaan akan menurun. Pertumbuhan pasar menunjukkan kinerja perusahaan membaik sehingga investor akan merespon positif dan kinerja keuangan perusahaan akan meningkat. Profitabilitas yang tinggi menunjukkan prospek perusahaan yang baik sehingga investor akan merespon positif sinyal tersebut dan kinerja keuangan perusahaan meningkat. *Signnally theory*, Copeland (1992) mengemukakan bahwa profitabilitas yang tinggi menunjukkan prospek perusahaan yang bagus sehingga investor akan merespon positif dan kinerja keuangan perusahaan akan meningkat. Pembayaran dividen yang semakin meningkat menunjukkan prospek perusahaan semakin bagus sehingga investor akan tertarik untuk membeli

saham dan kinerja keuangan perusahaan akan meningkat. Ukuran perusahaan yang besar menunjukkan perusahaan mengalami perkembangan sehingga investor akan merespon positif dan kinerja keuangan perusahaan akan meningkat. Pangsa pasar relatif menunjukkan daya saing perusahaan lebih tinggi dibanding pesaing utamanya. Investor akan merespon positif sehingga kinerja keuangan perusahaan akan meningkat. Kebijakan hutang yang semakin tinggi akan menimbulkan *financial distress* sehingga kinerja keuangan perusahaan menurun. *Balancing Theory*, Adedeji (2012) menyatakan bahwa ada keseimbangan antara manfaat dan pengorbanan dalam kaitannya dengan hutang.

Hipotesis Penelitian

H1 = Kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang

H2 = Kepemilikan manajemen berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang

H3 = Suku bunga berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang

H4 = Keadaan pasar modal berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang

H5 = Pertumbuhan pasar berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang

H6 = Profitabilitas berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang

H7 = Pembayaran dividen berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang

H8 = Ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang

H9 = Pangsa pasar relatif berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang

H10 = Kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap kinerja keuangan perusahaan

H11 = Kepemilikan manajemen berpengaruh positif terhadap kinerja keuangan perusahaan

H12 = Suku bunga berpengaruh negatif terhadap kinerja keuangan perusahaan

H13 = Keadaan pasar modal berpengaruh positif terhadap kinerja keuangan perusahaan

H14 = Pertumbuhan pasar berpengaruh positif terhadap kinerja keuangan perusahaan

H15 = Profitabilitas berpengaruh positif terhadap kinerja keuangan perusahaan

H16 = Pembayaran dividen berpengaruh positif terhadap kinerja keuangan perusahaan

H17 = Ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap kinerja keuangan perusahaan

H18 = Pangsa pasar relatif berpengaruh positif terhadap kinerja keuangan perusahaan

H19 = Kebijakan hutang berpengaruh negatif terhadap kinerja keuangan perusahaan

METODE PENELITIAN

Populasi dan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan yang terdaftar di BEI. Pengambilan sampel dilakukan dengan purposive sampling, yaitu sampel yang memiliki kriteria sebagai berikut:

1. Perusahaan tercatat di BEI tahun 2011 – tahun 2015.
2. Data laporan keuangan tersedia berturut-turut untuk laporan tahun 2011 – tahun 2015.
3. Perusahaan mempublikasikan laporan keuangan yang telah diaudit dengan menggunakan tahun buku yang berakhir pada tanggal 31 Desember.

Variabel Penelitian

1. Struktur Kepemilikan Manajemen

Struktur kepemilikan Manajemen adalah proporsi kepemilikan institusional dan manajemen dalam kepemilikan saham perusahaan. Kepemilikan manajemen adalah situasi dimana manajer memiliki saham perusahaan atau dengan kata lain

manajer tersebut sekaligus sebagai pemegang saham perusahaan. Dalam laporan keuangan, keadaan ini ditunjukkan dengan besarnya persentase kepemilikan saham perusahaan oleh manajer. Karena hal ini merupakan informasi penting bagi pengguna laporan keuangan maka informasi ini akan diungkapkan dalam catatan atas laporan keuangan. Adanya kepemilikan manajemen menjadi hal yang menarik jika dikaitkan dengan *agency theory*. Dalam kerangka *agency theory*, hubungan antara manajer dan pemegang saham digambarkan sebagai hubungan antara *agent* dan *principal* (Schroeder et al. 2011). *Agent* diberi mandat oleh *principal* untuk menjalankan bisnis demi kepentingan *principal*. Manajer sebagai *agent* dan pemegang saham sebagai *principal*. Keputusan bisnis yang diambil manajer adalah keputusan untuk memaksimalkan sumber daya (utilitas) perusahaan. Suatu ancaman bagi pemegang saham jikalau manajer bertindak untuk kepentingannya sendiri, bukan untuk kepentingan pemegang saham. Dalam konteks ini masing-masing pihak memiliki kepentingan sendiri-sendiri. Inilah yang menjadi masalah dasar dalam *agency theory* yaitu adanya konflik kepentingan. Pemegang saham dan manajer masing-masing berkepentingan untuk memaksimalkan tujuannya. Masing-masing pihak memiliki risiko terkait dengan fungsinya, manajer memiliki risiko untuk tidak ditunjuk lagi sebagai manajer jika gagal menjalankan fungsinya, sementara pemegang saham memiliki risiko kehilangan modalnya jika salah memilih manajer. Kondisi ini merupakan konsekuensi adanya pemisahan fungsi pengelolaan dengan fungsi kepemilikan.

Situasi tersebut di atas tentunya akan berbeda, jika kondisinya manajer juga sekaligus sebagai pemegang saham atau pemegang saham juga sekaligus manajer atau disebut juga kondisi perusahaan dengan kepemilikan manajemen. Keputusan dan aktivitas di perusahaan

dengan kepemilikan manajemen tentu akan berbeda dengan perusahaan tanpa kepemilikan manajemen. Dalam perusahaan dengan kepemilikan manajemen, manajer yang sekaligus pemegang saham tentunya akan menselaraskan kepentingannya dengan kepentingannya sebagai pemegang saham. Sementara dalam perusahaan tanpa kepemilikan manajemen, manajer yang bukan pemegang saham kemungkinan hanya mementingkan kepentingannya sendiri.

- a. **Kepemilikan institusional**
Kepemilikan institusional merupakan proporsi kepemilikan saham oleh institusi dalam hal ini institusi pendiri perusahaan, bukan institusi pemegang saham publik yang diukur dengan prosentase jumlah saham yang dimiliki oleh investor institusi intern. Pengukuran ini mengacu dari penelitian Sudarma (2008), Friend dan Hasbrouk (2013).
- b. **Kepemilikan Manajemen**
Kepemilikan saham manajemen merupakan kepemilikan saham terbesar oleh manajemen perusahaan yang diukur dengan prosentase jumlah saham yang dimiliki manajemen. Pengukuran ini mengacu dari Sudarma (2008).

2. Kebijakan hutang (Struktur Modal)

Struktur modal adalah perbandingan kinerja keuangan hutang dengan kinerja keuangan modal sendiri yang tercermin pada laporan keuangan perusahaan akhir tahun. Variabel ini dinyatakan dalam rasio total hutang dengan penjumlahan total hutang dan modal sendiri pada neraca akhir tahun. Pengukuran ini mengacu dari penelitian Friend dan Lang (2012), Homaifar (2014), dan Sudarma (2008).

3. Risiko

Merupakan pengelompokan dari variabel-variabel yang tidak dapat dikendalikan

perusahaan. Variabel yang termasuk dalam faktor ekstern adalah tingkat suku bunga, keadaan pasar modal, dan pertumbuhan pasar.

- a. Tingkat suku bunga
Pengertian operasional variabel tingkat suku bunga adalah tingkat bunga kredit investasi dan tingkat bunga kredit modal kerja bank umum pemerintah rata-rata per-tahun yang dibebankan kepada perusahaan atas penggunaan dana modal kerja dalam bentuk hutang jangka pendek dan dana investasi dalam bentuk hutang jangka panjang pada akhir tahun.
- b. Keadaan pasar modal
Keadaan pasar modal merupakan besarnya kinerja keuangan transaksi perdagangan di BEI pada akhir tahun sebagai cermin perkembangan BEI. Variabel keadaan pasar modal diukur dengan kinerja keuangan perdagangan saham di Bursa Efek Indonesia pada akhir tahun.
- c. Pertumbuhan Pasar
Adalah persepsi tentang peluang bisnis yang tersedia di pasar yang harus direbut oleh perusahaan. Pertumbuhan pasar ini diukur dari kinerja keuangan rasio selisih volume penjualan industri pada tahun t dengan volume penjualan industri pada tahun $t-1$ dibagi dengan volume penjualan industri pada tahun $t-1$. Pengukuran ini sesuai dengan penelitian Sulastri (2009)

Faktor intern merupakan sekumpulan variabel-variabel yang dapat dikendalikan oleh perusahaan. Variabel-variabel yang termasuk dalam variabel faktor intern adalah profitabilitas, pembayaran dividen, ukuran perusahaan dan pangsa pasar relatif.

- a. Profitabilitas
Adalah kemampuan perusahaan untuk menghasilkan profit atau laba selama satu tahun yang dinyatakan dalam

rasio laba operasi dengan penjualan dari data laporan laba rugi akhir tahun.

- b. Pembayaran dividen
Pembayaran dividen merupakan besarnya laba yang dibagikan kepada pemegang saham pada akhir tahun yang juga akan mencerminkan besarnya laba yang akan ditanamkan pada laba ditahan akhir tahun. Variabel ini dinyatakan dalam rasio dividen per lembar saham dengan laba per lembar saham akhir tahun.
- c. Ukuran perusahaan
Ukuran perusahaan dalam penelitian ini merupakan cerminan besar kecilnya perusahaan yang nampak dalam kinerja keuangan total aktiva perusahaan pada neraca akhir tahun, yang diukur dengan total aktiva.
- d. Pangsa pasar relatif
Adalah persepsi tentang kekuatan dan kelemahan perusahaan dibandingkan dengan pesaing utamanya di pasar. Pengukuran variabel ini menggunakan volume penjualan perusahaan dibagi dengan volume penjualan pesaing utama.

4. Kinerja Keuangan Perusahaan

Kinerja keuangan perusahaan didefinisikan sebagai persepsi investor terhadap tingkat keberhasilan perusahaan dalam mengelola sumberdaya pada tahun t yang tercermin pada harga saham tahun $t+1$. Pengukuran variabel kinerja keuangan perusahaan adalah rasio kenaikan/penurunan harga saham tahun $t+1$ dengan kinerja keuangan buku persaham pada neraca akhir tahun t . Pengukuran ini sesuai dengan pengukuran yang digunakan dalam penelitian Miller (1958) dan Sudarma (2008).

Kinerja Keuangan Perusahaan atau kinerja perusahaan adalah hasil kegiatan operasional perusahaan. Kegiatan operasional di dalam laporan keuangan ditunjukkan oleh pencapaian laba bersih. Laba merupakan selisih antara *revenue* dengan *expenses*. Sehingga manajer dalam

mengelola perusahaan akan berusaha memaksimalkan *revenue* dan menekan *expenses*. Kegiatan memaksimalkan *revenue* disebut juga peningkatan profitabilitas, sedangkan menekan *expenses* disebut juga peningkatan efisiensi. Kinerja perusahaan akan lebih baik jika saham perusahaan dimiliki oleh manajer. Manajer merasa lebih memiliki perusahaan. Manajer tidak lagi sebagai tenaga profesional yang digaji tetapi juga sebagai pemilik perusahaan. Kinerja perusahaan yang baik akan berdampak pada dividen yang akan diterima pemegang saham, karena dividen selalu didasarkan pada laba bersih tahun berjalan dan laba bersih adalah ukuran kinerja perusahaan. Manajer yang memiliki saham perusahaan akan menikmati pembagian dividen ini.

Penelitian Mudambi menunjukkan bahwa kepemilikan saham oleh manajer mempengaruhi kinerja perusahaan. Bahkan penelitian ini berhasil membuktikan arah hubungannya yaitu tidak selalu sama (*non-monotonic*). Arah hubungan akan berbeda untuk setiap rentang persentase kepemilikan (Mudambi 2015). Sedangkan penelitian Kumar dan Coles menunjukkan terdapat hubungan antara kepemilikan manajemen dan kinerja perusahaan (Kumar 2014, Coles 2012).

Dari penjelasan dan beberapa penelitian empiris di atas dapat

disimpulkan bahwa kinerja perusahaan tanpa kepemilikan manajemen akan berbeda dengan perusahaan dengan kepemilikan manajemen.

Data Penelitian

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder yang terdiri dari:

1. Laporan keuangan 31 Desember 2011, 31 Desember 2012, 31 Desember 2013, 31 Desember 2014, 31 Desember 2015.
2. Harga saham akhir bulan pada tahun 2011 sampai dengan tahun 2015 dan harga saham akhir tahun 2011 sampai dengan tahun 2015.
3. Rata-rata tingkat suku bunga kredit modal kerja akhir bulan dan rata-rata tingkat suku bunga kredit investasi akhir bulan dari Bank Umum Pemerintah untuk tahun 2011 sampai dengan 2015.

HASIL ANALISA DATA

Hasil analisis *SEM* menggunakan *AMOS* 4,01 disajikan pada Tabel 1 di bawah ini. Hasil uji terhadap koefisien perusahaan pada setiap jalur model struktural dapat dilihat pada Tabel 1 sebagai berikut:

Tabel 1. Hasil Pengujian Hipotesis

Hipotesis	Variabel independent	Variabel dependen	Koefisien path (p-value)	Keputusan
H1	Kepemilikan Manajemen	Kebijakan Hutang	-0,116 (0,008)	Signifikan
H2	Kepemilikan Institusional	Kebijakan Hutang	0,017 (0,302)	Tidak Sig.
H3	Suku Bunga	Kebijakan Hutang	-0,301 (0,000)	Signifikan
H4	Keadaan Pasar Modal	Kebijakan Hutang	0,258 (0,590)	Tidak Sig.
H5	Pertumbuhan Pasar	Kebijakan Hutang	0,376 (0,009)	Signifikan
H6	Profitabilitas	Kebijakan Hutang	-0,198 (0,004)	Signifikan
H7	Dividen	Kebijakan Hutang	0,042 (0,001)	Signifikan
H8	Ukuran Perusahaan	Kebijakan Hutang	0,048 (0,041)	Signifikan
H9	Pangsa Pasar	Kebijakan Hutang	0,068 (0,504)	Tidak Sig.
H10	Kepemilikan Manajemen	Kinerja Keuangan	-0,122 (0,014)	Signifikan

H11	Kepemilikan Institusional	Kinerja Keuangan	0,059 (0,677)	Tidak Sig.
H12	Suku Bunga	Kinerja Keuangan	-0,092 (0,001)	Signifikan
H13	Keadaan Pasar Modal	Kinerja Keuangan	0,237 (0,005)	Tidak Sig.
H14	Pertumbuhan Pasar	Kinerja Keuangan	0,143 (0,007)	Signifikan
H15	Profitabilitas	Kinerja Keuangan	0,193 (0,000)	Signifikan
H16	Dividen	Kinerja Keuangan	0,039 (0,008)	Signifikan
H17	Ukuran Perusahaan	Kinerja Keuangan	0,015 (0,002)	Signifikan
H18	Pangsa Pasar	Kinerja Keuangan	0,167 (0,001)	Signifikan

Sumber : Data diolah.

PEMBAHASAN

Hasil pengujian secara parsial menunjukkan bahwa variabel kepemilikan institusional mempunyai pengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang. Semakin meningkat kepemilikan institusional diharapkan semakin kuat kontrol terhadap manajemen. Bila biaya monitoring tersebut tinggi maka perusahaan akan menggunakan pihak ketiga yaitu kreditor untuk membantu melakukan pengawasan. Variabel kepemilikan manajemen tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan hutang. Temuan penelitian ini juga tidak mendukung *agency theory*, Jensen dan Meckling (1976) yang menjelaskan tentang adanya pemisahan yang jelas antara fungsi kepemilikan dengan fungsi pengelolaan. Manajemen tidak mempunyai kendali dalam menentukan hutang karena banyak dikendalikan oleh pemilik mayoritas.

Variabel suku bunga berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang. Semakin tinggi suku bunga akan mengurangi minat perusahaan untuk melakukan peminjaman sehingga kebijakan hutang akan menurun. Hasil penelitian ini mendukung hasil penelitian Ratnawati (2011) yang menemukan bahwa tingkat suku bunga berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang.

Keadaan pasar modal tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang. Semakin bergairah pasar modal ternyata tidak mengurangi minat perusahaan untuk melakukan peminjaman

ke bank. Fenomena ini adalah menarik untuk dikaji. Banyak perusahaan besar di Indonesia yang masih menggantungkan dirinya pada pembiayaan dari sektor perbankan.

Pertumbuhan pasar berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang. Temuan penelitian ini mendukung hasil penelitian Sulastri (2009) yang menemukan bahwa pertumbuhan pasar berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Semakin tinggi pertumbuhan pasar maka peluang bisnis perusahaan semakin besar.

Profitabilitas berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang. Temuan penelitian ini mendukung hasil penelitian Sudarma (2008) yang menemukan bahwa profitabilitas berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang. Profitabilitas yang semakin meningkat akan meningkatkan laba yang ditahan. Tersedianya dana intern yang semakin meningkat akan menurunkan minat perusahaan untuk melakukan pembiayaan melalui hutang sehingga kebijakan hutang menurun.

Variabel pembayaran dividen mempunyai pengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan hutang. Hasil penelitian ini mendukung *pecking order theory*, dimana dalam melakukan pembiayaan, perusahaan mendasarkan pada urutan dari laba yang ditahan, kemudian hutang dan yang terakhir adalah emisi saham baru.

Ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang. Perusahaan besar mempunyai *assets* dalam jumlah besar yang bisa dijadikan jaminan

untuk memperoleh pembiayaan dari hutang sehingga kebijakan hutang akan meningkat.

Pangsa pasar relatif tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang. Temuan penelitian ini tidak mendukung hasil penelitian Sulastri (2009) yang menemukan bahwa variabel pangsa pasar relatif berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang.

Variabel kepemilikan institusional mempunyai pengaruh negatif dan signifikan terhadap kinerja keuangan perusahaan. Temuan penelitian ini konsisten dengan temuan penelitian Sudarma (2008) yang menemukan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap kinerja keuangan perusahaan.

Variabel kepemilikan manajemen tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap kinerja keuangan perusahaan. Manajemen perusahaan tidak mempunyai kendali terhadap perusahaan. Manajemen lebih banyak dikendalikan pemilik mayoritas sehingga manajemen hanya sebagai kepanjangan tangan pemilik mayoritas. Temuan penelitian ini konsisten dengan temuan penelitian Sudarma (2008) yang menemukan bahwa kepemilikan manajemen tidak berpengaruh signifikan terhadap kinerja keuangan perusahaan.

Variabel tingkat suku bunga mempunyai pengaruh negatif dan signifikan terhadap kinerja keuangan perusahaan. Jika suku bunga meningkat maka investor lebih tertarik menanamkan dananya pada sektor perbankan dan mengurangi minat investor untuk menanamkan dananya ke pasar modal. Jika permintaan saham menurun maka harga saham akan menurun sehingga kinerja keuangan perusahaan akan menurun.

Keadaan pasar modal mempunyai pengaruh positif dan signifikan terhadap kinerja keuangan perusahaan. Temuan penelitian ini menunjukkan bahwa para pemodal di Indonesia yaitu pemodal asing dan pemodal domestik secara umum akan

mempertimbangkan faktor perkembangan pasar modal dalam membeli saham.

Variabel pertumbuhan pasar mempunyai pengaruh positif dan signifikan terhadap kinerja keuangan perusahaan. Temuan penelitian ini menunjukkan bahwa meningkatnya pertumbuhan pasar akan mempengaruhi *earning* perusahaan. *Earning* perusahaan yang semakin meningkat menunjukkan prospek perusahaan yang bagus di masa yang akan datang. Prospek bagus tersebut akan direspon positif oleh investor. Respon positif dari investor tersebut akan meningkatkan harga saham untuk selanjutnya akan meningkatkan kinerja keuangan perusahaan.

Variabel profitabilitas mempunyai pengaruh positif dan signifikan terhadap kinerja keuangan perusahaan. Temuan penelitian ini mendukung *signaling theory*, Copeland (1992) yang menyatakan bahwa perusahaan yang mempunyai *earning* yang semakin meningkat merupakan signal bahwa perusahaan tersebut mempunyai prospek bagus di masa yang akan datang.

Variabel pembayaran dividen mempunyai pengaruh positif dan signifikan terhadap kinerja keuangan perusahaan. Temuan ini mendukung hasil penelitian Sujoko (2009) yang menemukan bahwa pembayaran dividen berpengaruh positif terhadap *return* saham.

Ukuran perusahaan mempunyai pengaruh positif signifikan terhadap kinerja keuangan perusahaan. Temuan penelitian ini konsisten dengan temuan penelitian Sudarma (2008) dan Ratnawati (2011). Temuan penelitian ini menunjukkan bahwa investor mempertimbangkan ukuran perusahaan dalam membeli saham. Ukuran perusahaan dijadikan patokan bahwa perusahaan tersebut mempunyai kinerja bagus. Pangsa pasar relatif mempunyai pengaruh positif signifikan terhadap kinerja keuangan perusahaan. Temuan penelitian ini menunjukkan bahwa dalam melakukan pembelian saham banyak investor yang

mempertimbangkan pangsa pasar relatif. Kebijakan hutang mempunyai pengaruh negatif dan signifikan terhadap kinerja keuangan perusahaan. Hasil penelitian ini mendukung teori struktur modal *model trade off* yang menyatakan bahwa jumlah hutang yang semakin meningkat akan menurunkan kinerja keuangan perusahaan.

KESIMPULAN DAN SARAN

Penelitian ini membuktikan bahwa terdapat perbedaan kebijakan hutang dan kinerja keuangan perusahaan antara perusahaan tanpa kepemilikan manajemen dibanding perusahaan dengan kepemilikan manajemen. Rata-rata skor variabel kebijakan hutang perusahaan dengan kepemilikan manajemen dibanding perusahaan tanpa kepemilikan manajemen menguatkan bukti bahwa seorang manajer sekaligus pemegang saham lebih berhati-hati dalam mengambil kebijakan hutang. Kinerja keuangan perusahaan tanpa kepemilikan manajemen dibanding perusahaan dengan kepemilikan manajemen terbukti berbeda, bahkan rata-rata kinerja keuangan perusahaan dengan kepemilikan manajemen lebih baik dibanding dengan rata-rata kinerja keuangan perusahaan tanpa kepemilikan manajemen. Sedangkan hipotesis tentang perbedaan kinerja keuangan perusahaan antara perusahaan tanpa kepemilikan manajemen dibanding dengan perusahaan dengan kepemilikan manajemen tidak terbukti. Rata-rata kinerja perusahaan tanpa kepemilikan manajemen dibanding dengan perusahaan dengan kepemilikan manajemen adalah sama saja meskipun rata-rata kinerja perusahaan yang dikelola manajer sekaligus pemegang saham lebih baik.

Hasil penelitian ini dapat menjadi bahan referensi bagi penelitian lain terkait dengan kepemilikan manajemen. Penelitian ini mendukung dan dapat dijadikan dasar bagi penelitian tentang hubungan atau pengaruh antara kepemilikan manajemen terhadap

kebijakan hutang dan kinerja keuangan perusahaan. Selain itu bagi pengguna laporan keuangan, khususnya investor dan kreditor, penelitian ini dapat dimanfaatkan sebagai acuan untuk melihat bahwa antara perusahaan yang dikelola oleh manajer yang sekaligus pemilik dengan yang tidak adalah berbeda dalam hal kehati-hatian keputusan pendanaan dan meningkatkan kinerja keuangan perusahaan. Sehingga hasil penelitian ini dapat dijadikan dasar untuk memberikan opsi saham bagi manajer.

Penelitian ini belum memberikan informasi seberapa jauh kepemilikan perusahaan publik di Indonesia bisa dikurangi agar konflik keagenan bisa semakin kreatif. Kepemilikan perusahaan publik yang diamati dalam penelitian ini juga belum mengamati kepemilikan oleh pemilik asing. Penelitian mendatang perlu memasukkan kepemilikan oleh investor asing agar kita bisa mengamati bagaimana pelaksanaan *good corporate governance* dalam perusahaan publik. Analisis *good corporate governance* dalam penelitian ini juga hanya didasarkan pada data dimana merupakan data sekunder.

DAFTAR PUSTAKA

- Adedeji, A., 2012, "Does The Pecking Order Hypothesis Explain The Dividend Payout Ratios of Firm in The UK", *Journal of Business Finance & Accounting*, 25, pp. 1127- 1155.
- Barclay M.J., and Smith C.W., 1995, "The Maturity Structure of Corporate Debt", *The Journal of Finance*, Vol. L. No. 3, pp. 609-631.
- Coles, Jeffrey L., Mechaell. Lemmon and J. Felix Meschke, 2012, "Structural Model and Endogeneity in Corporate Finance: The Link Between Managerial Ownership and Corporate Performance", <http://ssrn.com/abstract=423510>.

- Copeland, T.E. dan Weston, J. F., 1992, *Financial Theory and Corporate Policy*, Addison- Wesley.
- Friend, I. and. Hasbrouck, 2013, "Determinants of Capital Structure", *Research in Finance*, 7, pp. 1-19.
- Friend, I. and Lang L., 2012, "An Empirical Test of The Impact of Managerial Self – Interest on Corporate Capital Structure", *Journal of Finance*, 43, pp. 271-281.
- Homaifar G, Zietz J, and Benkato O, 2014, "An Empirical Model of Capital Structure: Come New Evidence", *Journal of Business Finance & Accounting*, 21 (1), pp. 1-44.
- Jensen, M. and Meckling, W., 1976, "Theory of the Firm : Managerial Behavior Agency Cost, and Ownership Structure", *Journal of Finance Economics* 3, pp. 305-360.
- Kim, W. and Sorenson E., 2005, "Evidence on the Impact of the agency Cost of debt on Corporate Debt Policy", *Journal of Finance and Quantitative Analysis* 21, pp.13-14.
- Kumar, Jayesh. 2014, "Agency Theory and Firm Value in India", <http://ssrn.com/abstract=501802>.
- Lasfer, Meziane and Faccio, Mara, 2009, "Managerial Ownership, Board Structure and Firm Value: The UK Evidence", <http://ssrn.com/abstract=179008>.
- Modigliani, F., Miller, M.H., 1958, "The Cost Of Capital, Corporate finance and the Theory of Investement", *The American Economics review*, Vol. XIVIII. No. 3, pp. 261-297.
- Moh'd MA., Rimbey, 2008, "The Impact of Ownership Structure on Corporate Debt Policy: A time Series Cross Sectional Analysis", *The Financial Review* , 33, pp. 85-98.
- Mudambi, Ram and Carmela Nicosia, 1995, "Ownership Structure and Firm Performance: Evidence from the UK Financial Service Industry", <http://ssrn.com/abstract=295575>.
- Myers , S and Majluf, 1984, "Corporate Financing and Investment Decision When Firms have information Investors Do not Have", *Journal of Finance Economics* 13, pp. 187-221.
- Myers, S., 1984, "The capital structure puzzle", *Journal of Finance* , Vol XXXIX, July.
- Schroeder, Richard G., Myrtle W. Clark, Jack M. Cathey, 2011, *Accounting Theory and Analysis–Text Cases and Readings*, 7th Edition, John Wiley & Sons, Inc, New York.