

Pengaruh *Blockholder Ownership* dan *Firm Size* terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan

Ruly Wiliandri

Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Malang, Jl. Semarang 5 Malang

Email: ruly_wiliandri@yahoo.com, Telp. 081333323577

Abstract: This research purpose to analysis influences of the *blockholder ownership* and *firm size* to policy of company debt which consist of LQ-45. This Research use *blockholder ownership* and *firm size* to the represent independent variable, and variable independent is debt to equity ratio (DER). The data used are secondary data, published by the annual financial report. This research population is company which included in LQ-45 in the year 2007 until year 2009. With purposive sampling technique obtained a sampel of 57 company fulfilling criterion as sample. Model analysis taken is regression analysis. The result of research is indicate that by *blockholder ownership* do not have a significant influence to policy of company debt. But *firm size* has a significant to policy of company debt

Keywords: *blockholder ownership*, *firm size*, *debt to equity (DER)*

Abstrak: Riset ini bertujuan menganalisis pengaruh kepemilikan *blockholder* dan ukuran perusahaan terhadap kebijakan utang perusahaan yang terdapat pada perusahaan LQ-45. Riset ini menggunakan kepemilikan *blockholder* dan ukuran perusahaan sebagai variabel bebas dan variabel terikatnya adalah DER (*Debt to Equity Ratio*). Data yang digunakan merupakan populasi perusahaan LQ-45 dari tahun 2007 sampai dengan tahun 2009. Dengan teknik sampling *purposive* didapatkan 57 perusahaan yang memenuhi kriteria sampel. Model analisisnya menggunakan analisis regresi. Hasil riset menunjukkan bahwa kepemilikan *blockholder* tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap hutang perusahaan, tetapi ukuran perusahaan memiliki pengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang perusahaan. Umur perusahaan dan pertumbuhan perusahaan disarankan untuk dijadikan penelitian berikutnya sebagai riset pengembangan dengan sampel yang diperluas.

Kata Kunci: kepemilikan *Blockholder*, ukuran perusahaan, *debt to equity (DER)*

Kebutuhan modal dapat dipenuhi dari berbagai sumber dan dalam berbagai bentuk. Tetapi seluruh permodalan dapat diklasifikasikan menjadi dua jenis yaitu utang dan modal sendiri termasuk *equity* (Brigham, 1990). Sumber dana perusahaan dapat bersumber dari internal dan eksternal perusahaan. Sumber dana internal dapat diperoleh dari laba yang ditahan yang berasal dari kegiatan operasional perusahaan, sedangkan sumber dana eksternal berasal dari pemilik yang merupakan komponen modal sendiri dan dana yang berasal dari para kreditur yang merupakan modal pinjaman atau hutang. Kebijakan hutang merupakan bagian dari pertimbangan dalam struktur modal.

Struktur modal perusahaan adalah komposisi antara hutang dengan ekuitas. Penentuan struktur modal merupakan kebijakan yang diambil oleh pihak manajemen dalam rangka memperoleh sumber dana sehingga dapat digunakan untuk aktivitas operasional perusahaan. Dana yang berasal dari hutang mempunyai biaya modal dalam bentuk biaya bunga, karena itu diharapkan perusahaan mampu melakukan keseimbangan struktur modal secara optimal termasuk kebijakan hutang yang dapat meminimalkan biaya modal dan menghindari terjadinya konflik antara pemegang saham dengan manajemen, karena keputusan yang

diambil oleh manajemen dalam pencarian sumber dana tersebut sangat dipengaruhi juga oleh para pemilik/pemegang saham. Besarnya komposisi dari hutang dan modal sendiri serta biaya yang ditimbulkan itulah yang perlu dipertimbangkan oleh manajemen, apakah akan memperbesar rasio hutang, ataukah memperkecil rasio hutang. Peningkatan rasio hutang, apabila biaya hutang relatif lebih kecil daripada biaya modal sendiri, demikian sebaliknya.

Tujuan perusahaan yaitu optimalisasi nilai perusahaan dan memaksimalkan kemakmuran pemegang saham. Pemegang saham dan manajer memiliki tujuan atau kepentingan yang berbeda-beda. Pemegang saham menginginkan manajer bekerja dengan tujuan memaksimalkan kemakmuran pemegang saham. Sebaliknya manajer perusahaan dapat saja bertindak tidak untuk memaksimalkan kemakmuran pemegang saham, tetapi berkepentingan untuk kemakmuran manajer sendiri, misalnya, keselamatan kerja, gaya hidup, dan keuntungan lain seperti kantor yang mewah, keanggotaan yang profesional, fasilitas telepon, mobil pribadi, yang kesemuanya dibebankan atas biaya perusahaan.

Adanya pertentangan kepentingan antara manajer, pemegang saham dan kreditor inilah yang dikenal dengan masalah keagenan. Masalah keagenan (*agency problem*) terjadi karena adanya pemisahan fungsi kepemilikan dan fungsi pengelolaan perusahaan, yang sering menimbulkan konflik (Jensen dan Meckling, 1976). Penyebab konflik antara pemilik dengan manajer diantaranya adalah dalam membuat keputusan yang berkaitan dengan aktivitas pencarian dana dan penggunaan dana. Pada umumnya manajer yang bukan sebagai pemilik atau yang persentase kepemilikannya kecil cenderung mencari sumber dana dengan mengedarkan saham baru (*right issue*). Manajer berkepentingan dengan perolehan laba perusahaan, semakin besar perolehan laba maka semakin besar pula insentif yang diharapkan. Sebaliknya pemilik cenderung memenuhi sumber dana dari hutang, dengan adanya perlindungan pajak atas bunga, pemilik berharap pendapatan sahamnya semakin tinggi. Masalah keagenan (*agency problem*) adalah pertentangan kepentingan yang dapat timbul di antara (1) prinsipal (pemegang saham) dan agen (manajer), atau (2) pemegang saham dan kreditor atau pemberi pinjaman (Brigham, 1990: 20).

Ada beberapa jenis konflik yang terjadi, yaitu:

(1) Konflik antara pemegang saham (stockholder) dan manajer (Brigham, 1990: 20). Konflik ini terjadi karena manajer memiliki atau memegang kurang dari 100% saham perusahaan. Pada kondisi ini, manajer cenderung bertindak untuk mengejar kepentingan dirinya sendiri dan sudah tidak memaksimalkan nilai perusahaan (kemakmuran pemegang saham) dalam pengambilan keputusan pendanaan. Penyebab timbulnya konflik keagenan ini karena manajer adalah agen yang tidak perlu menanggung risiko sebagai akibat adanya kesalahan dalam pengambilan keputusan bisnis atau tidak dapat meningkatkan nilai perusahaan. Risiko tersebut sepenuhnya ditanggung oleh para prinsipal. Pada kondisi tersebut manajer cenderung memperbesar skala perusahaan dengan cara ekspansi atau membeli perusahaan lain daripada memaksimalkan kemakmuran pemegang saham, karena dengan semakin besarnya skala perusahaan akan dapat meningkatkan keamanan posisi manajer dari ancaman pengambilalihan; (2) Konflik antara pemegang saham (*stockholder*) dan pemegang hutang atau kreditor (Brigham, 1990: 24). Konflik ini akan muncul saat pemegang saham melalui manajer mengambil proyek yang risikonya lebih besar dari yang diperkirakan kreditor. Pada saat proyek tersebut berhasil maka sebagian besar keuntungan akan menjadi hak pemegang saham sedangkan kreditor mendapatkan keuntungan dari bunga atas hutang yang bersifat tetap, tetapi bila proyek tersebut gagal maka kreditor ikut menanggung kerugiannya.

Sedangkan menurut Cornell dan Shapiro (1992) dalam John D. Martin et.al (1994) terdapat tiga penyebab utama timbulnya konflik yang potensial, yaitu: (1) Kecenderungan pihak manajemen untuk mengkonsumsi lebih banyak sumber daya perusahaan. Para top manajer biasanya meminta berbagai macam fasilitas dan syarat-syarat. Mereka seringkali memperbesar ukuran perusahaan melampaui batas yang ditetapkan para pemegang saham, sehingga pertumbuhan itu akan meningkatkan kekuasaan atau pengaruh para manajer dan memungkinkan mereka meminta lebih banyak; (2) Manajer tidak menguasai sejumlah saham, sehingga rasa memilikinya terbatas. Hal ini mendorong mereka untuk terlalu berani menghadapi risiko dan tidak ragu-ragu memanfaatkan laba untuk menutup berbagai biaya dalam mengejar suatu proyek investasi; dan (3) Manajer terlalu takut untuk mengambil risiko, sehingga kehilangan kesempatan

untuk mendapatkan investasi yang menguntungkan, karena manajer lebih mengutamakan keamanan karir mereka sendiri.

Untuk mengurangi agency problem tersebut dan untuk meyakinkan bahwa manajer bekerja sungguh-sungguh untuk kepentingan pemegang saham, maka para pemegang saham harus mengeluarkan biaya keagenan (*agency cost*). Biaya keagenan (*agency cost*) adalah biaya yang berkaitan dengan pemantauan tindakan manajemen guna menjamin agar tindakan tersebut konsisten dengan kesepakatan kontrak di antara manajer, pemegang saham, dan kreditor (Brigham, 1990:21). *Agency cost* ini meliputi antara lain: (1) pengeluaran untuk memonitor kegiatan manajer, (2) pengeluaran untuk membuat suatu struktur organisasi yang meminimalkan tindakan-tindakan manajer yang tidak diinginkan pemegang saham, dan (3) *opportunity cost* yang timbul karena hilangnya kesempatan memperoleh laba sebagai akibat dibatasinya kewenangan manajemen sehingga manajer tidak dapat segera mengambil keputusan secara tepat waktu, padahal seharusnya hal itu dapat dilakukan jika manajer tersebut juga menjadi pemilik perusahaan (Brigham, 1990: 21). Selain itu biaya keagenan juga mencakup: biaya akuntan publik untuk mengaudit laporan keuangan agar tidak terjadi penyelewengan, pemberian insentif kepada manajemen termasuk karyawan, pengangkatan anggota komisaris dari luar perusahaan agar netral, dan lain-lain.

Dalam teori agensi, manajer dianggap tidak selalu bertindak sesuai dengan kepentingan pemegang saham. Untuk itu perlu ada mekanisme agar manajer mau bertindak sesuai dengan kepentingan pemegang saham. Salah satu mekanismenya adalah dengan menambah porsi hutang. Kebijakan hutang dalam perusahaan merupakan kebijakan yang berkaitan dengan struktur modal perusahaan. Teori Struktur Modal diawali oleh Modigliani & Miller (MM), pada tahun 1958 menyatakan bahwa nilai perusahaan tidak dipengaruhi oleh struktur modalnya. Dengan kata lain bahwa tidak menjadi masalah bagaimana perusahaan membiayai operasinya. Studi MM ini didasarkan pada sejumlah asumsi yang tidak realistis, antara lain: (1) tidak ada biaya broker, (2) tidak ada pajak, (3) tidak ada biaya kebangkrutan, (4) para investor dapat meminjam dengan tingkat suku bunga yang sama dengan perseroan, (5) semua investor mempunyai informasi yang sama

seperti manajemen mengenai peluang investasi perusahaan di masa mendatang, (6) EBIT tidak dipengaruhi oleh penggunaan hutang. Pada tahun 1963, MM melakukan penelitian lanjutan dengan melemahkan asumsi tidak adanya pajak perseroan. MM pada tahun 1963 dalam Taswan (2003) berpendapat bahwa bila ada pajak penghasilan perusahaan maka penggunaan hutang akan meningkatkan nilai perusahaan karena biaya bunga hutang adalah biaya yang mengurangi pembayaran pajak (*tax deductible expense*). Namun demikian pendapat Modigliani dan Miller (MM) pada tahun 1963 tersebut belum mempertimbangkan *financial distress* dan *agency cost*. Untuk itu ada teori berikutnya yaitu *Trade-off*. *Trade-Off Theory* ini menunjukkan adanya keseimbangan antara manfaat penghematan pajak melalui pendanaan dengan hutang dan biaya kebangkrutan yang lebih tinggi akibat penggunaan hutang. Ini menjelaskan bahwa perusahaan yang membayar pajak tinggi sebaiknya lebih banyak menggunakan hutang dibandingkan dengan perusahaan yang membayar pajak rendah. Namun demikian penggunaan hutang yang terlalu tinggi akan menghadapi bahaya kebangkrutan dan biaya agensi yang tinggi. Menurut teori ini tingkat struktur modal yang optimal, yaitu tingkat penggunaan hutang yang dapat menyeimbangkan antara manfaat penghematan pajak dan biaya kebangkrutan sehingga akan dihasilkan harga saham yang maksimum yang dapat meningkatkan nilai perusahaan. Teori berikutnya *Pecking Order Theory* yang menunjukkan bahwa manajer dalam menentukan sumber pembiayaan perusahaan bersumber dari internal terlebih dahulu (laba ditahan), baru menggunakan hutang dan terakhir menerbitkan saham baru. Myers mengintrodusir teori *pecking order* yang mendasarkan pada *asymmetric information*, apabila harga saham di pasar terlalu mahal (*over value*) maka perusahaan harus menolak menerbitkan saham baru. Sebab harga saham tersebut akan turun sebagai proses koreksi atau penilaian. Dengan demikian akan lebih baik kalau menerbitkan hutang dan menurut Gordon Donalson apabila terjadi *asymmetric information* akan mendorong perusahaan untuk menggunakan hutang bukan menerbitkan saham baru. Ini bisa dipahami karena para pemodal akan melihat bahwa penawaran saham baru sebagai sinyal yang buruk, sehingga harga saham tersebut akan turun bila saham baru tersebut diterbitkan. Dengan demikian biaya modal

sendiri menjadi tinggi dan nilai perusahaan cenderung menurun. Karena itu bila ada *asymetric information*, Gordon Donalson menyarankan perusahaan untuk menggunakan dana dengan urutan laba ditahan, hutang dan penjualan saham baru.

Menambah hutang dapat mengurangi masalah *agency* karena dua alasan. Pertama, dengan meningkatnya hutang maka akan semakin kecil porsi saham yang harus dijual perusahaannya. Semakin kecil nilai saham yang beredar maka semakin kecil masalah *agency* yang timbul antara manajer dan pemegang saham. Kedua, dengan semakin besar hutang perusahaan maka semakin kecil dana “menganggur” yang dapat dipakai manajer untuk pengeluaran-pengeluaran yang kurang perlu. Semakin besar hutang maka perusahaan harus mencadangkan lebih banyak kas untuk membayar bunga dari hutang tersebut dan juga untuk mengangsur pokok hutang (Arifin, 2005). Meningkatnya hutang ini juga akan menyebabkan masalah *agency* pada hutang. Konflik *agency* pada hutang terjadi antara pemberi hutang (*bondholder*) dengan pemegang saham/manajer. Ketika porsi hutang dalam struktur modal perusahaan meningkat maka risiko finansial yang ditanggung *bondholder* akan meningkat sementara pemegang saham dan manajer tetap menjadi pengendali keputusan investasi dan operasi perusahaan. Kondisi ini membuka peluang bagi manajer untuk memanfaatkan kekayaan *bondholder* untuk kepentingan mereka (manajer) dan pemegang saham.

Kasus yang paling ekstrim adalah jika manajer menerbitkan obligasi dan pendapatan dari obligasi tersebut bukan untuk investasi tetapi untuk dibagikan ke pemegang saham. Kasus yang lebih lunak, namun tetap merugikan, adalah menjanjikan pendapatan obligasi untuk investasi ke proyek yang aman namun kenyataannya diinvestasikan ke proyek yang berisiko tinggi. Pilihan proyek berisiko tinggi hanya akan menguntungkan pemegang saham dan manajer karena ketika proyek tersebut sukses maka yang mendapat keuntungan adalah pemegang saham karena sisa pendapatan untuk membayar kewajiban ke *bondholder* akan semakin tinggi sementara yang diterima *bondholder* tidak bertambah. Namun jika proyek tersebut gagal maka yang banyak menderita rugi adalah *bondholder* karena *bondholder* hanya akan menerima *asset* yang rendah nilainya sebagai akibat besarnya kerugian yang diderita perusahaan atas proyek yang sangat berisiko

tersebut. Menyadari bahwa manajer akan melakukan tindakan yang merugikan *bondholder*, maka upaya preventif dilakukan dengan cara membuat *covenants* (pembatasan-pembatasan yang harus dilakukan manajer agar kepentingan pemegang obligasi tidak diabaikan) yang sangat rinci dalam kontrak obligasi. Sayangnya, *covenants* ini akan membuat gerak manajer menjadi kurang bebas sehingga manajer tidak dapat mengoptimalkan keputusan-keputusannya untuk memaksimalkan nilai perusahaan. Hambatan dari pemegang obligasi yang membuat manajer tidak dapat mengoptimalkan keputusan-keputusannya dinamakan *agency cost of debt* (Arifin, 2005). Untuk itu posisi optimal diperoleh ketika porsi hutang perusahaan mencapai level tertentu sehingga jika porsi hutang tersebut ditambah maka jumlah biaya agensi atas hutang sudah lebih tinggi daripada masalah *agency* atas ekuitas.

Di banyak perusahaan di Indonesia *agency theory* tidak sepenuhnya diadopsi secara konsisten. Belum terdapat pemisahan yang jelas antara kepemilikan dan pengelolaan pada perusahaan yang terdaftar di bursa efek. Banyak perusahaan publik yang mayoritas pemegang sahamnya dimiliki oleh sebuah keluarga masih cenderung menempatkan anggota keluarga (yang diindikasikan tidak independen) di jajaran direksi dan komisaris. Akibatnya para manajer perusahaan publik hanya menjadi kepanjangan tangan pemegang saham mayoritas, yang masih dikendalikan dari kalangan keluarga tertentu. Dengan kata lain, dalam kondisi ini apa yang menjadi pendapat manajer juga menjadi pendapat pemegang saham mayoritas. Di sisi lain, kenyataan yang ada pada perusahaan yang *listed* di Bursa Efek kepemilikan saham tersebut memang cukup menyebar, tetapi prosentase kepemilikan yang terbesar berada pada pemegang saham pendiri sebagai pemegang saham pengendali (*controlling share holders*) atau pemegang saham mayoritas. Berdasar kondisi tersebut sangat dimungkinkan keputusan-keputusan yang diambil manajemen lebih banyak didominasi oleh pemegang saham pengendali atau mayoritas, karena pemegang saham minoritas proporsi kepemilikannya jauh lebih kecil. Kondisi yang demikian menunjukkan bahwa kepemilikan perusahaan masih terkonsentrasi pada sedikit pemegang saham yang menguasai mayoritas saham dan sekaligus menjadi pengendali perusahaan publik. Penguasaan mayoritas memudahkan para pemilik mengendalikan berbagai

kebijakan, salah satunya kebijakan dalam pendanaan perusahaan (kebijakan hutang).

Kesenjangan kepemilikan saham (*equity gap*) perusahaan publik di Indonesia Ary Suta (2000) dalam Sudarma (2004), menyatakan pada umumnya, komposisi kepemilikan saham perusahaan yang telah go publik masih belum seimbang antara founder dengan pemegang saham publik. Sekitar 70% saham masih dikuasai oleh founder dan 30% sisanya dimiliki oleh publik. Perbedaan komposisi kepemilikan ini menyebabkan pemegang saham publik memiliki bargaining position yang lemah, sehingga founder mempunyai akses informasi, financial resources lebih cepat dan lancar, dan mempunyai bargaining power salah satunya dalam keputusan pendanaan.

Dalam penelitian ini memasukkan variabel independent yaitu *blockholder* dan *firm size*. Variabel *blockholder* telah digunakan di dalam penelitian oleh Thomsen, Pedersen, dan Kurt kvist (2006). Menurut S. Thomsen *et al.* *blockholder* didefinisikan sebagai shareholder yang kepemilikannya paling sedikit 5% atas saham perusahaan. Sedangkan *blockholders ownership* didefinisikan sebagai perubahan dari pecahan "closely held share". *Closely held share* adalah saham yang dipegang oleh *blockholder*, termasuk kepemilikan saham perusahaan oleh pegawai, direktur dan keluarganya, trust, dana pensiun, saham yang dipegang oleh perusahaan lain dan individu-individu, dimana memiliki kepemilikan saham lebih dari 5%. Selain itu dalam penelitian yang dilakukan oleh Fosberg (2004) juga menggunakan *blockholder*. Dalam penelitiannya menyatakan bahwa *blockholder* mempunyai pengaruh yang signifikan dan berhubungan positif dengan hutang perusahaan.

Variabel *firm size* atau ukuran perusahaan sangat bergantung pada besar kecilnya perusahaan yang juga berpengaruh terhadap struktur modal, terutama berkaitan dengan kemampuan memperoleh pinjaman. Perusahaan besar lebih mudah memperoleh pinjaman

karena nilai aktiva yang dijadikan jaminan lebih besar dan tingkat kepercayaan bank juga lebih tinggi. Aktiva yang dijaminan dapat berupa aktiva tetap berwujud serta aktiva lainnya seperti piutang dagang dan persediaan. Sesuai dengan penelitian yang dilakukan Moh'd *et al.* (1998) dan Sudarma (2004) yang menyatakan bahwa variabel *Firm size* mempunyai pengaruh yang signifikan dan berhubungan positif dengan rasio hutang perusahaan.

Dalam kajian teori keagenan penggunaan hutang di dalam struktur modal merupakan salah satu cara pihak pemegang saham untuk mengatasi masalah keagenan yang timbul karena pemisahan antara agent dan prinsipal, dengan mengundang pihak ketiga yaitu debtholder, maka pengawasan kepada tindakan pihak manajerial dapat dioptimalkan dan biaya pengawasan pemilik (pemegang saham) dapat dikurangi, karena sebagian telah diambil alih oleh pihak ketiga tersebut. Jadi konsep kebijakan hutang dalam *agency theory* hanya memberikan pemahaman bahwa hutang dapat digunakan untuk mengawasi dan mengendalikan perilaku manajemen yang dapat merugikan pemegang saham.

Tujuan dari penelitian ini adalah untuk mengetahui pengaruh *blockholder ownership* dan *firm size* terhadap hutang. Berdasarkan uraian pustaka di atas, maka dibuat hipotesis penelitian yaitu:

- Hipotesis 1 : *Blockholder ownership* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang
- Hipotesis 2 : *Firm size* berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan hutang

METODE

Penelitian ini dirancang sebagai penelitian eksplanatori (*explanatory research*), yaitu menjelaskan hubungan kausal antara variabel-variabel melalui

Tabel 1. Rangkuman Hasil Uji Kolmogorov Smirnov

No.	Nama Variabel	Nilai K-S	Prob. Nilai K-S	Keterangan
1.	<i>Blockholder ownership</i>	0.676	0.751	Normal
2.	<i>Firm size</i>	0.585	0.884	Normal
3.	DER	0.755	0.619	Normal

pengujian hipotesis. Penelitian ini ingin menguji pengaruh *blockholder ownership* dan *firm size* terhadap hutang perusahaan. Dalam penelitian ini digunakan variabel dependen yaitu kebijakan hutang dan variabel independen yaitu *blockholder ownership* dan *firm size*. Pemilihan sampel penelitian dilakukan dengan menggunakan teknik *non probability sampling* yaitu metode purposive sampling dengan tipe *judgement sampling*, yaitu pengambilan sampel non probabilistik berdasarkan pertimbangan atau pemilihan anggota sampel dengan mendasarkan pada kriteria tertentu (Coopers & Schindler, 2000).

Kriteria yang digunakan sebagai berikut: (1) Perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia khususnya yang masuk dalam LQ-45 terus menerus selama tahun 2007-2009; (2) Perusahaan yang menerbitkan laporan keuangannya per 31 Desember setiap tahun selama tahun 2007-2009; dan (3) Laporan keuangan perusahaan disertai dengan catatan atas pemegang saham (memiliki data mengenai kepemilikan saham terutama *blockholder ownership* pada tahun yang diteliti yakni tahun laporan 2007-2009).

Dalam penelitian ini populasi yang digunakan adalah perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) yang termasuk dalam sektor LQ-45 pada tahun 2007-2009. Dari populasi tersebut yang memenuhi kriteria sampel berjumlah 57 perusahaan

yang terbagi ke dalam beberapa sektor. Instrumen penelitian adalah *blockholder ownership* yang dihitung dari rasio jumlah saham yang dimiliki *blockholder* dengan jumlah saham yang beredar, *firm size* yang dihitung dari ln dari total aktiva, dan kebijakan hutang perusahaan yang dihitung dengan *debt to equity ratio*, yaitu rasio yang mengukur perbandingan antara total debt dengan *total equity*. Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder yang merupakan data time series dengan jangka waktu januari 2007 sampai desember 2009.

Teknik analisis data yang digunakan adalah analisis regresi. Analisis regresi pada dasarnya adalah studi mengenai ketergantungan suatu variabel dependent (terikat) dengan satu atau lebih variabel independent (variabel penjelas/bebas), dengan tujuan untuk mengestimasi atau memprediksi nilai rata-rata variabel dependen (hutang perusahaan) berdasarkan nilai variabel independen (*blockholder ownership* dan *firm size*) yang diketahui (Gujarati, 1995). Gujarati (1995) mengatakan bahwa dalam analisis regresi linear berganda perlu menghindari penyimpangan asumsi klasik supaya tidak menimbulkan masalah dalam penggunaan analisis tersebut. Untuk tujuan tersebut maka harus dilakukan pengujian terhadap empat asumsi klasik yaitu uji normalitas, uji heteroskedastisitas, dan uji multikolinieritas.

Uji normalitas dilakukan dengan uji *normal pro-*

Tabel 2. Rangkuman Hasil Uji Multikolinieritas

No.	Nama Variabel	VIF	Keterangan	Keterangan
1.	<i>Blockholder ownership</i>	1.022	Tidak terjadi multikolinieritas	Normal
2.	<i>Firm size</i>	1.022	Tidak terjadi multikolinieritas	Normal

Tabel 3. Hasil Analisis Regresi Berganda

Variabel	Koefisien Regresi	Koefisien Beta	Sig. t test	Keterangan
Konstanta	-5.949			Normal
<i>Blockholder Ownership</i>	-0.204	-0.196	0.069	Normal
<i>Firm Size</i>	0.185	0.582	0.000	

R = 0.641
 R. Square = 0.410
 Adj. R. Square = 0.389
 Fhitung = 18.800
 Sig. F = 0.000
 Probabilitas = 0.05

bability plot dan uji *kolmogorov smirnov*, distribusi data dikatakan normal apabila probabilitas atau $p > 0,05$. Hasil uji *kolmogorov smirnov* dapat dilihat pada Tabel 1. Berdasarkan tabel 1 terlihat bahwa distribusi data memenuhi asumsi normalitas, dimana ketiga variabel yang diuji lebih besar dari 0,05. Berdasarkan hasil uji heteroskedastisitas, maka tidak terjadi heteroskedastisitas karena dari grafik *scatterplot* data yang ada tidak menunjukkan pola tertentu dan titik-titik menyebar di atas dan di bawah angka 0 pada sumbu Y. Uji multikolinieritas dilihat melalui nilai VIF (*Variance Inflation Factor*). Apabila nilai VIF < 10 , maka tidak terjadi multikolinieritas. Hasil uji multikolinieritas dapat dilihat pada tabel 2. Berdasarkan tabel, maka untuk masing-masing variabel mempunyai VIF yang cenderung mendekati satu, sehingga masing-masing variabel tidak terjadi multikolinieritas (Santoso, 2001: 206). Metode analisis dalam penelitian ini dilakukan dengan menggunakan bantuan program komputer SPSS versi 14.

HASIL

Nilai Adj. R. Square dari Tabel 3 menunjukkan bahwa 0,389 atau 38,9% variasi DER dipengaruhi oleh variabel *Blockholder ownership* dan *Firm size*, sedangkan sisanya dipengaruhi oleh faktor-faktor yang lain. Selain itu nilai R sebesar 0,641 menunjukkan bahwa terjadi hubungan yang kuat antara *Blockholder ownership*, *firm size*, dan DER. Dari tabel tersebut di atas dapat dilihat nilai konstanta sebesar -5,949, hal ini mengindikasikan bahwa DER mempunyai nilai sebesar -5,949 jika tidak ada perubahan pada variabel-variabel independen (*Blockholder ownership* dan *Firm size*). Dari hasil perhitungan diperoleh nilai F sebesar 18.800 dan nilai signifikansi sebesar 0,000. Karena nilai signifikansi lebih kecil dari 5% maka hipotesis diterima dan terdapat pengaruh yang signifikan variabel *Blockholder ownership*, *firm size* secara bersama-sama terhadap variabel DER.

Dari Tabel 3 didapatkan persamaan regresi sebagai berikut:

$$DER = -5,949 - 0,204 \text{ Blockholder} + 0,185 \text{ Size}$$

Persamaan regresi ini menunjukkan bahwa: (1) Variabel *Blockholder ownership* memiliki pengaruh

negatif terhadap DER, artinya semakin kecil kepemilikan *blockholder* maka semakin besar kebijakan utang. Artinya semakin kecil kelompok *blockholder* yang memegang saham, atau semakin besar penguasaan saham oleh sekelompok kecil perusahaan atau *blockholder* maka makin besar keberanian mereka mengambil pinjaman atau memperbesar DER. Temuan ini searah dengan teori keagenan yaitu semakin memusat penguasaan saham oleh sekelompok pemegang saham akan mendorong perusahaan lebih berani mengambil pinjaman sehingga meningkatkan DER. Pinjaman dalam teori keagenan dipandang lebih aman dari sisi penguasaan/pembagian kekuasaan atas keputusan manajemen karena pemberi pinjaman tidak memiliki hak suara dalam RUPS; (2) Variabel *Firm size* berpengaruh positif terhadap DER. Artinya, perusahaan yang besar akan dengan mudah melakukan akses ke pasar modal dan lebih cepat untuk memperoleh dana. Sehingga perusahaan dengan ukuran (*size*) yang lebih besar diperkirakan mempunyai kesempatan untuk menarik hutang dalam jumlah yang besar dibandingkan dengan perusahaan yang kecil.

Berdasarkan hasil uji hipotesis 1, dapat diketahui bahwa *blockholder ownership* tidak berpengaruh secara signifikan terhadap kebijakan hutang dengan nilai probabilitas sebesar 0,069 ($p \text{ value} > 0,05$), dan koefisien pengaruh sebesar -0,196.

Berdasarkan hasil uji hipotesis 2, dapat diketahui bahwa *firm size* berpengaruh secara signifikan terhadap kebijakan hutang dengan nilai probabilitas sebesar 0,000 ($p \text{ value} < 0,05$), dan koefisien pengaruh sebesar 0,582.

PEMBAHASAN

Berdasarkan hasil penelitian, untuk variabel *blockholder ownership* memiliki pengaruh negatif terhadap DER, artinya semakin kecil kepemilikan *blockholder* maka semakin besar kebijakan utang. Artinya semakin kecil kelompok *blockholder* yang memegang saham, atau semakin besar penguasaan saham oleh sekelompok kecil perusahaan atau *blockholder* maka makin besar keberanian mereka mengambil pinjaman atau memperbesar DER. Temuan ini searah dengan teori keagenan yaitu semakin memusat penguasaan saham oleh sekelompok pemegang saham akan mendorong

perusahaan lebih berani mengambil pinjaman sehingga meningkatkan DER. Pinjaman dalam teori keagenan dipandang lebih aman dari sisi penguasaan/pembagian kekuasaan atas keputusan manajemen karena pemberi pinjaman tidak memiliki hak suara dalam RUPS.

Dari hasil penelitian tetapi juga ditemukan nilai signifikansi pengujian yang lebih besar dari 0,05 sehingga tidak terdapat pengaruh yang signifikan dari variabel kepemilikan saham oleh *blockholder* terhadap DER. Hasil penelitian ini mengindikasikan bahwa adanya kepemilikan oleh *blockholder* yaitu kepemilikan saham perusahaan oleh pegawai, direktur dan keluarganya, *trust*, dana pensiun, saham yang dipegang oleh perusahaan lain dan individu-individu, dimana memiliki kepemilikan saham lebih dari 5% atau penguasaan saham yang semakin besar oleh sekelompok kecil perusahaan atau *blockholder* seharusnya membuat makin besar keberanian *blockholder* dalam mengambil pinjaman atau memperbesar DER. Pada kenyataannya untuk perusahaan yang masuk dalam penelitian ini yang masuk dalam LQ-45, adanya penguasaan saham yang semakin besar oleh sekelompok kecil perusahaan atau *blockholder* tidak mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja perusahaan, sehingga fungsi monitoring agent yang dilakukan pihak *blockholder* belum optimal. Jadi peningkatan kepemilikan saham *blockholder* tidak mempengaruhi keputusan manajemen dalam mengambil kebijakan hutang. Hasil penelitian ini bertentangan dengan hasil penelitian yang dilakukan Fosberg (2004) yang menyatakan bahwa *blockholder* mempunyai pengaruh yang signifikan dan berhubungan positif terhadap hutang perusahaan.

Variabel *Firm size* berpengaruh positif dan signifikan terhadap hutang perusahaan. Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian Moh'd *et.al.* (1998) dan Sudarma (2004) yang menyatakan bahwa variabel *Firm size* mempunyai pengaruh yang signifikan dan berhubungan positif dengan rasio hutang perusahaan. Perusahaan yang besar akan dengan mudah melakukan akses ke pasar modal dan lebih cepat untuk memperoleh dana. Sehingga perusahaan dengan ukuran (*size*) yang lebih besar diperkirakan mempunyai kesempatan untuk menarik hutang dalam jumlah yang besar

dibandingkan dengan perusahaan yang kecil. Aktiva tetap berwujud dan aktiva lainnya seperti piutang dagang dan persediaan dapat digunakan sebagai jaminan hutang. Sesuai dengan kondisi di Indonesia, yang menunjukkan bahwa perusahaan mempunyai kebijakan dalam struktur modalnya lebih banyak menggunakan ukuran perusahaan yang dapat dinilai dari total aktiva. Jika dilihat dari besarnya jumlah aktiva yang dimiliki, perusahaan tersebut lebih banyak mendapatkan hutang yang lebih besar karena besarnya jaminan yang dimilikinya untuk memperoleh hutang.

KESIMPULAN DAN SARAN

Kesimpulan

Berdasarkan hasil analisis data dan pembahasan hasil penelitian maka dapat diambil kesimpulan bahwa: (1). *Blockholder ownership* berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap kebijakan hutang. Artinya semakin kecil kepemilikan *blockholder* maka semakin besar kebijakan utang dan peningkatan kepemilikan saham *blockholder* tidak mempengaruhi keputusan manajemen dalam mengambil kebijakan hutang. (2) *Firm size* berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan hutang. Artinya perusahaan dengan ukuran (*size*) yang lebih besar diperkirakan mempunyai kesempatan untuk menarik hutang dalam jumlah yang besar dibandingkan dengan perusahaan yang kecil.

Saran

Keterbatasan penelitian ini terdapat pada jangka waktu penelitian yang relatif pendek, sehingga menyebabkan terbatasnya jumlah sampel yang digunakan. Selain itu penelitian ini hanya dibatasi pada lingkup perusahaan yang masuk sahamnya dalam LQ-45. Saran bagi peneliti yang lebih lanjut tertarik untuk meneliti mengenai variabel-variabel yang mempengaruhi kebijakan hutang perusahaan, disarankan untuk menambah variabel yang digunakan, seperti umur perusahaan, pertumbuhan perusahaan, dan lain-lain.

DAFTAR RUJUKAN

- Arifin, Z. 2005. *Teori Keuangan dan Pasar Modal*. Ekonisia: Yogyakarta.
- Brigham, EF., & Weston, JF. 1990. *Manajemen Keuangan*. Edisi Kesembilan. Erlangga: Jakarta.
- Coopers, D.R., & Pamela S. Schindler. 2000. *Business Research Methods*, McGraw-Hill International editions: New York.
- Fosberg, R.H. 2004. *Agency problems and debt financing: leadership structure effects*. Corporate Governance, Vol 4 No.1, p.31-38
- Gujarati, D. 1995. *Ekonometrika Dasar*. Erlangga: Jakarta.
- Jensen, M.C., & W.H. Meckling. 1976. "Theory of the Firm: Managerial behavior, Agency cost and Ownership Structure". *Journal of Financial Economics* p. 3-24.
- Martin, J.D. et al. 1994. *Manajemen Keuangan*. Edisi kelima alih bahasa Aris Munandar, PT. Raja Grafindo Persada
- Moh'd, M.A., Perry, LG., Rimbey, JN. 1998. *The Impact Of Ownership Structure On Corporate Debt Policy: a Time-Series Cross-Sectional Analysis*, *The Financial Review*, 33, p.85-98.
- Santoso. 2001. *Buku Latihan SPSS Statistik Parametrik*. Cetakan Kedua. PT. Elex Media Komputindo. Jakarta
- Sudarma, Made. 2004. *Pengaruh Struktur Kepemilikan, Faktor Intern, dan Faktor Ekstern terhadap Struktur Modal dan Nilai Perusahaan*. Disertasi. Pascasarjana Studi Manajemen, Universitas Brawijaya
- Thomsen, S., Pedersen, T., & Kvist, H.K. 2006. Blockholder ownership: Effects on firm value in market and control based governance systems, *Journal of Corporate Finance*, p.246-269