

PENGARUH PROPORSI KEPEMILIKAN SAHAM DAN KEBIJAKAN PENDANAAN  
TERHADAP KINERJA PERUSAHAAN  
(Studi Empiris Pada Perusahaan yang *Listing* di BEI Periode Tahun 2008-2010)

MOCH. SHULTHONI  
PROGRAM STUDI AKUNTANSI POLITEKNIK KEDIRI  
shulthon@yahoo.com

ABSTRAK

Penelitian ini dimaksudkan untuk menganalisis pengaruh kepemilikan saham institusi, kepemilikan saham manajemen, kepemilikan saham publik, dan kebijakan pendanaan terhadap kinerja perusahaan. Penelitian ini didasarkan pada beberapa penelitian terdahulu yang menunjukkan hasil bervariasi atau adanya *research gap* dalam obyek penelitian dengan variabel tersebut.

Populasi penelitian ini adalah seluruh perusahaan yang sahamnya terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2008-2010. Perusahaan yang dipilih sebagai sampel adalah perusahaan yang sebagian sahamnya dimiliki oleh manajemen dan oleh institusi. Sumber data penelitian diperoleh dari publikasi laporan keuangan perusahaan oleh BEI yaitu Indonesian Capital Market Directory (ICMD) merupakan publikasi pada saat penelitian yang dilakukan. Data penelitian diolah menggunakan *software* SPSS, dengan teknik analisis regresi.

Hasil dari penelitian model pertama ini adalah kepemilikan saham oleh manajemen dan kepemilikan saham publik berpengaruh terhadap kebijakan pendanaan. Kepemilikan saham oleh institusi tidak berpengaruh terhadap kebijakan pendanaan. Hal ini dapat disimpulkan bahwa kepemilikan saham oleh manajemen dan publik mempunyai kontribusi yang lebih nyata dibandingkan kepemilikan saham yang dimiliki oleh institusi. Hasil penelitian kedua menunjukkan bahwa kebijakan pendanaan (*DER*) tidak berpengaruh terhadap kinerja perusahaan (*ROE*)

**Kata Kunci:** Kepemilikan Saham Institusi, Kepemilikan Saham Manajemen, kepemilikan saham publik, kebijakan pendanaan, dan kinerja perusahaan

PENDAHULUAN

Latar Belakang

Sumber pendanaan perusahaan dapat diperoleh dari dalam (intern) perusahaan seperti modal saham, laba ditahan, dan laba tahun berjalan. Sedangkan Sumber dana yang berasal dari pihak ekstern yaitu hutang (baik hutang jangka pendek dan hutang jangka panjang). Proporsi dalam manajemen keuangan antara jumlah dana dari dalam dan luar lazim disebut sebagai struktur pendanaan atau struktur modal (*capital structure*). Brigham (1983:452) menyatakan bahwa dalam mengembangkan target *capital structure* perlu dilakukan analisis dari banyak faktor dengan

mempertimbangkan kondisi keuangan perusahaan. Kebijakan struktur modal tersebut tercermin dalam besarnya *debt ratio*. Pernyataan tersebut didukung oleh peneliti antara lain Husnan (2001) dan Wahidahwati (2002) yang mengukur kebijakan pendanaan dari besarnya *debt ratio* perusahaan. Kebijakan pendanaan yang diputuskan oleh pihak manajemen sering menimbulkan konflik terutama dengan para pemegang saham. Konflik tersebut muncul karena adanya perbedaan kepentingan antara kepentingan manajemen dengan kepentingan pemilik (pemegang saham). Pada dasarnya perusahaan didirikan untuk mencapai tujuan utama yaitu

meningkatkan nilai perusahaan melalui peningkatan kemakmuran pemilik atau para pemegang saham. Sementara para manajer yang mengelola perusahaan mempunyai tujuan yang berbeda terutama peningkatan prestasi individu dan kompensasi yang akan diterima. Lambert (2001) menyatakan bahwa perbedaan kepentingan tersebut antara lain terletak pada maksimalisasi utilitas prinsipal dengan manfaat dan insentif yang diterima oleh agen (manajemen). Oleh karena kepentingan yang berbeda sering muncul konflik kepentingan antara pemegang saham dengan manajemen. Lebih jauh, Lambert (2001) menunjukkan bahwa *action* dari agen meliputi *operation decisions*, *financing decision* (kebijakan pendanaan) dan *investment decisions*.

Husnan (2001) menyatakan bahwa kepemilikan saham di bursa Indonesia dan Korea relatif sama yaitu terbagi dalam dua kelompok yakni pemegang saham pengendali dan pemegang saham minoritas. Pemegang saham pengendali mempunyai kepentingan yang lebih besar dalam mengendalikan manajemen dibandingkan dengan pemegang saham minoritas, sehingga keputusan-keputusan yang diambil sering merugikan kelompok pemegang saham minoritas. Sementara, Wahidahwati (2002) menyatakan bahwa perusahaan yang memisahkan fungsi pengelolaan dan kepemilikan akan rentan terhadap konflik keagenan. Penyebab konflik antara manajer dengan pemegang saham antara lain dalam hal pembuatan keputusan pendanaan.

Moh'd *et al* (1998) menyatakan bahwa investor institusional merupakan pihak yang dapat memonitor agen dengan kepemilikannya yang besar dan menganggap bahwa investor institusional adalah *sophisticated investors* yang tidak dengan mudah bisa dibodohi oleh tindakan manajer (Bushee, 1998). Disamping itu kepemilikan oleh pihak investor institusional berperan untuk memonitor dewan komisaris (*board of directors*). Proporsi kepemilikan dan kebijakan pendanaan selanjutnya akan mempengaruhi kinerja perusahaan.

Kebijakan pendanaan yang dilakukan oleh manajemen sangat terkait dengan

besarnya sumber dana yang digunakan dalam operasional perusahaan. Lambert (2001) menyatakan bahwa dalam hubungan "*principal – agent*", pihak manajemen (agen) melakukan aktivitas yang meliputi keputusan operasional, kebijakan pendanaan atau keputusan investasi lainnya. Pernyataan tersebut menunjukkan bahwa kebijakan pendanaan merupakan salah satu aktivitas (*action*) yang dilakukan oleh manajemen sesuai dengan kontrak antara pemilik (*principal*) dengan manajemen (*agent*).

Kebijakan pendanaan yang tercermin dalam *debt equity ratio* (DER) sangat mempengaruhi pencapaian laba yang diperoleh oleh perusahaan. Ang (1997) menyatakan bahwa semakin tinggi DER akan mempengaruhi besarnya laba (*return on equity*) yang dicapai oleh perusahaan. Jika biaya utang (yang tercermin dalam biaya pinjaman) lebih besar daripada biaya modal sendiri, maka rata-rata biaya modal (*weighted average cost of capital*) akan semakin besar sehingga *return on equity* (ROE) akan semakin kecil, demikian sebaliknya (Brigham, 1983: 320).

*Return on Equity* (ROE) digunakan untuk mengukur efektivitas perusahaan di dalam menghasilkan keuntungan dengan memanfaatkan ekuitas yang dimilikinya. ROE merupakan rasio antara laba sesudah pajak terhadap total ekuitas yang berasal dari setoran modal pemilik, laba tak dibagi dan cadangan lain yang dikumpulkan oleh perusahaan. Alat pengukur kinerja keuangan yang paling populer diantara para penanam modal dan manajer

senior adalah hasil atas hak pemegang saham adalah *Return on Equity* (ROE). Analisis ROE sering diterjemahkan sebagai rentabilitas modal sendiri. ROE berarti juga ukuran untuk menilai seberapa besar tingkat pengembalian (prosentase) dari modal sendiri yang ditanamkan dalam bisnis yang bersangkutan. Penanam modal lebih mengharapkan ROE yang tinggi daripada ROA (*Return on Assets*), karena ROA sangat berkaitan dengan utang perusahaan yang mengandung biaya utang.

Kinerja perusahaan dari sudut pandang akuntansi keuangan merupakan fungsi dari *accounting quality*. Beberapa indikator dari *accounting quality* adalah *financial ratios*

(Bushman, 2001). Keberhasilan kinerja perusahaan dapat diukur dari *return on capital* (Sloan, 2001) atau *return on equity* (Husnan 2001). Berdasarkan uraian tersebut maka ukuran kinerja perusahaan dalam penelitian ini adalah *return on equity* (ROE) Dalam situasi ekonomi yang membaik, perusahaan lebih banyak menggunakan modal pihak ketiga (dengan tingkat bunga tetap), dimana hal tersebut akan dapat memperbesar rentabilitas modal sendiri (*return on equity*), sebab tambahan laba yang diperoleh lebih besar dibandingkan dengan tambahan biaya bunga. Sebaliknya bila kondisi ekonomi memburuk, umumnya perusahaan yang mempunyai modal pihak ketiga yang besar akan mengalami penurunan ROE, sehingga keberadaan modal sendiri lebih baik dibandingkan dengan pendanaan hutang. Sebab, kondisi ekonomi yang memburuk dengan tingkat bunga tetap, tambahan beban bunga akan lebih besar dibandingkan dengan tambahan laba yang diperoleh. Semakin tinggi laba perusahaan maka akan semakin tinggi ROE, besarnya laba perusahaan dipengaruhi oleh kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba melalui aktivitas penjualannya yang tercermin melalui *net-profit margin* dan aktivitas penjualan perusahaan dengan memanfaatkan total asetnya yang tercermin melalui *total asset turnover*.

Rasio DER menunjukkan komposisi dari total hutang terhadap total ekuitas. Semakin tinggi DER menunjukkan komposisi total hutang semakin besar dibanding dengan total modal sendiri, sehingga berdampak semakin besar beban perusahaan terhadap pihak luar atau kreditur (Ang, 1997). Semakin tinggi DER menunjukkan semakin besar beban perusahaan terhadap pihak luar, hal ini sangat memungkinkan menurunkan kinerja perusahaan, karena tingkat ketergantungan dengan pihak luar semakin tinggi. Dengan demikian pengaruh antara DER dengan ROE adalah negatif (Brigham dan Houston, 2001). DER yang diteliti oleh Husnan (2001), dimana dari hasil penelitiannya tersebut terjadi *research gap* hasil penelitian pengaruh DER terhadap ROE, dimana DER berpengaruh signifikan terhadap ROE pada perusahaan PMA

sementara pada perusahaan PMDN, DER tidak berpengaruh signifikan terhadap ROE. Sehingga perlu dilakukan penelitian lanjutan yang menguji pengaruh DER terhadap ROE.

#### Rumusan Masalah

1. Apakah kepemilikan saham institusi berpengaruh terhadap kinerja perusahaan?
2. Apakah kepemilikan saham manajemen berpengaruh terhadap kinerja perusahaan?
3. Apakah kepemilikan saham publik berpengaruh terhadap kinerja perusahaan?
4. Apakah kebijakan pendanaan berpengaruh terhadap kinerja perusahaan?

#### Tujuan Penelitian

1. Mengidentifikasi dan menguji pengaruh kepemilikan saham institusi terhadap kinerja perusahaan.
2. Mengidentifikasi dan menguji pengaruh kepemilikan saham manajemen terhadap kinerja perusahaan.
3. Mengidentifikasi dan menguji pengaruh kepemilikan saham publik terhadap kinerja perusahaan.
4. Mengidentifikasi dan menguji pengaruh kebijakan pendanaan terhadap kinerja perusahaan.

#### TINJAUAN PUSTAKA

##### Penelitian Terdahulu

Penelitian Agrawal dan Mandelkar (1987) dilakukan untuk mengetahui hubungan antara *common stock* dan *option holdings* dari manajer dan pilihan-pilihan investasi serta keputusan pendanaan (*financing decisions*) oleh perusahaan. Tujuan penelitian tersebut. Pertama, untuk menguji antara saham dan opsi yang dipegang manajer dan karakteristik dari keputusan investasi yang dibuat perusahaan, khususnya perubahan-perubahan didalam variabilitas ROA perusahaan. Kedua, untuk menguji antara saham yang dipegang oleh manajer dan keputusan pendanaan perusahaan. Seperti perubahan didalam DER, berdasarkan penelitian tersebut ditemukan: (1) Jumlah saham yang dipegang oleh para manajer pada perusahaan yang *variance return*-nya meningkat pada pengumuman investasi lebih besar daripada prosentase saham perusahaan yang dipegang oleh para manajer

yang *variance return*-nya menurun. (2) Adanya hubungan positif antara saham yang dimiliki oleh *insiDER* dengan *debt ratio*. Dalam hal ini, saham yang dipegang oleh manajer perusahaan dengan *DER* yang meningkat adalah lebih besar dibandingkan dengan saham yang dipegang oleh para manajer perusahaan yang memiliki *DER* menurun. Jika pada penelitian tersebut *DER* digunakan sebagai variabel dependen, namun dalam penelitian ini *DER* digunakan sebagai variabel *intervening*.

Penelitian Chaganti dan Damanpour (1991) menguji pengaruh kepemilikan saham oleh institusi (*institutional investor*) sebagai variabel independen terhadap dua variabel dependen yaitu *debt ratio* dan kinerja perusahaan yang diproksi melalui *ROE*. Dimana hasil penelitiannya menunjukkan hasil adanya pengaruh yang negatif antara kepemilikan saham institusi terhadap *debt ratio* namun kepemilikan saham institusi berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan.

Mehran (1992) menganalisis hubungan antara struktur modal perusahaan dengan *executive incentive plans*, *managerial equity investment*, pengawasan oleh *board of directors* dan *major shareholders*. Penelitian ini menggunakan variabel-variabel yang mempengaruhi struktur modal untuk melihat hubungan antara struktur kepemilikan dan struktur modal perusahaan yang diturunkan dari karakteristik-karakteristik investasi. Variabel-variabel tersebut adalah: *manager*, *outside board members*, individual investor, *growth opportunities*, *collateral value of assets* dan *business risk*. Hasil penelitian tersebut menemukan adanya hubungan positif antara prosentase yang dimiliki oleh *insiDER* dengan *debt ratio* perusahaan. Hasil penelitian juga menemukan adanya hubungan positif antara prosentase saham dengan individual investor.

Penelitian yang dilakukan oleh Bathala, *et al* (1994) bertujuan meneliti pengaruh *institutional ownership* tersebut, *debt policy* dan *managerial ownership* perusahaan hasil penelitian menunjukkan bahwa penggunaan hutang dan *managerial ownership* sangat efektif

dalam monitoring terhadap perilaku para manajer dalam perusahaan. Disamping itu, meningkatnya kepemilikan oleh insitusal investor akan mengurangi *insiDER ownership* dan menggantikan peran hutang didalam mengurangi *agency problem*, sehingga akan menimbulkan *agency cost*. Perbedaan dengan penelitian ini adalah *institutional ownership* dan *debt policy* digunakan sebagai variabel yang berpengaruh terhadap *ROE* sehingga proksi dari kinerja keuangan perusahaan.

Suranta dan Mediastuty (2003) menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial berhubungan negatif dengan nilai perusahaan, dan kepemilikan manajerial mempengaruhi investasi perusahaan, namun antara kepemilikan manajerial dengan investasi tidak ditemukan hubungan yang signifikan. Subekti dan Kusuma (2001) menunjukkan bahwa perusahaan yang tumbuh mempunyai nilai rasio hutang yang lebih kecil daripada perusahaan yang tidak tumbuh. Juga ditemukan bahwa kinerja perusahaan (diukur dari *ROA* dan pembayaran dividen) tidak mempengaruhi harga saham. Fitrijanti dan Hartono (2002) menunjukkan bahwa perusahaan bertumbuh (perusahaan besar) memiliki *leverage* dan kebijakan dividen lebih rendah daripada perusahaan yang tidak bertumbuh. Sementara Wahidahwati (2002) menunjukkan bahwa kepemilikan saham oleh pihak manajemen dan kepemilikan oleh pihak institusional berhubungan negatif dengan penggunaan hutang (*debt equity ratio*).

#### **Pengaruh Proporsi Kepemilikan Institusi Terhadap Kebijakan Pendanaan (*DER*)**

Karena kepemilikan mewakili suatu sumber kekuasaan yang dapat digunakan untuk mendukung atau sebaliknya terhadap keberadaan manajemen maka konsentrasi/penyebaran kekuasaan menjadi suatu hal yang relevan. Adanya kepemilikan oleh investor-investor institusional seperti perusahaan asuransi, bank, perusahaan investasi dan kepemilikan oleh institusi lain dalam bentuk perusahaan akan mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja *insiDER* (Moh'd *et al*, 1998).

Hasil penelitian terdahulu yang menghubungkan pengaruh antara kepemilikan saham institusi terhadap struktur modal perusahaan yang tercermin dalam *debt to equity ratio (DER)* dilakukan oleh Chaganti dan Damanpour (1991), dimana hasil penelitiannya menunjukkan adanya pengaruh negatif antara kepemilikan saham institusi (institutional ownership) terhadap *DER*. Hasil penelitian Chaganti dan Damanpour (1991) konsisten dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Wahidahwati (1998) yang juga menemukan pengaruh yang negatif antara kepemilikan saham institusi terhadap *debt to equity ratio*. Sehingga dapat disimpulkan bahwa institutional.

Hipotesis 1: Ada pengaruh antara proporsi kepemilikan institusional terhadap kebijakan pendanaan (*DER*).

#### **Pengaruh Proporsi Kepemilikan Manajerial Terhadap Kebijakan Pendanaan (*DER*)**

Kepemilikan saham oleh manajemen terdapat kecenderungan akan berhati-hati dalam menggunakan kebijakan hutang, sebagaimana dinyatakan oleh Wahidahwati (2002) bahwa meningkatnya kepemilikan saham oleh manajemen akan menurunkan jumlah hutang, sehingga kepemilikan saham oleh manajemen berhubungan negatif terhadap kebijakan hutang perusahaan (*DER*). Pada penelitian ini, *insider ownership* dibagi kedalam tiga kategori yaitu *insider ownership* yang besar, menengah dan kecil, hal ini sesuai dengan penelitian Bagnani et al (1994) yang membedakan *insider ownership* perusahaan menjadi 3, dimana manajemen perusahaan yang mempunyai kepemilikan saham diatas 25% masuk dalam kategori kepemilikan manajemen besar, yang mempunyai 5-25% masuk dalam kategori kepemilikan manajemen menengah sedangkan yang mempunyai kepemilikan saham lebih kecil dari 5% masuk dalam kategori kepemilikan manajemen kecil.

Hipotesis 2: Ada pengaruh antara proporsi kepemilikan manajerial terhadap kebijakan pendanaan (*DER*).

#### **Pengaruh Proporsi Kepemilikan Publik Terhadap Kebijakan Pendanaan (*DER*)**

Semakin besar kepemilikan saham publik maka akan semakin besar mekanisme pengendalian terhadap perilaku manajemen. Keberadaan komposisi pemegang saham publik akan memudahkan monitoring, intervensi atau beberapa pengaruh kedisiplinan lain pada manajer, yang pada akhirnya akan membuat manajer bertindak sesuai dengan kepentingan pemegang saham. Komposisi pemegang saham publik juga akan mempengaruhi pemilihan anggota dewan direksi dan dewan komisaris perusahaan. Dengan kata lain meningkatnya pemilik saham publik akan disertai pula dengan semakin besarnya terpilihnya dewan yang berasal dari luar, yang pada akhirnya hal ini akan mempengaruhi kebijakan pendanaan. Menurut hasil penelitian Handayani (2007) menyatakan tidak ada pengaruh antara kepemilikan saham oleh publik dengan kebijakan pendanaan

Hipotesis 3: Ada pengaruh antara proporsi kepemilikan publik terhadap kebijakan pendanaan (*DER*).

#### **Pengaruh Kebijakan Pendanaan (*DER*) Terhadap Kinerja perusahaan (*ROE*)**

Tinggi-rendahnya *debt equity ratio* (yang merupakan output dari struktur modal) akan mempengaruhi tingkat pencapaian *return on equity (ROE)* yang dicapai oleh perusahaan. Jika biaya yang ditimbulkan oleh pinjaman (*cost of debt - kd*) lebih kecil daripada biaya modal sendiri (*cost of equity - ke*), maka sumber dana yang berasal dari pinjaman atau hutang akan lebih efektif dalam menghasilkan laba (meningkatkan *return on equity*), demikian sebaliknya (Brigham, 1983). Husnan (2001) dalam penelitiannya menunjukkan bahwa *DER* tidak signifikan berpengaruh terhadap *ROE* bagi pemegang saham multinasional, sedangkan bagi pemegang saham mayoritas bukan multinasional *DER* berpengaruh signifikan negatif terhadap *ROE*. Dengan demikian *debt equity ratio (DER)* akan berpengaruh (negatif atau positif) terhadap *return on equity (ROE)*. Jika biaya yang ditimbulkan oleh pinjaman (*cost of debt - kd*)

lebih kecil daripada biaya modal sendiri (*cost of equity – ke*), maka *DER* akan berpengaruh positif terhadap pencapaian *ROE*; sebaliknya jika biaya yang ditimbulkan oleh pinjaman (*cost of debt – kd*) lebih besar daripada biaya modal sendiri (*cost of equity – ke*), maka *DER* akan berpengaruh negatif terhadap *ROE*.

Hipotesis 4: Ada pengaruh kebijakan pendanaan (*DER*) terhadap kinerja perusahaan (*ROE*).

## METODE PENELITIAN

### Jenis Penelitian

Penelitian ini menggunakan pendekatan *scientific method* (kuantitatif) atau pendekatan *positivist*. Jenis penelitian ini adalah penelitian pengujian hipotesis (*hypothesis testing*). Penelitian pengujian hipotesis umumnya merupakan penelitian yang menjelaskan fenomena dalam bentuk hubungan antar variabel (Indriantoro dan Supomo, 2002:89). Statistik merupakan alat analisis utama yang digunakan dalam penelitian ini. Data empiris yang dikumpulkan diolah secara statistik untuk menguji hipotesis penelitian yang diajukan.

### Jenis dan pengumpulan Data

Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder. Data sekunder yang digunakan adalah laporan keuangan dan laporan audit masing-masing *emiten* yang memuat pendapat akuntan publik yang dipublikasikan.

Pengumpulan data menggunakan teknik dokumentasi. Sumber data diperoleh dari *Indonesia Capital Market Directory (ICMD)*, BEI. Data sekunder yang diperlukan terdiri dari:

1. Jumlah perusahaan yang tercatat di BEI sesuai kelompok perusahaan dan klasifikasi usaha diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory*.
2. Laporan keuangan tahunan (*annual report*) perusahaan untuk tahun buku 2008 sampai dengan 2010. Data yang dibutuhkan adalah struktur kepemilikan, *DER*, dan *ROE*.

### Populasi dan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah laporan keuangan perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). Penetapan populasi tersebut dilakukan dengan pertimbangan bahwa data laporan keuangan perusahaan yang teraudit bisa diperoleh dengan mudah dari perusahaan *go public*.

Sampel yang dipilih adalah laporan keuangan perusahaan dari tahun 2008 sampai dengan tahun 2010. Sampel yang digunakan adalah metode *purposive sampling*. *Purposive sampling* dilakukan dengan menggunakan kriteria tertentu (Hartono, 2007:79). Total sampel dari tahun 2008 sampai dengan tahun 2010 berjumlah  $229 \times 3 = 687$  pengamatan

### Definisi Konseptual Dan Operasional Variabel

#### Variabel Dependen Model Pertama Kebijakan Pendanaan (*DER*)

Kebijakan pendanaan merupakan salah satu fungsi dari *agent select action* dan bukan merupakan ukuran dari rasio hutang terhadap ekuitas (*DER*) (Lambert, 2001). Oleh karenanya perlu dilakukan penelitian untuk membuktikan bahwa proporsi kepemilikan bukan sebagai faktor yang mempengaruhi *DER*, tetapi proporsi kepemilikan merupakan indikator yang membentuk kebijakan pendanaan. Pengukuran kebijakan pendanaan sebagai berikut:

$$DER = \frac{\text{Total Debt}}{\text{Shareholder Equity}}$$

#### Variabel Independen Model Pertama Kepemilikan Institusional

Kepemilikan institusional merupakan persentase kepemilikan saham oleh investor institusional seperti perusahaan investasi, bank, perusahaan asuransi maupun kepemilikan lembaga dan perusahaan lain. Adanya kepemilikan institusional akan mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja perusahaan. Pengukuran kepemilikan Institusional sebagai berikut:

*Rasio Kepemilikan Institusional*

$$= \frac{\text{Kep. Shm Institusional}}{\text{Total Shm beredar}}$$

### Kepemilikan Manajemen

Kepemilikan manajerial adalah persentase kepemilikan saham oleh pihak manajemen yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan perusahaan (direktur dan komisaris). Dengan adanya kepemilikan manajerial akan mensejajarkan kepentingan antara manajemen dan pemegang saham, sehingga manajer akan merasakan langsung manfaat dari keputusan yang diambil dengan benar dan merasakan kerugian apabila keputusan yang diambil salah terutama keputusan mengenai hutang. Pengukuran kepemilikan Institusional sebagai berikut:

$$\text{Rasio Kepemilikan manajemen} = \frac{\text{Kep. Shm manajemen}}{\text{Total Shm beredar}}$$

### Kepemilikan Publik

Porsi Kepemilikan saham publik adalah porsi saham yang beredar (*outstanding share*) yang dimiliki oleh masyarakat atau publik domestik (*degree of public share*). Kepemilikan publik adalah kepemilikan masyarakat umum (bukan institusi yang signifikan) terhadap saham perusahaan publik. Pengukuran kepemilikan publik sebagai berikut:

$$\text{Rasio Kepemilikan Publik} = \frac{\text{Kep. Shm Publik}}{\text{Total Shm beredar}}$$

### Variabel Dependen Model Kedua

#### Kinerja Perusahaan (ROE)

Penelitian ini berasumsi bahwa kinerja perusahaan (ROE) akan bereaksi terhadap adanya kebijakan pendanaan. ROE yaitu rasio antara laba setelah pajak atau *net income after tax* (NIAT) terhadap total modal sendiri (*equity*) yang berasal dari setoran modal pemilik, laba tak dibagi dan cadangan lain yang dikumpulkan oleh perusahaan. Semakin tinggi ROE menunjukkan semakin efisien perusahaan menggunakan modal sendiri untuk menghasilkan laba atau keuntungan bersih (Ang, 1997). Secara matematis ROE dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$ROE = \frac{NIAT}{\text{Total Ekuitas}}$$

### Variabel Independen Model Kedua

#### Kebijakan Pendanaan

Kebijakan pendanaan merupakan salah satu fungsi dari *agent select action* dan bukan merupakan ukuran dari rasio hutang terhadap ekuitas (DER) (Lambert, 2001). Oleh karenanya perlu dilakukan penelitian untuk membuktikan bahwa proporsi kepemilikan bukan sebagai faktor yang mempengaruhi DER, tetapi proporsi kepemilikan merupakan indikator yang membentuk kebijakan pendanaan. Pengukuran kebijakan pendanaan sebagai berikut:

$$DER = \frac{\text{Total Debt}}{\text{Shareholder Equity}}$$

### Teknik Analisis Data

Analisis data dalam penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif. Alat yang digunakan untuk menguji hipotesis penelitian adalah *Ordinary Least Square (OLS)*. OLS digunakan untuk menguji pengaruh antar variabel independen terhadap variabel dependen.

Model pertama dilakukan untuk menguji pengaruh kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial, dan kepemilikan publik terhadap kebijakan pendanaan (DER). Berdasarkan model analisis, maka dapat dirumuskan dalam bentuk persamaan sebagai berikut:

$$DER = \alpha_1 + \beta_1 KI + \beta_2 KM + \beta_3 KP + \varepsilon$$

Keterangan:

$\alpha_1$  = Konstanta

$\beta_1, \beta_2, \beta_3$  = Koefisien Regresi

DER = Debt Equity Ratio

KI = Proporsi Saham Kepemilikan Institusional

KM = Proporsi Saham Kepemilikan Manajemen

KP = Proporsi Saham Kepemilikan Publik

$\varepsilon$  = Error

Model kedua dilakukan untuk menguji pengaruh kebijakan pendanaan (DER) terhadap kinerja perusahaan (ROE). Berdasarkan model analisis kedua, maka dapat

dirumuskan dalam bentuk persamaan sebagai berikut:

$$ROE = \alpha_2 + \beta_7 DER + \varepsilon$$

Keterangan:

$\alpha_2, \alpha_3$  = Konstanta

$\beta_7$  = Koefisien Regresi

ROE = Return on Equity

DER = Debt on Equity Ratio

$\varepsilon$  = Error

### Uji Statistik Deskriptif

Data dalam penelitian ini dideskripsikan dengan menggunakan *descriptive statistic*. Deskripsi ini bertujuan untuk memberikan gambaran mengenai *mean value, Sum, standard deviation, variance, range, minimum* dan maksimum dari setiap data perusahaan.

### Uji Asumsi Klasik

Untuk memperoleh nilai pemeriksa yang tidak bias dan efisien dari suatu persamaan regresi berganda dengan OLS, maka dalam pelaksanaan analisis data harus memenuhi asumsi klasik. Dalam penelitian ini digunakan empat buah alat uji asumsi klasik yaitu multikolinieritas, heteroskedastisitas, autokorelasi, dan normalitas.

#### 1. Uji Multikolinieritas

Tujuan uji multikolinieritas adalah untuk mengetahui keberadaan korelasi antar variabel bebas (independen) dalam sebuah model regresi. Model regresi yang baik seharusnya memiliki variabel independen yang tidak saling berkorelasi. Mendeteksi adanya multikolinieritas dapat menggunakan tolok ukur *Value Inflation Factor* (VIF). Apabila nilai VIF > 10 maka terjadi multikolinieritas dan sebaliknya apabila VIF < 10 maka tidak terjadi multikolinieritas.

#### 2. Uji Heteroskedastisitas

Uji heteroskedastisitas bertujuan menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan varian dari residual satu pengamatan ke pengamatan lain. Metode yang digunakan untuk mengetahui keberadaan heteroskedastisitas adalah grafik *Scatterplots*.

Mendeteksi ada tidaknya heteroskedastisitas dapat dilakukan dengan melihat ada tidaknya pola tertentu pada grafik *scatterplots* antara SRESID dan ZPRED dimana sumbu Y adalah Y yang telah diprediksi, dan sumbu X adalah residual (Y prediksi - Y sesungguhnya) yang telah di-*studentized*.

### 3. Uji Autokorelasi

Istilah autokorelasi dapat didefinisikan sebagai korelasi antara anggota serangkaian observasi yang diurutkan menurut waktu (seperti dalam data runtun waktu) atau ruang (seperti dalam data *cross section*). Dalam konteks regresi, model regresi linier klasik mengasumsikan bahwa autokorelasi seperti itu tidak terdapat dalam *disturbance* atau gangguan  $u_i$ . Untuk dapat mendeteksi adanya autokorelasi dalam situasi tertentu, ada beberapa pengujian, namun yang digunakan dalam penelitian ini adalah *Durbin Watson*. Dasar pengambilan keputusan uji Durbin-Watson adalah jika nilai dw berada antara du dan 4-du ( $du < dw < 4-du$ ) maka tidak ada autokorelasi.

### 4. Uji Normalitas

Distribusi normal merupakan distribusi teoritis dari variabel random yang kontinyu. Uji normalitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi, variabel pengganggu atau residual memiliki distribusi normal. Untuk menguji apakah sampel penelitian merupakan jenis distribusi normal maka digunakan analisis grafik.

### Pengujian Hipotesis

Ketepatan fungsi regresi sampel dalam menafsir nilai aktual dapat diukur dari *Goodness of Fit*. Secara statistik *Goodness of Fit* setidaknya dapat diukur dari nilai koefisien determinasi, nilai statistik F, dan nilai statistik t dengan tingkat signifikansi p sebesar 0,05 ( $\alpha = 5\%$ ).

#### 1. Koefisien Determinasi ( $R^2$ )

Koefisien determinasi ( $R^2$ ) mengukur seberapa jauh kemampuan model menerangkan variasi variabel dependen. Nilai koefisien determinasi antara 0 dan 1. Nilai  $R^2$



yang kecil artinya kemampuan variabel independen dalam menjelaskan variasi variabel dependen sangat terbatas. Secara umum koefisien determinasi untuk data *cross sectional* relatif rendah karena adanya variasi yang besar antara masing-masing amatan, sedangkan untuk data *time series* biasanya memiliki nilai koefisien determinasi ( $R^2$ ) yang tinggi.

## 2. Uji Keberartian Model (Uji Statistik F)

Uji Keberartian Model (uji statistik F) Uji-F digunakan untuk menguji pengaruh variabel bebas terhadap variabel terikat sebagaimana yang diformulasikan dalam model penelitian. Uji hipotesis menggunakan *multiple regresion* mempunyai tujuan untuk menganalisis apakah variabel  $S_{Inst}$ ,  $S_{Man}$ ,  $S_{Pub}$ , dan  $DER$  berpengaruh terhadap  $ROE$ .

$H_0$ :  $S_{Inst}$ ,  $S_{Man}$ ,  $S_{Pub}$ , dan  $DER$  tidak berpengaruh terhadap  $ROE$ .

Kriteria penolakan: Tolak  $H_0$ :  $\beta_i \neq 0$  jika:  $F_{hitung} >$  atau nilai  $Sig. < 0,05$   $2,1, -nF\alpha$

Terima  $H_0$ :  $\beta_i = 0$  jika:  $F_{hitung} <$  atau nilai  $Sig. > 0,05$   $2,1, -nF\alpha$

## 3. Uji Signifikansi Parameter Individual (Uji Statistik t)

Uji statistik  $t$  pada dasarnya menunjukkan seberapa jauh pengaruh variabel independen secara individual dalam menerangkan variasi variabel dependen. Hipotesis nol ( $H_{01}$ - $H_{06}$ ) yang hendak diuji dalam koefisien regresi setiap variabel di persamaan 1 sama dengan nol, atau  $H_0$ :  $\beta_i = 0$ . Artinya apakah suatu variabel independen bukan merupakan penjelas yang signifikan terhadap variabel dependen. Hipotesis alternatifnya ( $H_a$ ) parameter suatu variabel tidak sama dengan nol, atau  $H_a$ :  $\beta_i \neq 0$ .

## PEMBAHASAN

### Pembahasan Kerangka Model Pertama

#### 1. Pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap Kebijakan Pendanaan ( $DER$ )

Hasil penelitian diatas menunjukkan bahwa kepemilikan institusional (KI) tidak berpengaruh terhadap keputusan struktur modal yang diproksi dengan  $DER$ , meskipun demikian sejalan dengan hasil penelitian

Rahmayani (2003) yaitu pengaruh positif kepemilikan institusional terhadap kebijakan pendanaan yang diproksi dengan *debt equity ratio (DER)* mengindikasikan bahwa kepemilikan institusional cenderung meningkatkan hutang. Implikasi praktikal dari pengaruh positif ini adalah kepemilikan institusional tidak berfungsi sebagai kontrol internal sehingga para manajer bekerja sesuai dengan kepentingan *stockholders*.

Hasil penelitian ini tidak sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Wahidahwati (2002) dan Chaganti dan Damanpour (1991) yang menunjukkan pengaruh yang negatif antara saham yang dimiliki oleh institusi terhadap  $DER$ . Tidak adanya pengaruh kepemilikan institusional dengan kebijakan pendanaan mengindikasikan bahwa biaya utang maupun biaya ekuitas adalah relatif ekuivalen dan masing-masing memiliki keunggulan dan kelemahan.

#### 2. Pengaruh Kepemilikan Manajerial terhadap Kebijakan Pendanaan ( $DER$ )

Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Wahidahwati (2002) yang menunjukkan pengaruh antara saham yang dimiliki oleh manajer terhadap kebijakan pendanaan ( $DER$ ). Konsisten dengan penelitian Agrawal dan Mandelkar (1987) yang menunjukkan adanya hubungan positif antara saham yang dimiliki oleh *managerial ownership* dengan  $DER$ . Hasil penelitian ini mengindikasikan bahwa perusahaan yang sebagian sahamnya dimiliki oleh manajemen memiliki kecenderungan menerapkan kebijakan hutang yang kecil, hal tersebut dikarenakan manajemen ikut menanggung biaya modal yang ditanggung perusahaan sehingga manajemen dalam menjalankan aktivitas operasionalnya lebih menerapkan *minimize cost* dan *maximize value*.

Alasan kepemilikan saham manajemen mempunyai pengaruh yang negatif terhadap  $DER$  karena dengan adanya kepemilikan saham oleh manajemen terdapat kecenderungan akan berhati-hati dalam menggunakan kebijakan hutang, sehingga meningkatnya kepemilikan saham oleh manajemen akan menurunkan jumlah hutang.

### 3. Pengaruh Kepemilikan Publik terhadap Kebijakan Pendanaan (*DER*)

Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Wahidahwati (2002) yang menunjukkan pengaruh antara saham yang dimiliki oleh publik terhadap kebijakan pendanaan (*DER*). Konsisten dengan penelitian Agrawal dan Mandelkar (1987) yang menunjukkan adanya hubungan positif antara saham yang dimiliki oleh *public ownership* dengan *DER*. Hasil penelitian ini mengindikasikan bahwa perusahaan yang sebagian sahamnya dimiliki oleh publik atau masyarakat memiliki kecenderungan menerapkan kebijakan utang yang kecil. Hasil penelitian ini tidak sesuai dengan penelitian yang telah dilakukan oleh Handayani (2007). Hasil penelitian Handayani (2007) menunjukkan bahwa publik kurang memberikan kontribusi kebijakan tentang pendanaan. Padahal untuk saat ini kontribusi masyarakat sangat dibutuhkan dalam hal investasi untuk lebih memberikan modal yang cukup bagi perusahaan.

#### Pembahasan Kerangka Model Kedua Pengaruh Kebijakan Pendanaan (*DER*) terhadap Kinerja Perusahaan (*ROE*)

Hasil penelitian ini mendukung hasil penelitian yang dilakukan oleh Husnan (2001), dimana penelitian Husnan (2001) menunjukkan bahwa *DER* tidak signifikan berpengaruh terhadap *ROE* bagi pemegang saham multinasional. Hasil penelitian ini berbeda dengan yang dilakukan oleh Aminatuzzahra (2010), dimana hasil penelitiannya menyatakan bahwa perubahan hutang perusahaan yang digunakan untuk aktivitas operasional perusahaan mampu menghasilkan keuntungan yang optimal dengan biaya hutang yang minimum, sehingga perubahan *DER* dapat meningkatkan kinerja atau laba perusahaan (*ROE*).

Hasil penelitian ini mengindikasikan bahwa perusahaan yang listed di Bursa Efek Indonesia (BEI) masih menerapkan restrukturisasi hutang sebagai akibat dari krisis global, sehingga tingkat keuntungan yang didapatkan lebih dimanfaatkan untuk

mengembalikan biaya modalnya. Selain itu aktivitas investasi yang dilakukan perusahaan baik dengan menggunakan hutang maupun modal sendirinya mampu menghasilkan keuntungan yang optimal.

### SIMPULAN DAN SARAN

#### Simpulan

Penelitian ini menguji tentang struktur kepemilikan saham (institusi, manajerial, dan publik) terhadap kebijakan pendanaan (*DER*) dan implikasinya terhadap kinerja perusahaan (*ROE*). Berdasarkan hasil penelitian model pertama, struktur kepemilikan saham yang mempengaruhi kebijakan pendanaan (*DER*) adalah kepemilikan saham publik dan manajemen, sedangkan untuk kepemilikan saham institusional tidak mempengaruhi kebijakan pendanaan (*DER*). Hasil penelitian ini mengindikasikan bahwa perusahaan yang sebagian sahamnya dimiliki oleh manajemen memiliki kecenderungan menerapkan kebijakan hutang yang kecil, hal tersebut dikarenakan manajemen ikut menanggung biaya modal yang ditanggung perusahaan. Hasil penelitian ini juga menunjukkan bahwa perusahaan yang sebagian sahamnya dimiliki oleh publik atau masyarakat memiliki kecenderungan menerapkan kebijakan utang yang kecil

Hasil penelitian diatas menunjukkan bahwa kepemilikan institusional (KI) tidak berpengaruh terhadap keputusan struktur modal yang diproksi dengan *DER*, meskipun demikian sejalan dengan hasil penelitian Rahmayani (2003) yaitu pengaruh positif kepemilikan institusional terhadap kebijakan pendanaan yang diproksi dengan *debt equity ratio (DER)* mengindikasikan bahwa kepemilikan institusional cenderung meningkatkan hutang. Implikasi praktikal dari pengaruh positif ini adalah kepemilikan institusional tidak berfungsi sebagai kontrol internal sehingga para manajer bekerja sesuai dengan kepentingan *stockholders*.

Berdasarkan hasil penelitian model kedua dapat dinyatakan bahwa Hasil penelitian kebijakan pendanaan (*DER*) tidak berpengaruh terhadap kinerja perusahaan (*ROE*). Hasil ini mengindikasikan bahwa

perusahaan yang *listed* di Bursa Efek Indonesia (BEI) masih menerapkan restrukturisasi hutang sebagai akibat dari krisis global, sehingga tingkat keuntungan yang didapatkan lebih dimanfaatkan untuk mengembalikan biaya modalnya. Selain itu aktivitas investasi yang dilakukan perusahaan baik dengan menggunakan hutang maupun modal sendirinya mampu menghasilkan keuntungan yang optimal.

atas kebijakan pendanaan dan memperhatikan secara sungguh-sungguh untuk memperhatikan kinerja perusahaan, sehingga perubahan kebijakan pendanaan (*DER*) dapat meningkatkan kinerja atau laba perusahaan (*ROE*). Perusahaan publik disarankan untuk memberikan keleluasaan kepada institusional untuk melakukan investasi ke dalam perusahaan agar dapat memberikan kontribusi yang nyata bagi perusahaan.

#### Saran

Berdasarkan hasil penelitian, maka manajemen perusahaan bertanggung jawab

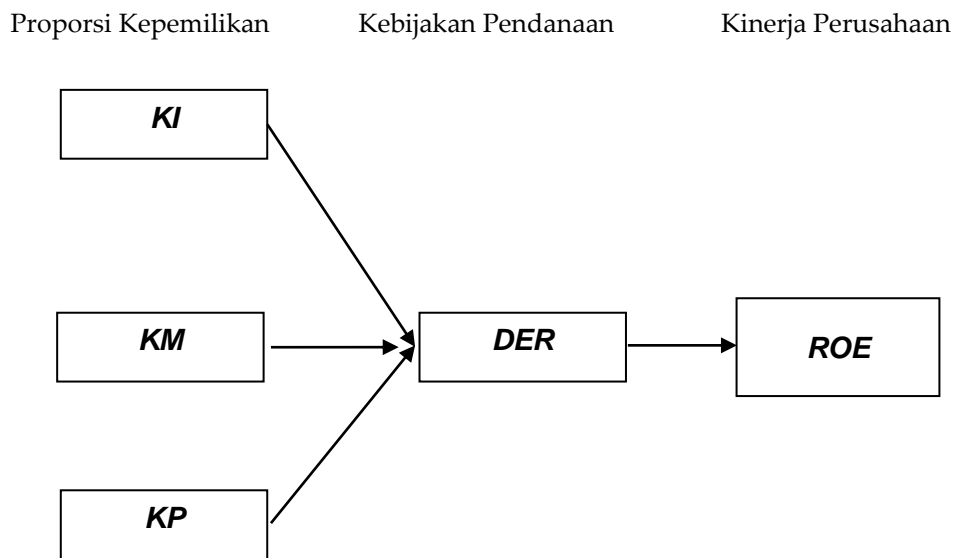
### DAFTAR PUSTAKA

#### Lampiran

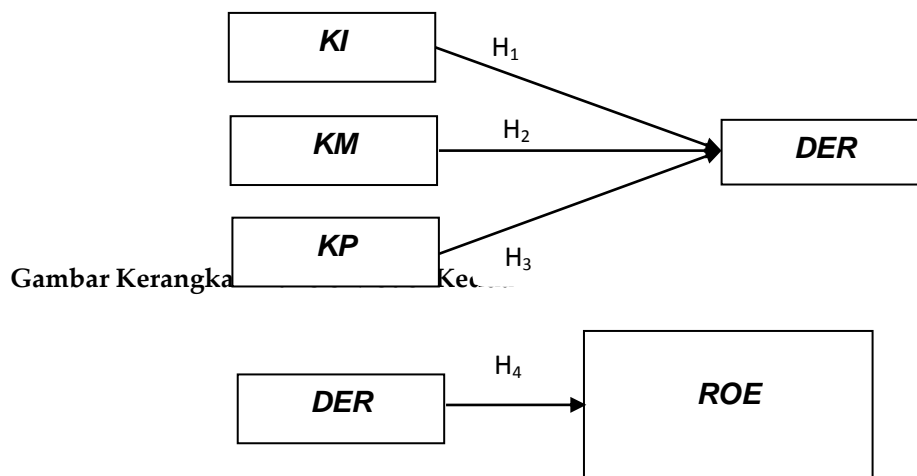
Tabel Jumlah Sampel Berdasarkan Kriteria Seleksi Sampel

No	Kriteria	2008	2009	2010
1	Jumlah perusahaan publik di BEI pada Tahun 2008-2010.	393	393	393
2	Jumlah Perusahaan yang melaporkan <i>annual report</i> di BEI tidak kontinyu.	(81)	(81)	(81)
3	Laporan keuangan perusahaan tidak lengkap.	(39)	(39)	(39)
4	Laporan Keuangan yang tidak memakai mata uang Rupiah.	(15)	(15)	(15)
5	Perusahaan yang laporan keuangannya tidak 31 Desember.	(4)	(4)	(4)
6	perusahaan yang selalu mencantumkan proporsi kepemilikan saham.	(25)	(25)	(25)
Terpilih sebagai sampel		229	229	229
Total sampel dari tahun 2008 sampai dengan tahun 2010 berjumlah $229 \times 3 = 687$ pengamatan				

#### Gambar Model Kerangka Analisis



Gambar Kerangka Analisis Model Pertama



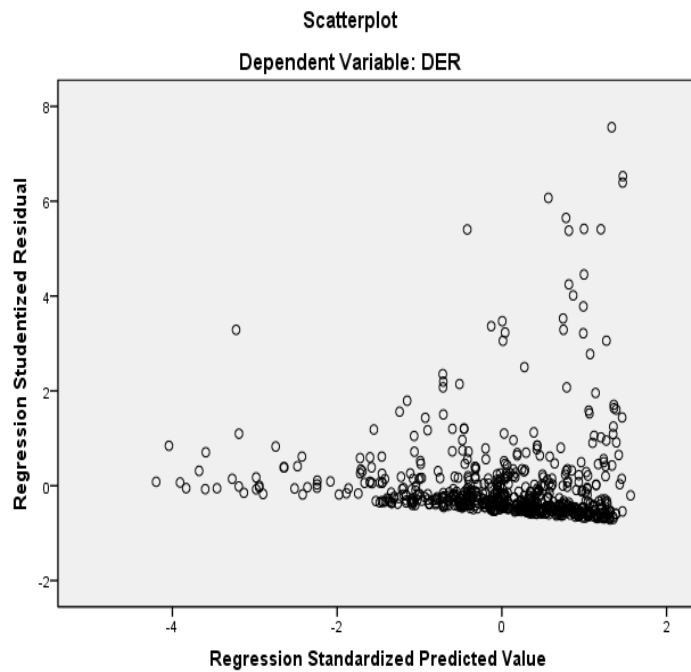
Tabel Hasil Uji Statistik Deskriptif

Variabel	Mean	Deviasi Standar	Maksimum	Minimum
Kepemilikan Institusional	,6902	,26171	5,10	,00
Kepemilikan manajerial	,0556	,11961	,90	,00
Kepemilikan Publik	,2609	,18509	1,00	,00
Kebijakan Pendanaan (DER)	5,4952	10,18737	83,62	,00
Kinerja Perusahaan (ROE)	,2795	1,01874	16,73	,00

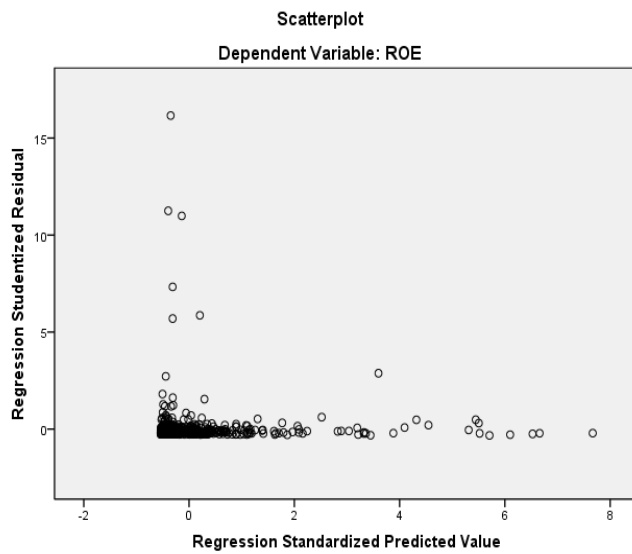
Tabel 4.2 Hasil Uji Multikolonieritas

Variabel	Collinearity Statistics	
	Toleransi	VIF
Kepemilikan Institusional	,434	2,305
Kepemilikan manajerial	,668	1,497
Kepemilikan Publik	,484	2,067

Grafik Scatterplot DER



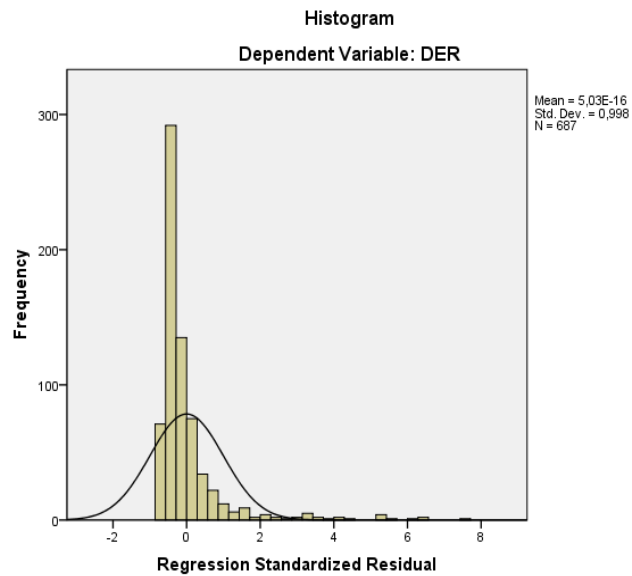
Grafik Scatterplot ROE



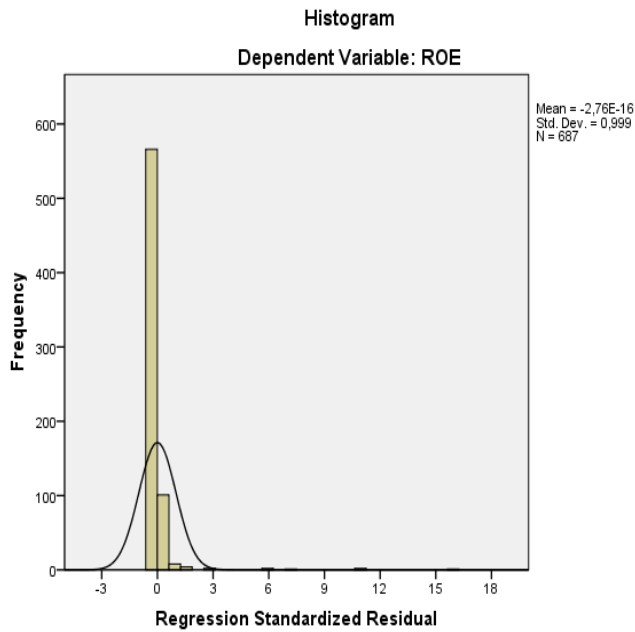
Tabel Hasil Uji Autokorelasi

DW Hitung	N	K	DI	dU	4-dL	4-dU
1,808	687	3	1,738	1,799	2,262	2,201
1,977	687	1	1,758	1,778	2,242	2,222

Grafik Uji Normalitas DER



Grafik Uji Normalitas ROE



Tabel Hasil Uji Hipotesis Model Pertama (DER)

Variabel	Koefisien			
	Regresi	Std. Error	Nilai t	Nilai p
kepemilikan institusional	-1,107	2,243	-,493	,622
kepemilikan manajerial	-8,658	3,955	-2,189	,029*
kepemilikan publik	-6,780	3,003	-2,258	,024*
R	,128			
R <sup>2</sup>	,016			
Adjusted R <sup>2</sup>	,012			
Nilai F	3,764			

\*Signifikan pada tingkat  $\alpha = 5\%$

Tabel Hasil Uji Hipotesis Model Kedua (ROE)

Variabel	Variabel	Koefisien	Std	Nilai	Nilai
Dependen	Independen	Regresi	Error	t	p
ROE	DER	,014	,038	,368	,713
R		,014			
R <sup>2</sup>		,002			
Adjusted R <sup>2</sup>		,013			
Nilai F		,136			

\*Signifikan pada tingkat  $\alpha = 5\%$