PENGARUH KEPEMILIKAN ASING TERHADAP KEBIJAKAN HUTANG DENGAN PROFITABILITAS SEBAGAI VARIABEL INTERVENING

Christian Timotius Peilouw[1*],

[1]Jurusan Akuntansi – Fakultas Ekonomi –
Universitas Katolik Widya Karya
email: christianpeilouw@widyakarya.ac.id

ABSTRACT

The purpose of this study is to know the influence of stock ownership by foreigner on debt policy which use agency theory, with variables of profitability intervening. The samples used were 330 companies non-bank and finance listes on BEI (Indonesia Stock Exchange) over the period of 2015-2016. The data collection technique used is the purposive sampling method. The data analysis technique used is Path Analysis.

The analysis shows that stock ownership by foreigner do not affect the profitability. Stock ownership by foreigner do not affect debt policy. Profitability affects debt policy. Stock ownership by foreigner do not affect debt policy with variables of profitability intervening.
Keyword: Debt policy, foreign ownership, profitability

PENDAHULUAN

Tujuan perusahaan *go public* adalah mensejahterahkan semua pemilik/pemegang saham dilihat dari peningkatan nilai perusahaan (Salvatore, 2005). Demi mencapai tujuan, pemodal menyerahkan pengelolaan perusahaan kepada manajer. Seringkali manajer perusahaan/*insider* punya kepentingan lain yang bertentangan dengan prioritas tujuan perusahaan. Maka akan timbul konflik antara kepentingan manajer dan kepentingan pemegang saham (Indahningrum dan Handayani, 2009). Data Bank Indonesia menunjukkan, angka hutang luar negeri Indonesia akhir November 2015 sebesar US$ 304,6 juta dan meningkat sampai akhir November 2016 mencapai US$ 316,0 juta.

Konflik antara kepentingan manajer dan kepentingan pemegang saham dapat dikurangi melalui mekanisme pengawasan yang dapat menyamakan kepentingan yang terkait (Manan, 2004). Adanya mekanisme pengawasan tersebut membuat tambahan biaya yang dinamakan *agency cost*. (Brigham dan Houston, 2001) berasumsi bahwa agency cost adalah seluruh biaya yang digunakan untuk memonitoring tindakan manajer, mencegah perilaku manajer yang tidak dikehendaki pemegang saham, dan *opportunity cost* akibat pembatasan tindakan manajer yang dilakukan pemegang saham. Hutang merupakan satu dari beberapa metode operasi yang diperuntukan menyusutkan atau meredam konflik keagenan.

Kasus santer ditahun 2015 adalah mengenai Maxpower proyek pembangunan pembangkit listrik tenaga gas di Tarahan, Provinsi Lampung, dan Tarakan, Kalimantan Timur, dimana ada dugaan terkait kepemilikan asing dalam Maxpower Group yaitu Standart Chartered tersebut yang diduga melakukan suap. Jelas adanya campur tangan dari kepemilikan asing yang dapat mengendalikan keputusan perusahaan. Teori keagenan dapat menjelaskan pihak-pihak yang terlibat di perusahaan yaitu pemilik, manajer, dan kreditor dapat berperilaku sesuai kepentingannya masing-masing. Kepemilikan asing dalam perusahaan ialah salah satu faktor yang

bisa mempengaruhi dalam pengambilan keputusan kebijakan hutang.

Variabel *profitabilitas* digunakan sebagai variabel *intervening* yang diduga dipengaruhi oleh kepemilikan asing dan mempengaruhi kebijakan hutang. Penelitian menggunakan semua perusahaan yang terdaftar di BEI kecuali perusahaan *bank* dan *finance*. Pemilihan sampel perusahaan tersebut digunakan untuk menggeneralisasi data. Hasil informasi yang didapat akan lebih menyeluruh dan lebih tepat. Tidak memakai perusahaan *bank* dan *finance* dengan alasan perusahaan tersebut mempunyai karakteristik yang berbeda untuk memperoleh struktur modal (hutang/ modal sendiri) digunakan pembelanjaan aktiva yang dimiliki perusahaan.

Atas dasar penelitian sebelumnya, peneliti berusaha menguji penelitian (Joher dan Ali, 2006) dan (Lee, 2008) tentang pengaruh kepemilikan asing terhadap kebijakan hutang. Penelitian ini dilakukan karena beragamnya hasil yang telah ditemukan. Peneliti melakukan penelitian selanjutnya dengan harapan menguji kembali tentang pengaruh struktur kepemilikan asing terhadap kebijakan hutang. Dari latar belakang diatas, sehingga peneliti ingin mengambil judul "Pengaruh Kepemilikan Asing Terhadap Kebijakan Hutang dengan *Profitabilitas* sebagai Variabel *Intervening* Pada Perusahaan *non bank* dan *finance* yang Terdaftar di BEI".

BAHAN DAN METODE

Teori

1. Teori Keagenan

Agency Theory pertama kali dikenalkan dan berkembang berawal dari (Jensen, Michael C dan Meckling, 1976) yang berpedoman atas pemenuhan tujuan utama dari manajemen keuangan untuk mengoptimalkan kesejahterahan pemegang saham/pemilik. Maksimalisasi kekayaan *principal* akan diserahkan kepada pihak-pihak yang dirasa profesional untuk menata/ mengurus perusahaan. Pihak profesional ini dinamakan manajemen, yang dalam teori keagenan disebut sebagai *agent*.

Menurut (Jensen, Michael C dan Meckling, 1976) *agency conflict* akan terjadi apabila prosentase saham kepemilikan manajemen perusahaan kurang dari 100%. Kondisi ini akan menimbulkan kecenderungan manajemen untuk bertindak mementingkan kepentingan sendiri dan tidak berdasarkan maksimalisasi kemakmuran *principal* lagi. Tindakan tersebut terjadi dengan alasan pemisahan fungsi pengelolaan selaku pengambil keputusan dengan fungsi kepemilikan selaku penanggung resiko. Pengelola selaku pembuat keputusan relatif tidak menanggung resiko terhadap kesalahan, akan tetapi risikonya akan ditanggung oleh pemilik (Artini dan Diantini, 2014)

Konflik kepentingan dapat mendasari orang bertindak untuk memenuhi kebutuhannya terlebih dahulu sebelum memenuhi kebutuhan orang lain. Hal ini juga berlaku dalam manajemen perusahaan. Bahwa cukup sulit untuk mempercayai bahwa manajemen selaku *agent* akan selalu bertindak berdasarkan pemaksimalan kepentingan pemegang saham *(principal).* Demi terwujudnya tindakan tersebut maka diperlukan monitoring dari pemegang saham.

Menurut (Jensen, Michael C, 1986), *agency problem* muncul ketika seseorang cenderung untuk mementingkan diri sendiri dan konflik muncul ketika banyaknya kepentingan yang berbeda, bertemu dalam aktivitas yang sama. Konflik menciptakan masalah *(agency cost)* dengan begitu masing-masing pihak berusaha untuk mengurangi besarnya *agency cost* yang terjadi. Biaya agensi *(agency cost)* merupakan *cost* yang berhubungan dalam mengawasi manajemen. Sehingga dapat meyakinkan bahwa manajemen telah bertindak secara konsisten sesuai dengan perjanjian kontraktual perusahaan yang dilakukan dengan kreditur dan pemegang saham.

Teori keagenan diharapkan mampu menjelaskan fenomena masalah keagenan di perusahaan-perusahaan Indonesia terkhusus struktur kepemilikan. Manajer harus dapat mengendalikan perusahaan dan mencegah terjadinya masalah keagenan antara pemegang saham dan manajer. Permasalahan tersebut disebut juga *Agency Problem I* (Villalonga dan Amit, 2006).

Para pemegang saham di perusahaan mengelompokkan diri menjadi pemegang saham pengendali. Bertugas untuk mengawasi manajer, agar para manajer mengelola operasional perusahaan demi kebutuhan relevansi dari para pemegang saham. Pemegang saham pengendali dapat mengontrol manajer membuat keputusan yang menguntungkan pemegang saham pengendali, contoh pembagian dividen khusus. Kebijakan tersebut dirasa merugikan pemegang saham non pengendali. Penjelasan diatas membuat adanya permasalahan keagenan pemegang saham pengendali dengan pemegang saham non pengendali. Konflik keagenan diatas dikenal dengan nama *Agency Problem II* (Villalonga dan Amit, 2006).

(La Porta *et al.*, 1999) menghadirkan gagasan atau konsepsi untuk melacak kepemilikan perusahaan publik yang dikenal dengan nama kepemilikan ultimat. Kepemilikan ultimat dapat mendeteksi pemegang saham pengendali, rantai kepemilikan, pemisahan hak kontrol dan hak peredaran kas, serta mekanisme kontrol perusahaan. Individu, keluarga, dan institusi ialah pemegang saham pengendali *(controlling shareholder)*. Mereka punya kontrol terhadap perusahaan secara langsung maupun secara tidak langsung. Pemegang saham pengendali dikenal dan disebut sebagai pemilik ultimat terbesar.

Controlling shareholder mengendalikan perusahaan dengan dua mekanisme. Mekanisme pertama, mengendalikan perusahaan melalui perusahaan lain, yang dikenal dengan nama kepemilikan piramida. Contoh Perusahaan X dimiliki oleh Perusahaan Y, Sedangkan perusahaan Y dimiliki perusahaan Z. Sehingga perusahaan Z memiliki kontrol terhadap Perusahaan X. Mekanisme kedua, dikenal dengan nama lintas kepemilikan. Contohnya Perusahaan A pemilik perusahaan B dan C atau lebih, Tetapi perusahaan B dan C saling menjadi pemegang saham terbesar peruahaan. Hal tersebut yang dapat mempengaruhi keputusan manajeman yang ada diperusahaan yang salah satunya adalah untuk pengambilan keputusan kebijakan hutang bagi perusahaan.

2. Kebijakan Hutang

Kebijakan hutang dapat digunakan untuk menentukan nilai perusahaan. Kebijakan hutang merupakan penggunaan modal didasari dari hutang dan dipilih manajemen guna membiayai seluruh kegiatan operasional perusahaan.

Menurut (Murni dan Andriana, 2007) guna pemenuhan kebutuhan pendanaan perusahaan, pemegang saham memilih pendanaan operasional perusahaan dengan cara hutang. Dengan penggunaan hutang, hak pemegang saham terhadap perusahaan tidak akan berkurang dan perilaku para manajer perusahaan dapat dikendalikan. Akan tetapi manajer tidak menyukai pendanaan dengan metode tersebut. Hutang mengandung risiko yang tinggi bagi perusahaan.

Menurut (Brigham dan Houston, 2001), perusahaan yang sedang berkembang memerlukan modal yang dapat berasal dari hutang maupun ekuitas. Dengan menggunakan hutang, maka perusahaan dapat memperoleh keuntungan diantaranya yaitu, bunga dari hutang perusahaan yang dibayarkan dapat menjadi pengurang pajak perusahaan.

Namun demikian, hutang juga mempunyai beberapa kelemahan, diantaranya adalah pertama, semakin tinggi *(debt ratio)* maka semakin tinggi risiko perusahaan. Kedua, apabila perusahaan sedang kesulitan masalah keuangan dan laba operasi tidak cukup untuk membayar beban bunga, maka pemegang saham yang bertanggung jawab membayar kekurangan tersebut dan perusahaan akan mengalami krisis finansial jika pemegang saham tidak mampu memenuhinya.

Menurut (Masdupi, 2005), mempunyai hutang besar membuat *shareholders* menginginkan proyek yang berisiko dengan maksud mendapat pengembalian tinggi *(high risk high return)*. Jika proyek berhasil maka *return* meningkat, dan *debtholders* cukup menerima tingkat bunga saja, lalu sisanya didapat oleh *shareholders.* Sebaliknya, proyek gagal maka dapat melemparkan tanggung jawab risiko kepada pihak kreditur.

Berdasarkan teori keagenan, kebijakan hutang harus disusun sedemikian rupa agar harus meminimalisir konflik antara kelompok-kelompok pemilik kepentingan dalam perusahaan. Pemegang saham akan lebih menyukai tindakan perusahaan yang dapat membuat dan menghasilkan keuntungan yang lebih besar.

3. Kepemilikan Asing

Atas dasar teori keagenan, kepentingan manajer yang berbeda dengan kepentingan pemegang saham menimbulkan konflik yang biasa dinamakan *agency conflict*. Konflik kepentingan tersebut menjadi acuan sebagai keperluan untuk mengatur mekanisme yang berperan untuk mengamankan kepentingan pemegang saham perusahan (Jensen, Michael C dan Meckling, 1976). Kepemilikan asing diketahui dari prosentase *outstanding share* milik investor asing. Berbentuk perusahaan yang dimiliki oleh perorangan, pemerintah, dan badan hukum, serta bagian lainnya yang berstatus luar negeri yang bukan berasal dari Indonesia.

Banyak pihak asing yang tanam saham diperusahaan berdampak peningkatan kinerja perusahaan tersebut, dikarenakan pihak asing memiliki sistem manajemen, teknologi, inovasi, keahlian, pemasaran yang baik dan sangat berguna bagi perusahaan. (Lee, 2008) berargumen bahwa kepemilikan asing memiliki kapabilitas dan pengalaman bermutu di bidang keuangan dan bisnis maka dapat mempengaruhi manajemen.

Kepemilikan asing tinggi, maka asing selaku pemegang saham terbanyak akan menugaskan orang asing agar menjabat atau duduk di jajaran komisaris/direksi. Keselarasan tujuan untuk dapat mengoptimalkan kinerja perusahaan akan tercapai karena pemegang saham dan manajemen diduduki oleh asing.

Penggunaan hutang sebagai penambah dana aktiva diharapkan mampu meningkatkan keuntungan perusahaan. Dengan demikian laba yang tersedia bagi pemegang ekuitas ikut meningkat (Brigham dan Houston, 2001). Tetapi, kebalikannya apabila hutang terlalu besar mengakibatkan beban bunga besar. Beban bunga besar tetapi laba operasional tidak mencukupi maka menimbulkan kesulitan keuangan dan akhirnya kinerja perusahaan menurun.

Penggunaan hutang dalam struktur modal mencegah pengeluaran yang tidak penting bagi perusahaan dan memberi support bagi manajer untuk menjalankan perusahaan dengan efisien dan efektif. maka *agency cost* berkurang dan kinerja perusahaan mampu meningkat (Cao, 2006). Kinerja perusahaan baik membuat *agency cost* berkurang karena manager dimonitori oleh kepemilikan asing, sehingga manajemen lebih efisien dan efektif menggunakan hutang.

4. Profitabilitas

(Jensen, Gerald R *et al.*, 1992), menyatakan bahwa profitabilitas perusahaan mempunyai hubungan negatif dengan kebijakan hutang. Profitabilitas merupakan keuntungan bersih yang didiapt perusahaan apabila menjalankan operasional perusahaan dengan baik. Profitabilitas mencerminkan pendapatan yang dimiliki perusahaan.

Tingkat pengembalian yang tinggi atas investasi perusahaan cenderung menggunakan hutang yang relatif kecil. Perusahaan dengan laba ditahan besar, maka akan cenderung menggunakan laba ditahan daripada menggunakan hutang. (Myers, 1984) mengungkapkan bahwa manajer memilih melaksanakan *pecking order* dalam perusahaan. Laba ditahan sebagai pilihan utama, kedua memilih pembiayaan dengan hutang, dan ketiga memilih dengan *equity*. Maka demikian hubungan yang ada antara profitabilitas dengan kebijakan hutang bersifat negatif, dimana jika profitabilitas perusahaan meningkat maka tingkat hutang perusahaan akan menurun dan sebaliknya jika profitabilitas perusahaan menurun maka hutang perusahaan akan meningkat.

Pengukuran profitabilitas perusahaan menggunakan rasio ROA *(Return On Asset*). ROA mencerminakan gambaran terkait perubahan keuangan perusahaan dari tahun ke tahun. Rasio ROA punya fungis lainnya sebagai bahan analisis bagi penentuan kebijakan periode selanjutnya, karena setiap perubahan yang terjadi akan berpengaruh terhadap pertimbangan pihak

yang berkepentingan untuk membuat keputusan.

Sesuai dengan teori keagenan apabila dengan profitabilitas yang tinggi maka akan mengurangi monitoring pemegang saham terhadap manajemen, dikarenakan manajemen lebih banyak menggunakan laba daripada melakukan hutang dengan begitu *agency cost* akan dapat berkurang.

Perumusan Hipotesis

1. (Chhibber dan Majumdar, 1999) *Foreign ownership* memiliki pengaruh positif terhadap kinerja perusahaan di India. Pihak asing semakin banyak menanam saham maka akan kinerja perusahaan tersebut meningkat. Efek pihak asing yang menanamkan saham tersebut memiliki sistem manajemen, teknologi, inovasi, keahlian pemasaran yang baik dan mendatangkan imbas positif bagi perusahaan. Sesuai teori keagenan, kinerja perusahaan menjadi menurun apabila hubungan pemegang saham dengan manajer berjalan tidak baik. Sebaliknya hubungan pemegang saham dengan manajer dapat dikendalikan dengan baik maka kinerja perusahaan turut meningkat. Semakin tinggi kepemilikan asing, maka akan menempatkan orang asing untuk menjabat sebagai komisaris/direksi, Supaya terjadi keselarasan prinsip dan tujuan untuk memaksimalkan kinerja perusahaan.. Berdasarkan uraian diatas maka hipotesis:

H1 : Kepemilikan asing berpengaruh terhadap profitabilitas.

2. (Chhibber dan Majumdar, 1999) Semakin tinggi kepemilikan asing, maka akan menempatkan orang asing untuk menjabat sebagai komisaris/direksi. Keselarasan prinsip dan tujuan untuk memaksimalkan kinerja perusahaan akan tercapai. Efek kepemilikan asing mendorong kinerja perusahaan agar lebih baik dan berdampak pada *agency cost* berkurang. Semuanya ini terjadi karena manager dimonitori langsung oleh asing, yang efisien/efektif untuk melakukan berhutang. Maka kepemilikan asing berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang.

Asing masuk di pasar bursa Indonesia akibat globalisasi financial, membuat meningkatnya kehadiran manajer asing. Permintaan konsumen asing akan meningkat, dan perlu pelayanan lebih dari perusahaan-perusahaan dalam negeri. Kata lainnya meningkatnya hutang asing akibat aliran modal asing yang ikut masuk ke Indonesia (Fathimiyah *et al.*, 2011). Semakin tinggi kepemilikan perusahaan atas asing maka tingkat risiko pun semakin menjadi besar dan kepemilikan asing akan berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang. Penelitian (Prayoga dan Almilia, 2013) semakin tinggi kepemilikan asing akan membuka pintu masuk aliran modal asing, salah satunya dalam bentuk hutang. Efek selanjutnya, terjadi peningkatkan pengungkapan manajemen risiko oleh *foreighn ownership*. Maka kepemilikan asing berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang. Berdasarkan uraian diatas maka hipotesis:

H2 : Kepemilikan asing berpengaruh terhadap kebijakan hutang.

3. Profitabilitas merupakan laba bersih yang didapat perusahaan dari menjalankan operasionalnya. Profitabilitas pancaran pendapatan perusahaan yang digunakan membiayai investasi. Profitabilitas mencerminkan kemampuan modal yang ditanamkan untuk mendapatkan keuntungan bagi investor. Tingkat pengembalian perusahaan yang tinggi atas investasi akan menggunakan hutang yang relatif kecil dan mampu membiayai sebagian besar pendanaan internal. Perusahaan dengan laba ditahan besar, lebih menggunakan laba ditahan sebelum mengam bil keputusan untuk berhutang. Hal ini sejalan dengan pendapat (Myers, 1984) dalam (Indahningrum dan Handayani, 2009) yang memberi masukan bagi manajer untuk melakukan *pecking order theory* untuk keputusan pendanaan. Pertama, laba ditahan sebagai pilihan utama untuk pendanaan, selanjutnya hutang dan ekuitas. Seperti yang dikemukakan (Peilouw, 2017) kebijakan hutang dipengaruhi secara negatif oleh profitabilitas. Artinya perusahaan dengan profitabilitas tinggi memilih menggunakan hutang kecil, karena mampu menyediakan dana lebih melalui *retained earnings*. Berdasarkan uraian diatas maka hipotesis:

H3 : Profitabilitas berpengaruh terhadap kebijakan hutang.

4. Sesuai teori keagenan, semakin besarnya kepemilikan asing dalam perusahaan akan akan dapat mengontrol manajemen, apalagi biasanya investor asing akan menempatkan orang pilihannya untuk menjadi salah satu pimpinan manajemen, dimana dapat secara langsung ikut menjalankan perusahaan serta mengawasi jalannya manajemen pada perusahaan tersebut. Maka dapat meningkatkan kinerja perusahaan dengan begitu memaksimalkan profitabilitas. Profitabilitas yang besar akan mengurangi pembiayaan perusahaan dengan hutang. Berdasarkan uraian diatas maka hipotesis:

H4 : Kepemilikan asing berpengaruh terhadap kebijakan hutang melalui profitabilitas

Metode

Populasi penelitian adalah seluruh perusahaan BEI selain *bank* dan *finance*, yang terdaftar di periode 2015-2016. Sampel dalam penelitian ini dipilih menggunakan metode *purposive sampling*. Sampel terdiri dari kriteria: (a) Seluruh Perusahaan di BEI selain *bank* dan *finance* yang konsisten terdaftar dan selalu melaporkan laporan keuangan tahun 2015-2016 secara berturut-turut, (2) Seluruh Perusahaan kecuali *bank* dan *finance* yang menerbitkan laporan keuangan dengan satuan mata uang Rupiah. Diketahui sampel 330 perusahaan maka N = 660.

Variabel penelitian menggunakan 3 kontruk, yaitu: Kepemilikan asing disimbolkan dengan X1, dengan rumus:

$$FOR = \frac{\text{Jumlah saham yang dimiliki asing}}{\text{Jumlah saham beredar akhir tahun}} \text{ x } 100\%$$

Profitabilitas digunakan sebagai variabel intervening, disimbolkan Y1, dengan rumus:

$$ROA = \frac{\text{Laba sesudah pajak}}{\text{Total aset}} \text{ x } 100\%$$

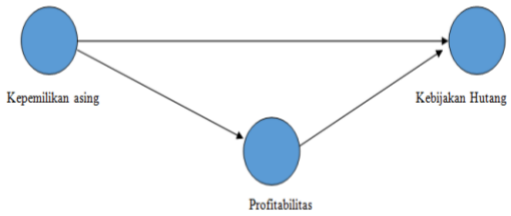
Kebijakan hutang merupakan variabel independen penelitian ini, disimbolkan Y2, dengan rumus:

$$DER = \frac{\text{Total utang}}{\text{Total ekuitas}} \text{ x } 100\%$$

Penelitian memakai metode teknik analisis jalur *(Path Analysis)*. Hipotesis penelitian di uji dan dirumuskan menggunakan sistim *Partial Least Squares* (PLS) yang merupakan *statistika multivariate*. Tugasnya membandingan variabel dependen berganda dan variabel independen berganda. Model persamaan inner model dapat disusun sebagai berikut:

Y1 = γ1FORit + e1
Y2 = γ2FORit + βROAit + e2

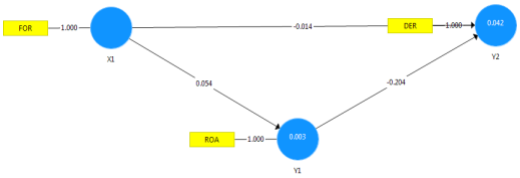
Ket:
FOR : Kepemilikan asing
Y1 : Profitabilitas
Y2 : Kebijakan hutang
γ1, γ2 : Koefisien
e1, e2 : error



Gambar 1 Model Struktural

HASIL DAN PEMBAHASAN

Berdasarkan hasil uji menunjukkan bahwa tidak memenuhi asumsi penelitian, maka perlu penghapusan data outlier. Penghapusan diketahui dengan menghapus nilai DER diatas 2,00. Didapat data baru yaitu 228 perusahaan, N = 456



Gambar 2 Diagram Jalur PLS

Pengujian model struktural (inner model) dilakukan guna mengetahui hubungan antara konstruk, nilai sig, dan R-square. R-square variabel Profitabilitas bernilai 0,003 atau 0,3%. Hasilnya menunjukkan bahwa profitabilitas dapat dijelaskan oleh kepemilikan asing sebesar 0,3% atau dengan kata lain kontribusi kepemilikan asing terhadap profitabilitas sebesar 0,3% sedangkan sisanya sebesar 99,7% keragaman profitabilitas dijelaskan oleh variabel lain, yang tidak dijelaskan atau yang tidak dibahas di penelitian ini.

R-square variabel kebijakan hutang bernilai 0,042 atau 4,2%, nilai tersebut menunjukkan bahwa keragaman kebijakan

hutang dijelaskan oleh kepemilikan asing dan profitabilitas secara parsial sebesar 4,2% atau dengan kata lain kontribusi kepemilikan asing dan profitabilitas terhadap kebijakan hutang sebesar 4,2%, sedangkan sisanya 95,8% keragaman kebijakan hutang dipengaruhi variabel lain yang tidak dipakai di penelitian ini. Adapun pengujian R^2 telah diringkas dalam tabel dibawah ini.

Tabel 1
Tabel R^2 dan Q^2

Variabel	R^2
Proftabilitas	0.003
Kebijakan Hutang	0.042
$Q^2 = 1 - (1 - R1^2) (1 - R2^2)$ $1 - (1 - 0.003) (1 - 0.042) = 0,045$	

Sumber: Data Sekunder Diolah

Q-Square predictive relevance (Q2) bernilai 0,045 atau 4,5%. Hal ini menunjukkan bahwa keragaman kebijakan hutang secara simultan mampu dijelaskan oleh Kepemilikan asing dan profitabilitas sebesar 4,5%, atau dengan kata lain besarnya kontribusi kepemilikan asing dan profitabilitas sebesar 4,5%. Sedangkan sisanya sebesar 95,5% keragaman kebijakan hutang dijelaskan variabel lain yang tidak dipakai di penelitian ini

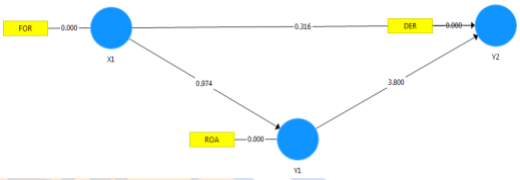
Pengujian signifikansi digunakan untuk menguji hipotesis mengenai kausalitas yang dikembangkan dalam model yaitu pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen. Kriteria pengujian menjelaskan apabila nilai *T-statistics* lebih besar dari 1.96 maka memperlihatkan pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen pada masing-masing hipotesis yang telah ditetapkan sebelumnya.

Hasil dari perhitungan koefisien jalur dan pengujian signifikansi tersebut dapat diketahui melalui *T-statistics* yang dijelaskan pada Gambar 3 dan Tabel 2 di bawah ini.

Tabel 2
Tabel Hasil Uji t Statistik

Hipotesis	Item	T Statistik (|O/STDEV|)	Direct Coefficient	Indirect Coefficient	Ket
H1	FOR → ROA	0.974	0.054	-	Ditolak
H2	FOR → DER	0.316	-0.014	-	Ditolak
H3	ROA → DER	3.800	-0.204	-	Diterima
H4	FOR → ROA → DER	0.969	-	-0,011	Ditolak

Sumber: Data Sekunder Diolah



Gambar 3 Hasil Uji Hipotesis

Sehingga, konversi diagram jalur ke dalam model pengukuran yang dimaksudkan untuk mengetahui kekuatan pengaruh antar konstruk yang dijelaskan pada efek pada model, yaitu efek langsung dan efek tidak langsung menghasilkan model empiris sebagai berikut:

Profitabilitas = 0,054 FOR
Kebijakan Hutang = -0,014 FOR-0,204 ROA

1. Pengaruh Kepemilikan Asing Terhadap Profitabilitas

Hasil analisis menyimpulkan bahwa kepemilikan asing (FOR) tidak berpengaruh signifikan terhadap profitabilitas. Hal ini berarti turun naiknya kepemilikan asing tidak berpengaruh terhadap naik turunnya profitabilitas. Hasil penelitian berbeda dengan (Wiranata dan Nugrahanti, 2013) kepemilikan asing (FOR) berpengaruh terhadap profitabilitas.

Ini tidak sesuai teori keagenan bahwa kinerja perusahaan menurun apabila jalinan pemegang saham dengan manajer kurang baik. Jalinan pemegang saham dengan manajer baik dan dapat dikendalikan maka kinerja perusahaan meningkat. Kebanyakan perusahan dengan kepemilikan asing yang tinggi akan menempatkan orang asing dalam jajaran manajemennya.

Diduga situasi ini terjadi dikarenakan kepemilikan asing yang tidak terlalu tinggi sehingga masih kurangnya kontrol terhadap perusahaan. Juga dengan adanya isu bahwa masih adanya pembatasan tenaga kerja asing dalam perusahaan yang

tertuang dalam undang-undang ketenagakerjaan. Ada dua atau beberapa perusahaan asing yang menjadi pemilik perusahaan, dengan begitu akan ada perbedaan kepentingan juga dalam perusahaan tersebut. Rata-rata kepemilikan asing dalam sampel penelitian ini tidak terlalu tinggi yaitu 22,04%, sehingga kontrol atas perusahaan belum optimal.

2. Pengaruh Kepemilikan Asing Terhadap Kebijakan Hutang

Hasil analisis menyimpulkan kepemilikan asing (FOR) tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang. menunjukkan turun naiknya kepemilikan asing tidak berpengaruh terhadap turun naiknya kebijakan hutang. Hasil penelitian ini konsisten dengan (Peilouw, 2017) yang menemukan kepemilikan asing (FOR) tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang

Temuan tidak mendukung teori agensi, semakin tinggi kepemilikan asing (FOR) dapat mengendalikan kebijakan manajemen. Asing yang menjabat dalam manajemen perusahaan dan ikut mengontrol perusahaan, membuat manajemen lebih berhati-hati dalam berhutang sehingga mengurangi biaya keagenan (Lee, 2008).

Tidak terpengaruhhnya hasil penelitian ini diduga karena kepemilikan asing tidak terlalu besar dan sebagian besar perusahaan memiliki lebih dari satu kepemilikan asing. Seperti misal Suryamas Duta Makmur Tbk (SMDM) dimiliki oleh 3 perusahaan asing yaitu *Top Global Limited, Far East Holding Ltd*, dan *Martos Investment Inc*, dan masih banyak contoh perusahaan lainnya. Jadi kurang membawa dampak signifikan terhadap pengambilan keputusan kebijakan hutang. Tetapi arah hubungannya dalam hasil penelitian ini menunjukkan arah negatif. Diduga dengan adanya kepemilikan asing ini berdampak pada perbaikan sistem manajemen, teknologi, inovasi, keahlian pemasaran dalam perusahaan.

3. Pengaruh Profitabilitas Terhadap Kebijakan Hutang

Hasil kajian menyimpulkan bahwa profitabilitas (ROA) berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Menunjukkan turun naiknya profitabilitas berpengaruh terhadap turun naiknya kebijakan hutang. Penelitian ini konsisten dengan (Nurbaiti, 2006), (Indahningrum dan Handayani, 2009) yang menemukan bahwa profitabilitas berpengaruh terhadap kebijakan hutang dan arah hubungannya secara negatif.

Hasil ini menunjukan perusahaan dengan profitabilitas tinggi akan memerlukan sedikit hutang karena perusahaan menyediakan dana memadai melalui *retained earnings.* Temuan diatas memperuat temuan (Indahningrum dan Handayani, 2009) yang menemukan bahwa profitabilitas perusahaan tinggi akan menghasilkan banyak dana bagi perusahaan. Digunakan untuk membayar kewajiban sehingga akan berimbas berkurangnya tingkat penggunaan hutang oleh perusahaan. Jika perusahaan *profitable* maka perusahaan cenderung mengurangi rasio hutang. *Pecking Order Theory* menjelaskan profitabilitas yang semakin tinggi maka perusahan akan lebih memilih untuk mendanai perusahaan dengan menggunakan modal internal. Seluruh sampel perusahaaan penelitian ini menunjukan bahwa perusahaan yang berprofit maka lebih mengutamakan laba ditahan untuk memenuhi kebutuhan perusahaan. Sesuai (Myers, 1984) bahwa perusahaan menggunakan dana dengan urutan: (1) laba ditahan, (2) hutang, (3) penjualan saham baru.

4. Pengaruh Kepemilikan Asing Terhadap Kebijakan Hutang melalui Profitabilitas

Jalur dari kepemilikan asing terhadap profitabilitas menunjukkan tingkat tidak signifikan. Begitu pula jalur dari kepemilikan asing terhadap kebijakan hutang menunjukkan tingkat tidak signifikan.

Dari hasil penelitian menunjukkan bahwa kepemilikan asing belum mampu mempengaruhi kebijakan hutang melalui profitabilitas. Berarti bahwa peningkatan kepemilikan asing yang bertujuan untuk mengurangi kebijakan hutang tidak tergantung pada besar kecilnya profitabilitas. Semakin banyaknya kepemilikan asing yang dapat membuat kontrol tindakan manajemen dalam

mengambil kebijakan hutang tidak hanya dalam hanya dilihat dari keputusan mengenai profitabilitas. Diduga ada faktor lain yang mempengaruhi kebijakan hutang seperti misalnya ukuran perusahaan, struktur aset, pertumbuhan perusahaan, dll.

PENUTUP

Simpulan

Berdasarkan hasil analisis *Partial Least Square* (PLS) yang digunakan untuk penelitian ini bertujuan menguji pengaruh kepemilikan asing terhadap kebijakan hutang dengan profitabilitas sebagai variabel intervening. Telaah dilakukan di perusahaan BEI selain *bank* dan *finance* pada tahun 2015-2016. Berdasarkan hasil analisis terhadap 228 perusahaan perusahaan sampel dengan periode 2015-2016, maka penelitian ini dapat disimpulkan: (1) Tidak terdapat pengaruh kepemilikan asing (FOR) terhadap profitabilitas (ROA), (2) Tidak terdapat pengaruh kepemilikan asing (FOR) terhadap kebijakan hutang (DER), (3) Terdapat pengaruh profitabilitas (ROA) terhadap kebijakan hutang (DER), (4) Tidak terdapat pengaruh kepemilikan asing (FOR) terhadap kebijakan hutang (DER) melalui profitabilitas (ROA).

Saran

Berdasarkan keterbatasan maka peneliti mengajukan beberapa saran kepada peneliti-peneliti selanjutnya yang melakukan penelitian dengan menggunakan topik yang sama. Menambah variabel-variabel lain yang tidak digunakan pada penelitian ini karena nilai R^2 dalam penelitian ini kecil. Serta menambahkan periode tahun penelitian terbaru karena yang dipakai pada penelitian ini periode tahun 2015-2016.

REFERENSI

Artini L.G.S. dan Diantini N.N.A., 2014. Struktur Kepemilikan Saham Terhadap Kebijakan Utang Perusahaan Di Bursa Efek Indonesia, *Jurnal Keuangan dan Perbankan*, 18(3).

Brigham E.F. dan Houston J.F., 2001. *Manajemen Keuangan*, Edisi 8, Erlangga, Jakarta.

Cao B. 2006, *Debt Financing And The Dynamics Of Agency Costs*. Tidak diterbitkan, UC San Diego.

Chhibber P. K. dan Majumdar S.K., 1999. Foreign Ownership And Profitability: Property Rights, Control, And The Performance Of Firms In Indian Industry, *The Journal of Law and Economics*, 42(1): pp. 209-238.

Farooque O.A., Van Zijl T., Dunstan K. dan Karim A.W., 2007. Ownership Structure And Corporate Performance: Evidence From Bangladesh, *Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics*, 14(2): pp. 127-149.

Fathimiyah V., Zulfikar R. dan Fitriyani F. 2011, *Pengaruh Struktur Kepemilikan Terhadap Risk Management Disclosure (Studi Survei Industri Perbankan Yang Listing Di Bursa Efek Indonesia Tahun 2008–2010)*, Fakultas Ekonomi Universitas Sultan Ageng Tirtayasa, Serang.

Indahningrum R. P. dan Handayani R., 2009. Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Dividen, Pertumbuhan Perusahaan, Free Cash Flow Dan Profitabilitas Terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan, *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, 11(3): pp. 189-207.

Jensen G.R., Solberg D.P. dan Zorn T.S., 1992. Simultaneous Determination Of Insider Ownership, Debt, And Dividend Policies, *Journal of Financial and Quantitative analysis*, 27(2): pp. 247-263.

Jensen M.C., 1986. Agency Costs Of Free Cash Flow, Corporate Finance, And Takeovers, *The American economic review*, 76(2): pp. 323-329.

Jensen M.C. dan Meckling W.H., 1976. Theory Of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs And Ownership Structure, *Journal of*

financial economics, 3(4): pp. 305-360.

Joher H. dan Ali M., 2006. The Impact Of Ownership Structure On Corporate Debt Policy: Two Stage Least Square Simultaneous Model Approach For Post Crisis Period: Evidence From Kuala Lumpur Stock Exchange, *International business and economics research Journal*, 5(5): p. 51.

La Porta R., Lopez-de-Silanes F. dan Shleifer A., 1999. Corporate ownership around the world, *The journal of finance*, 54(2): pp. 471-517.

Lee S. 2008, *Ownership Structure And Financial Performance: Evidence From Panel Data Of South Korea*, University of Utah, Department of Economics.

Manan A. 2004, *Analisis faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan hutang pada industri keuangan yang go publik di BEJ tahun 1999-2002: Sebuah pendekatan agency theory*. Tidak diterbitkan, Pascasarjana Universitas Diponegoro.

Masdupi E., 2005. Analisis Dampak Struktur Kepemilikan Pada Kebijakan Hutang Dalam Mengontrol Konflik Keagenan, *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*, 20(2005).

Murni S. dan Andriana, 2007. Pengaruh Insider Ownership Institutional Investor, Deviden Payments, dan Firm Growth Terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan. , *Jurnal Akuntansi dan Bisnis*, 7(1): pp. 15-24.

Myers S.C., 1984. The Capital Structure Puzzle, *The journal of finance*, 39(3): pp. 574-592.

Nurbaiti, 2006. Pengaruh Struktur Kepemilikan Terhadap Struktur Modal: Analisis Time-Series Cross-Sectional, *Jurnal TEMA*, 7(2).

Peilouw C.T., 2017. Pengaruh Struktur Kepemilikan terhadap Kebijakan Hutang pada Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia, *Jurnal Akuntansi dan Perpajakan*, 3(1).

Prayoga E.B. dan Almilia L.S., 2013. Pengaruh Struktur Kepemilikan Dan Ukuran Perusahaan Terhadap Pengungkapan Manajemen Risiko, *Jurnal Akuntansi dan keuangan*, 4(1).

Salvatore D., 2005. Ekonomi Manajerial dalam Perekonomian Global, *Salemba Empat. Jakarta*.

Simerly R.L. dan Li M., 2000. Environmental Dynamism, Capital Structure And Performance: A Theoretical Integration And An Empirical Test, *Strategic management journal*, 21(1): pp. 31-49.

Villalonga B. dan Amit R., 2006. How Do Family Ownership, Control And Management Affect Firm Value?, *Journal of financial Economics*, 80(2): pp. 385-417.

Wiranata Y.A. dan Nugrahanti Y.W., 2013. Pengaruh Struktur Kepemilikan Terhadap Profitabilitas Perusahaan Manufaktur Di Indonesia, *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*, 15(1): pp. 15-26.