

**ANALISIS PENGARUH JENIS KEPEMILIKAN TERHADAP  
KEBIJAKAN HUTANG PADA PERUSAHAAN KELUARGA YANG  
TERDAFTAR DI BURSA EFEK INDONESIA (BEI) PERIODE 2015-2017**

**SKRIPSI**



**Ditulis Oleh :**

Nama : Finda Norma Fitriana

Nomor Mahasiswa : 15311424

Program Studi : Manajemen

Peminatan : Keuangan

**UNIVERSITAS ISLAM INDONESIA  
FAKULTAS EKONOMI  
YOGYAKARTA  
2019**

**Analisis Pengaruh Jenis Kepemilikan Terhadap Kebijakan Hutang Pada  
Perusahaan Keluarga yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia (BEI) Periode  
2015-2017**

**SKRIPSI**

ditulis dan diajukan untuk memenuhi syarat ujian akhir guna  
memperoleh gelar sarjana strata-1 di Program Studi Manajemen,  
Fakultas Ekonomi,  
Universitas Islam Indonesia



**Oleh:**

Nama : Finda Norma Fitriana  
Nomor Mahasiswa : 15311424  
Program Studi : Manajemen  
Peminatan : Keuangan

**UNIVERSITAS ISLAM INDONESIA  
FAKULTAS EKONOMI  
YOGYAKARTA  
2019**

## PERNYATAAN BEBAS PLAGIARISME

“Dengan ini saya menyatakan bahwa dalam skripsi ini tidak terdapat karya yang pernah diajukan orang lain untuk memperoleh gelar kesarjanaan di suatu perguruan tinggi, dan sepanjang pengetahuan saya juga tidak terdapat karya atau pendapat yang pernah ditulis atau diterbitkan oleh orang lain, kecuali yang secara tertulis diacu dalam naskah ini dan disebutkan dalam referensi. Apabila kemudian hari terbukti bahwa pernyataan ini tidak benar, saya sanggup menerima hukuman/sanksi apapun sesuai peraturan yang berlaku”

Yogyakarta, 15 April 2019

Penulis,



Finda Norma Fitriana

**HALAMAN PENGESAHAN SKRIPSI**

**Analisis Pengaruh Jenis Kepemilikan Terhadap Kebijakan  
Hutang Pada Perusahaan Keluarga yang Terdaftar Di Bursa Efek  
Indonesia (BEI) Periode 2015-2017**

**SKRIPSI**

Diajukan Oleh :

Nama : Finda Norma Fitriana

Nomor Mahasiswa : 15311424

Program Studi : Manajemen

Peminatan : Keuangan

Yogyakarta, 12 April 2019

Telah disetujui dan disahkan oleh

Dosen Pembimbing



Arif Singa Purwoko, S.E., M.B.A

**BERITA ACARA UJIAN TUGAS AKHIR /SKRIPSI**

SKRIPSI BERJUDUL

**ANALISIS PENGARUH JENIS KEPEMILIKAN TERHADAP KEBIJAKAN HUTANG PAI  
PERUSAHAAN KELUARGA YANG TERDAFTAR DI BURSA EFEK INDONESIA (BEI)  
PERIODE 2015-2017**

Disusun Oleh : **FINDA NORMA FITRIANA**

Nomor Mahasiswa : **15311424**

Telah dipertahankan di depan Tim Penguji dan dinyatakan **LULUS**

Pada hari Jum'at, tanggal: 10 Mei 2019

Penguji/ Pembimbing Skripsi : Arif Singapurwoko, SE., MBA



Penguji : Sri Mulyati, Dra., M.Si.



Mengetahui  
Dekan Fakultas Ekonomi  
Universitas Islam Indonesia



Jaka Sriyana, SE., M.Si. Ph.D.

## ABSTRAK

Penelitian ini akan membahas mengenai faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan hutang pada perusahaan keluarga yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). Dimana kebijakan hutang pada penelitian ini menggunakan proksi yang ditunjukkan oleh *Debt to Equity Ratio* (DER). Sedangkan variabel independennya terdiri dari kepemilikan keluarga, kepemilikan manajerial, dan kepemilikan institusional. Penelitian ini terdiri dari 25 perusahaan keluarga yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia selama periode 2015-2017. Jumlah pengamatan yang digunakan sebesar 75 pengamatan dengan metode *purposive sampling* sedangkan data diperoleh dari laporan keuangan masing masing perusahaan. Dalam penelitian ini menggunakan metode analisis regresi linear berganda. Hasil yang ditemukan menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang. Sedangkan untuk kepemilikan keluarga menunjukkan tidak adanya pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan hutang.

Kata Kunci : Kebijakan Hutang, Kepemilikan Keluarga, Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional.



## **ABSTRACT**

*This research is examine about factors that can influence debt policy in family firms that has regeisterd in Bursa Efek Indonesia (BEI). The proxy of the dividend policy that was used on this research is Debt to Equity Ratio (DER). While independent variable are family ownership, managerial ownership, and institutional ownership. The sample used is 25 family firms that has regeristered in Bursa Efek Indonesia period 2015 to 2017. The sample used in this research were 75 used purposive sampling and data samples taken from the firm's financial report. The measurement method using multiple linear regression analysis. The result of this research indicate that managerial and institutional ownership has significant effect on debt policy, while family ownership has not significant effect on debt policy.*

*Key word : Debt Policy, Family Ownership, Managerial Ownership, Institutional Ownership.*



## KATA PENGANTAR

*Assalamualaikum Wr. Wb*

Puji syukur penulis panjatkan kehadirat Allah SWT yang telah melimpahkan segala rahmat dan hidayahNya sehingga akhirnya penulis dapat menyelesaikan tugas akhir (skripsi) yang berjudul **“ANALISIS PENGARUH JENIS KEPEMILIKAN TERHADAP KEBIJAKAN HUTANG PADA PERUSAHAAN KELUARGA YANG TERDAFTAR DI BURSA EFEK INDONESIA (BEI) PERIODE 2015-2017”** ini tanpa ada suatu kendala yang berarti. Tak lupa shalawat serta salam selalu tucurahkan kepada junjungan kita Nabi Agung Muhammad SAW beserta keluarganya, para sahabat, dan para pengikutnya hingga akhir zaman nanti.

Penulisan skripsi ini bertujuan untuk memenuhi sebagian persyaratan yang harus dipenuhi dalam meraih gelar sarjana atau strata-1 (S1) pada Program Studi Manajemen, Fakultas Ekonomi Universitas Islam Indonesia. Penulis menyadari bahwa dalam penyelesaian skripsi ini, penulis banyak mendapatkan bimbingan, dorongan, arahan, doa, dan bantuan dari berbagai pihak baik yang secara langsung maupun tidak langsung. Oleh sebab itu, dalam kesempatan ini penulis ucapkan terimakasih yang sebesar-besarnya kepada :

1. Allah SWT yang selalu memberikan petunjuk, pencerahan, kemudahan serta ridho, dan kasih sayang yang tiada terkira kepada setiap hamba-Nya, dan tidak terkecuali kepada penulis.



2. Bapak Fathul Wahid, ST.,M.Sc,Ph.D selaku Rektor Universitas Islam Indonesia.
3. Bapak Dr. Jaka Sriyana, S.E., M.Si selaku Dekan Fakultas Ekonomi Universitas Islam Indonesia.
4. Bapak Arif Hartono, S.E., MHRM., Ph.D selaku Ketua Jurusan Manajemen Universitas Islam Indonesia.
5. Bapak Arif Singapurwoko, S.E., M.B.A. selaku dosen pembimbing skripsi yang telah memberikan bimbingan kepada penulis selama penyusunan skripsi ini.
6. Seluruh Dosen Fakultas Ekonomi, Universitas Islam Indonesia, yang telah memberikan ilmu dan pengetahuannya kepada penulis.
7. Seluruh Karyawan dan Staff Tata Usaha Fakultas Ekonomi Universitas Islam Indonesia.
8. Kedua orang tercinta (Bapak Mukhtar Arifin dan Ibu Dasriyah), yang selalu mendukung secara moril maupun materil, mendoakan dan membimbing serta mengarahkan anaknya untuk dapat mencapai kesuksesan.
9. Kakak tersayang (Mas Ifan dan Mba Fika), yang selalu mensupport, mendoakan, memberi semangat, memberikan ketenangan dalam menghadapi semua masalah yang saya alami serta dengan sabar membimbing saya menuju kesuksesan.
10. Sahabat SMA tersayang (Andhin, Gandhes, Maul dan Ucas) yang selalu memberikan doa dan semangat.

11. Sahabat Kuliah tersayang (Diah, Trias, Yosi, Opi, Diva, Kane-Kane, Lulu, Tyas, Shela dan Erlinda) yang telah memberikan suntikan semangat, doa, waktu dan bantuan selama penulisan skripsi ini.
12. Teman-Teman KKN Unit 376, terimakasih atas pelajaran bersosialisasi dan hidup bermasyarakat yang telah diberikan kepada penulis. Semoga kita kelak bertemu lagi dengan cerita kesuksesan masing-masing.
13. Teman-teman Manajemen FE UII angkatan 2015 terimakasih untuk cerita hidup dari awal perkuliahan sampai sekarang, semoga kalian sukses di jalan masing-masing.

Dalam penyusunan skripsi, penulis menyadari banyak kekurangan dan jauh dari kesempurnaan, baik dari segi isi maupun cara menyajikan. Oleh sebab itu, dengan segala keterbatasan kemampuan dan kerendahan hati, penulis mengharapkan kritik dan saran yang bersifat membangun untuk kesempurnaan tugas akhir. Semoga skripsi ini dapat bermanfaat bagi pembaca dan bagi penulis pada khususnya. Akhir kata, kepada semua pihak yang telah membantu penyusunan skripsi ini, penulis mengucapkan banyak terimakasih. Semoga Allah SWT mencatatnya sebagai amal yang baik dan dibalas dengan lebih baik lagi. Aamiin.

*Wassalamualaikum Wr. Wb*

Yogyakarta, 25 April 2019

Penulis,

Finda Norma Fitriana

## DAFTAR ISI

Halaman Sampul Depan Skripsi .....	i
Halaman Judul Skripsi .....	ii
Halaman Pernyataan Bebas Plagiarisme .....	<b>Error! Bookmark not defined.</b>
Halaman Pengesahan Skripsi .....	<b>Error! Bookmark not defined.</b>
Halaman Pengesahan Ujian Skripsi .....	<b>Error! Bookmark not defined.</b>
Berita Acara Ujian Tugas Akhir Skripsi .....	<b>Error! Bookmark not defined.</b>
Abstrak .....	vii
Kata Pengantar .....	ix
Daftar Isi.....	xii
Daftar Tabel .....	xiv
Daftar Gambar.....	xv
Daftar Lampiran .....	xvi
<b>BAB I PENDAHULUAN</b>	
1.1 Latar Belakang .....	1
1.2 Rumusan Masalah .....	6
1.3 Tujuan Penelitian.....	6
1.4 Manfaat Penelitian.....	7
<b>BAB II TINJAUAN PUSTAKA</b>	
2.1 Landasan Teori .....	8
2.1.1. Perusahaan Keluarga.....	8
2.1.2. Teori Agensi.....	10
2.1.3. <i>Agency Cost</i> .....	11
2.1.4. Hutang .....	13
2.1.5. Kebijakan Hutang.....	15

2.1.6.	Struktur Kepemilikan .....	16
2.1.6.1	Kepemilikan Manajerial.....	17
2.1.6.2	Kepemilikan Institusional .....	18
2.1.6.3	Kepemilikan Keluarga .....	19
2.2	Penelitian Terdahulu dan Pengembangan Hipotesis Penelitian .....	21
2.2.1.	Pengaruh Kepemilikan Keluarga terhadap Kebijakan Hutang .....	21
2.2.2.	Pengaruh Kepemilikan Manajerial terhadap Kebijakan Hutang.....	22
2.2.3.	Pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap Kebijakan Hutang ..	23
2.3	Kerangka Konsep Penelitian .....	24
<b>BAB III METODOLOGI PENELITIAN</b>		
3.1	Populasi dan Sampel .....	25
3.2	Data dan Sumber Data.....	26
3.3	Definisi Operasional Variabel Penelitian.....	27
3.3.1.	Variabel Dependen.....	27
3.3.2.	Variabel Independen .....	27
3.3.3.	Variabel Kontrol.....	29
3.4	Metode Analisis Data .....	30
3.4.1.	Statistik Deskriptif .....	30
3.4.2.	Uji Asumsi Klasik.....	30
3.4.2.1	Uji Normalitas Data .....	31
3.4.2.2	Uji Autokorelasi .....	31
3.4.2.3	Uji Multikolinieritas.....	31
3.4.2.4	Uji Heteroskedastisitas.....	32
3.4.3.	Regresi Linear Berganda.....	33
3.4.4.	Koefisien Determinasi Berganda ( $R^2$ ).....	34

3.4.5. Uji Hipotesis .....	35
3.4.5.1 Uji T .....	35
3.4.5.2 Uji F .....	35

#### **BAB IV ANALISIS DATA DAN PEMBAHASAN**

4.1 Hasil Analisis Statistik Deskriptif .....	38
4.2 Uji Asumsi Klasik .....	43
4.2.1 Uji Normalitas Data .....	43
4.2.2 Uji Autokorelasi.....	44
4.2.3 Uji Multikolinieritas .....	45
4.2.4 Uji Heteroskedastisitas .....	47
4.3 Regresi Linier Berganda.....	48
4.4 Koefisien Determinasi Berganda ( $R^2$ ).....	50
4.5 Uji Hipotesis.....	51
4.5.1 Uji t .....	51
4.5.2 Uji F .....	55
4.6 Pembahasan Hasil Penelitian.....	56
4.6.1 Pengaruh Kepemilikan Keluarga terhadap Kebijakan Hutang .....	56
4.6.2 Pengaruh Kepemilikan Manajerial terhadap Kebijakan Hutang.....	57
4.6.3 Pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap Kebijakan Hutang ..	59
4.6.4 Pengaruh Variabel Kontrol terhadap Kebijakan Hutang .....	60

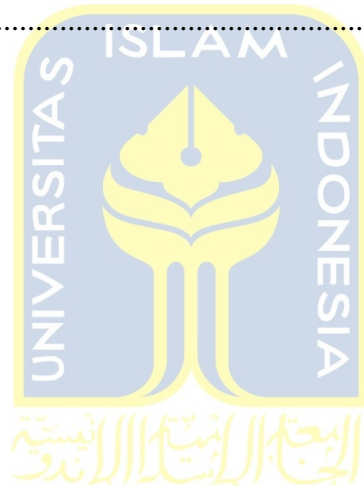
#### **BAB V KESIMPULAN DAN SARAN**

5.1 Kesimpulan.....	62
5.2 Keterbatasan Penelitian .....	63
5.3 Saran .....	64

<b>Daftar Pustaka.....</b>	<b>65</b>
----------------------------	-----------

## DAFTAR TABEL

Tabel 3.1 Sampel Perusahaan .....	26
Tabel 4.1 Hasil Perhitungan Analisis Deskriptif .....	39
Tabel 4.2 Hasil Uji Normalitas .....	44
Tabel 4.3 Hasil Uji Autokorelasi .....	45
Tabel 4.4 Hasil Uji Multikolinieritas .....	46
Tabel 4.5 Hasil Analisis Regresi Linier Berganda.....	48
Tabel 4.6 Tabel Koefisien Determinasi .....	50
Tabel 4.7 Hasil Uji t.....	52
Tabel 4.8 Hasil Uji F.....	55



## DAFTAR GAMBAR

Gambar 2.1 Kerangka Konsep Penelitian .....	24
Gambar 4.1 Hasil Uji Heteroskedastisitas .....	47



## DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran 1 : Daftar Perusahaan Keluarga .....	70
Lampiran 2 : Rekapitulasi Data .....	72





# **BAB I**

## **PENDAHULUAN**

### **1.1 Latar Belakang**

Perusahaan keluarga memiliki peranan yang sangat luar biasa dalam perekonomian di berbagai negara di dunia. Selain memiliki jumlah yang sangat banyak, perusahaan keluarga juga memiliki pengaruh dalam penciptaan lapangan kerja dan kekayaan negara-negaranya. Hal tersebut dibuktikan dalam penelitian yang dilakukan oleh Laveren et al (2004) yang menyatakan bahwa perusahaan keluarga berkontribusi sangat besar dalam menyumbang penciptaan Produk Domestik Bruto (PDB) serta menyerap mayoritas tenaga kerja di banyak negara di dunia.

Kondisi serupa juga terjadi di Indonesia yang mana mayoritas perusahaan yang ada di Indonesia dimiliki oleh keluarga. Terbukti melalui survei yang telah dilakukan oleh kantor akuntan publik asal Amerika Serikat yaitu *Price Waterhouse Cooper* (PWC) mengenai bisnis keluarga di Indonesia menunjukkan bahwa jumlah perusahaan keluarga di Indonesia lebih dari 95 persen (www.pwc.com, 2014).

Menurut Susanto (2005), perusahaan keluarga merupakan sebuah perusahaan yang dimiliki, dikontrol, dan dijalankan oleh anggota sebuah atau beberapa keluarga. Sedangkan menurut Bertrand dan Schoar (2006), perusahaan

keluarga ialah perusahaan yang ditandai dengan adanya kepemilikan terkonsentrasi, kontrol, dan adanya satu atau beberapa anggota keluarga yang menduduki posisi eksekutif. Hal tersebut bukan berarti bahwa hanya anggota keluarga saja yang boleh bekerja didalamnya. Namun, perusahaan tersebut juga dapat mempekerjakan orang lain untuk mengelola perusahaan karena dengan semakin berkembangnya suatu perusahaan keluarga, maka pemilik perusahaan tidak mungkin melaksanakan semua fungsi yang dibutuhkan dalam pengelolaan perusahaan secara mandiri. Hal tersebut bisa terjadi, karena keterbatasan kemampuan, waktu dan sebagainya yang dimiliki oleh para pemilik perusahaan sehingga para pemilik perusahaan biasanya menunjuk pihak lain (*agent*) sebagai manajer, untuk melaksanakan tugas dalam mengelola kegiatan perusahaan serta mewakili pemilik dalam pengambilan keputusan-keputusan yang ada di dalam perusahaan. Dengan adanya hal tersebut, dapat berarti bahwa ditunjuknya seorang manajer diharapkan setiap keputusan yang diambil oleh manajer dapat memberikan keuntungan yang maksimal kepada pemilik perusahaan (pemegang saham). Akan tetapi dalam kenyataannya, manajer juga merupakan makhluk sosial yang memiliki kepentingan tersendiri untuk mencapai keuntungan individu. Hal tersebut dapat memicu munculnya konflik kepentingan antara pemilik perusahaan dengan manajer perusahaan yang sering disebut dengan masalah keagenan (*agency conflict*).

Menurut Jensen dan Meckling (1976), masalah keagenan bisa terjadi akibat adanya pemisahan fungsi kepemilikan dengan fungsi pengelolaan perusahaan yang menimbulkan konflik. Penyebab konflik antara pemilik dengan

manajer juga bisa terjadi diantaranya adalah membuat keputusan yang berkaitan dengan aktivitas penggunaan dana dan pencarian dana. Dalam hal ini, keputusan pendanaan dapat diartikan sebagai keputusan manajemen dalam menentukan sumber-sumber pendanaan, apakah akan menggunakan sumber modal internal atau modal eksternal. Modal internal merupakan dana yang berasal dari dalam perusahaan yaitu laba ditahan, sedangkan modal eksternal merupakan dana yang berasal dari luar perusahaan yaitu pemegang saham dan hutang. Apabila sumber pendanaan internal perusahaan tidak mencukupi untuk membiayai kegiatan operasional perusahaan, maka perusahaan akan memutuskan untuk menggunakan sumber pendanaan dari luar yang salah satunya ialah hutang.

Kebijakan hutang merupakan salah satu keputusan pendanaan yang sangat penting bagi perusahaan. Menurut Indahningrum dan Handayani (2009), kebijakan hutang merupakan segala jenis hutang yang di buat atau diciptakan oleh perusahaan, baik hutang lancar maupun hutang jangka panjang. Terkait dengan adanya penggunaan dana yang berasal dari hutang tersebut, perusahaan akan memperoleh keuntungan penghematan pajak atas laba perusahaan. Akan tetapi, dalam menetapkan kebijakan hutang, manajer juga harus lebih berhati-hati dalam mempertimbangkan keuntungan serta kerugian yang akan didapatkan karena kegagalan perusahaan dalam melunasi hutang dapat mengancam likuiditas perusahaan.

Dalam hal ini, terdapat salah satu faktor yang dapat mempengaruhi pengambilan keputusan pada kebijakan hutang ialah struktur kepemilikan. Di dalam struktur kepemilikan itu sendiri, terbagi kedalam beberapa jenis. Adapun

jenis-jenis struktur kepemilikan diantaranya ialah kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, kepemilikan asing dan kepemilikan terkonsentrasi. Namun fokus penelitian yang diambil oleh peneliti ialah kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional dan kepemilikan yang terkonsentrasi oleh keluarga.

Menurut Imanta dan Satwiko (2011), kepemilikan manajerial ialah kepemilikan saham perusahaan yang dimiliki oleh pihak manajer atau dengan kata lain manajer juga sekaligus sebagai pemegang saham. Dalam hal ini, kepemilikan manajerial dapat mensejajarkan kepentingan antara pihak manajemen dengan pihak pemegang saham karena manajer akan merasakan dampak dari keputusan yang diambilnya. Apabila dalam pengambilan keputusan, manajer melakukan kesalahan maka manajer akan merasakan kerugian langsung akibat dari keputusannya tersebut. Sebaliknya, apabila manajer dapat mengambil keputusan dengan benar maka manajer akan merasakan langsung manfaat yang didapatkannya. Oleh sebab itu, kepemilikan manajerial dapat disimpulkan berpengaruh terhadap pengambilan keputusan pada kebijakan hutang, karena manajer secara tidak langsung dapat menekan penggunaan hutang yang tinggi serta meminimalkan resiko bagi pihak manajer itu sendiri maupun perusahaan. Sheisarvian dkk (2015) dalam penelitiannya menyatakan bahwa kepemilikan saham manajerial berpengaruh secara simultan dan parsial terhadap variabel kebijakan hutang, namun hal ini bertentangan dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Murni dan Andriana (2007) yang menyatakan bahwa kepemilikan manajerial tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan hutang.

Kepemilikan institusional memiliki arti penting dalam mengawasi kebijakan yang dilakukan oleh perusahaan. Menurut Arifin (2005), bahwa tingkat kepemilikan institusional yang tinggi akan menimbulkan usaha pengawasan yang lebih teliti oleh pihak investor institusional sehingga dapat menghalangi perilaku *opportunistic* manajer. Semakin besar kepemilikan yang dimiliki oleh pihak institusional maka semakin besar pula kekuatan suara dan dorongan untuk mengoptimalkan kebijakan hutang perusahaan. Hal tersebut berarti bahwa kepemilikan institusional berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Yeniatie dan Destriana (2010) dalam penelitiannya menyatakan bahwa kepemilikan institusional dapat mempengaruhi kebijakan hutang, namun hal ini bertentangan dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Nurmasari Nuraini desty (2015) yang menyatakan bahwa kepemilikan institusional secara parsial tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan.

Pada umumnya, perusahaan dengan kepemilikan saham yang terkonsentrasi dapat ditemukan pada perusahaan milik keluarga, yakni perusahaan yang kepemilikan sahamnya dimiliki oleh anggota keluarga tertentu atau kepemilikan sahamnya terkonsentrasi pada suatu keluarga tertentu (Rebecca dan Siregar, 2012). Berdasarkan definisi tersebut dapat diasumsikan bahwa dalam pencarian sumber dana, perusahaan yang kepemilikan sahamnya dimiliki oleh keluarga cenderung menggunakan dana eksternal yaitu hutang daripada menerbitkan saham baru. Hal tersebut dilakukan karena pemilik perusahaan ingin melindungi kontrol yang mereka miliki terhadap kepemilikan perusahaan. Ramadhani (2017) dalam penelitiannya menyatakan bahwa variabel kepemilikan

keluarga tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang, namun hal ini bertentangan dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Boubakri dan Ghouma (2010), yang menyatakan bahwa kepemilikan keluarga memiliki pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan hutang perusahaan.

Berdasarkan pada uraian latar belakang masalah diatas, maka peneliti tertarik untuk meneliti mengenai **“ANALISIS PENGARUH JENIS STRUKTUR KEPEMILIKAN TERHADAP KEBIJAKAN HUTANG PADA PERUSAHAAN KELUARGA YANG TERDAFTAR DI BURSA EFEK INDONESIA (BEI)”**.

### **1.2 Rumusan Masalah**

1. Bagaimana pengaruh kepemilikan keluarga terhadap kebijakan hutang pada perusahaan keluarga yang terdaftar di BEI ?
2. Bagaimana pengaruh kepemilikan manajerial terhadap kebijakan hutang pada perusahaan keluarga yang terdaftar di BEI ?
3. Bagaimana pengaruh kepemilikan institusional terhadap kebijakan hutang pada perusahaan keluarga yang terdaftar di BEI ?

### **1.3 Tujuan Penelitian**

1. Untuk mengetahui pengaruh kepemilikan keluarga terhadap kebijakan hutang pada perusahaan keluarga yang terdaftar di BEI.
2. Untuk mengetahui pengaruh kepemilikan manajerial terhadap kebijakan hutang pada perusahaan keluarga yang terdaftar di BEI.
3. Untuk mengetahui pengaruh kepemilikan institusional terhadap kebijakan hutang pada perusahaan keluarga yang terdaftar di BEI.

## 1.4 Manfaat Penelitian

### 1. Manfaat Teoritis :

- Bagi Penulis

Hasil dari penelitian ini diharapkan dapat memberikan manfaat bagi penulis dan pembaca dalam menambah pengetahuan dan wawasan mengenai analisis pengaruh jenis kepemilikan terhadap kebijakan hutang pada perusahaan keluarga yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI).

- Bagi Akademis

Penelitian ini diharapkan dapat memberikan informasi referensi bagi penelitian-penelitian selanjutnya yang berkaitan dengan jenis kepemilikan, kebijakan hutang dan perusahaan keluarga.

### 2. Manfaat Praktis :

- Bagi Perusahaan

Hasil dari penelitian ini diharapkan dapat memberikan informasi / bahan kajian bagi perusahaan mengenai faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan hutang pada perusahaan keluarga.

## BAB II

### TINJAUAN PUSTAKA

#### 2.1 Landasan Teori

##### 2.1.1. Perusahaan Keluarga

Pengertian perusahaan keluarga menurut John L. Ward dan Craig E. Aronoff (2002) dalam Susanto (2005), suatu perusahaan dinamakan perusahaan keluarga apabila terdiri dari dua atau lebih anggota keluarga yang mengawasi keuangan perusahaan. Sedangkan menurut Robert G. Donnelley (2002) dalam Susanto (2005), suatu organisasi dinamakan perusahaan keluarga apabila paling sedikit terdapat keterlibatan dua generasi dalam keluarga tersebut dan mereka dapat mempengaruhi kebijakan perusahaan. Dengan demikian, perusahaan keluarga identik dengan melibatkan sebagian anggota keluarganya baik di dalam operasi bisnis maupun kepemilikan. Namun, bukan berarti bahwa semua pekerja yang terlibat di dalam perusahaan harus merupakan anggota keluarga. Banyak perusahaan keluarga, terutama perusahaan-perusahaan kecil yang memperkerjakan orang lain untuk menempati posisi rendah, sementara posisi tinggi seperti *top manager* dipegang oleh salah satu anggota keluarga.

Menurut Susanto (2005), dalam terminologi bisnis terdapat dua jenis perusahaan keluarga yaitu *Family Owned Enterprise* (FOE) dan *Family Business Enterprise* (FBE). Pertama, *Family Owned Enterprise* (FOE)



merupakan perusahaan keluarga yang dikelola oleh eksekutif profesional yang berasal dari luar lingkaran keluarga. Keluarga hanya berperan sebagai pemilik perusahaan yang dapat mengoptimalkan diri dalam fungsi pengawasannya. Sedangkan jenis perusahaan keluarga yang kedua ialah *Family Business Enterprise* (FBE), yaitu perusahaan yang dimiliki dan dikelola oleh anggota keluarga pendirinya. Baik kepemilikan maupun pengelolaannya dipegang oleh pihak yang sama, yaitu keluarga. Sehingga perusahaan tipe FBE ini, memiliki ciri khusus yaitu posisi-posisi kunci dalam perusahaan dipegang oleh anggota keluarga.

Perusahaan keluarga juga memiliki beberapa kelebihan jika dibandingkan dengan jenis perusahaan lainnya. Kelebihan-kelebihan tersebut diantaranya :

1. Tingginya tingkat kemandirian tindakan (*independence of action*) yang berarti sedikit atau bahkan tidak ada tekanan pasar bursa (*stock market*) dan kecil atau tidak ada risiko pengambilalihan perusahaan.
2. Dari sisi budaya perusahaan, kultur keluarga merupakan suatu kebanggaan tersendiri yang menunjukkan adanya stabilitas, identifikasi, motivasi, dan komitmen yang kuat, serta kontinuitas dalam kepemimpinan.
3. Adanya kemauan untuk menginvestasikan kembali *profit* sesuai kesepakatan bersama untuk mengembangkan perusahaan.
4. Manfaat-manfaat secara finansial berupa kemungkinan memperoleh sukses besar.

5. Dilihat dari pengetahuan bisnisnya, anggota keluarga sudah dari awal memperoleh latihan dari keluarga tentang pengelolaan perusahaannya.
6. Birokrasi yang kecil dan fleksibel dengan mengedepankan *corporate governance* dan sistem akuntabilitas, serta jelasnya sistem tanggung jawab.

Ward (2005) juga menambahkan daftar kelebihan dari bentuk perusahaan keluarga, yaitu kesempatan bekerja bersama, saling percaya memperteguh keluarga dan bisnis, kesempatan untuk menciptakan kekayaan, sebagai cara untuk menurunkan nilai-nilai kepada anak-anak, respek di masyarakat, dan pengaruh yang lebih besar sebagai individu.

### 2.1.2. Teori Agensi

Teori agensi adalah teori yang menjelaskan mengenai hubungan atau kontrak antara *principal* dengan *agent*. Pada teori agensi, yang dimaksud dengan *principal* ialah pemegang saham yang bertindak sebagai pemberi wewenang, sedangkan yang dimaksud dengan *agent* ialah manajer yang bertindak sebagai penerima wewenang untuk mengelola perusahaan.

Dalam hubungan keagenan, pengambilan kebijakan perusahaan oleh manajemen terutama mengenai kebijakan keuangan diharapkan dapat memberikan keuntungan bagi pemegang saham (pemilik perusahaan) dan *debtholder*. Dalam hal ini, masalah keagenan akan muncul ketika keputusan kebijakan yang diambil oleh manajemen dapat merugikan pemilik perusahaan. Selain itu, masalah keagenan juga bisa terjadi apabila pihak-pihak antara *principal* dan *agent* memiliki tujuan yang berbeda.

Dalam penelitian yang dilakukan oleh Masdupi (2005), dikemukakan bahwa terdapat beberapa cara yang dapat dilakukan untuk mengurangi masalah keagenan. Pertama, dengan meningkatkan *insider ownership*. Hal tersebut dapat dilakukan karena bertujuan untuk mensejajarkan kedudukan antara manajer dengan pemegang saham, sehingga manajer dapat bertindak sesuai dengan keinginan pemegang saham. Dengan meningkatnya persentase kepemilikan, manajer menjadi lebih termotivasi untuk meningkatkan kinerja dan lebih bertanggung jawab dalam meningkatkan kemakmuran pemegang saham.

Kedua, dengan pendekatan pengawasan eksternal yang dilakukan melalui penggunaan hutang. Dengan adanya penambahan hutang dalam struktur modal maka perusahaan dapat mengurangi penggunaan saham sehingga meminimalisasi biaya keagenan ekuitas.

### **2.1.3. Agency Cost**

Biaya agensi (*agency cost*) akan muncul ketika masalah keagenan terjadi pada suatu perusahaan. Menurut Jensen dan Meckling (1976), masalah keagenan bisa terjadi karena adanya pemisahan fungsi kepemilikan dengan fungsi pengelolaan perusahaan yang menimbulkan konflik. Penyebab konflik antara pemilik dengan manajer diantaranya adalah membuat keputusan yang berkaitan dengan aktivitas penggunaan dana dan pencarian dana. Pada umumnya manajer sebagai pihak yang ditunjuk oleh pemilik saham cenderung mencari dana dengan mengedarkan saham baru karena menghindari resiko kebangkrutan yang mungkin terjadi apabila perusahaan

mencari dana menggunakan hutang. Sebaliknya, pemilik cenderung menginginkan penggunaan hutang dalam memenuhi sumber dananya karena dengan menggunakan hutang, kontrol kepemilikan perusahaan yang mereka miliki menjadi terlindungi. Oleh sebab itu, untuk mengurangi masalah agensi tersebut dan meyakinkan manajer agar bekerja sungguh-sungguh untuk kepentingan pemegang saham, maka para pemegang saham harus mengeluarkan biaya keagenan yang sering disebut dengan *agency cost*.

Menurut Wiliandri (2011), *agency cost* merupakan biaya yang berkaitan dengan pemantauan tindakan yang dilakukan oleh manajemen guna menjamin agar tindakan tersebut konsisten / sesuai dengan kesepakatan kontrak diantara manajer, pemegang saham, dan kreditor.

Berdasarkan pengertian tersebut, biaya-biaya yang berkaitan dengan *agency cost* dibagi menjadi 3 komponen yang diantaranya *monitoring cost*, *bonding cost* dan *residual cost* (Jensen dan Meckling, 1976).

a) *Monitoring Cost*

*Monitoring cost* merupakan biaya yang ditanggung oleh *principal* guna memonitor perilaku *agent*, yaitu untuk mengukur, mengamati, dan mengontrol perilaku *agent*.

b) *Bonding Cost*

*Bonding cost* merupakan biaya yang ditanggung oleh *agent* guna menetapkan dan mematuhi mekanisme yang menjamin bahwa *agent* akan bertindak untuk kepentingan *principal*.

c) *Residual Loss*

*Residual loss* merupakan nilai kerugian yang ditanggung oleh *principal* akibat dari keputusan yang diambil oleh *agent*, yang menyimpang dari keputusan yang dibuat oleh *principal*.

#### 2.1.4. Hutang

Menurut Munawir (2004), hutang ialah semua kewajiban keuangan perusahaan yang belum terpenuhi kepada pihak lain, yang mana hutang tersebut merupakan sumber dana atau modal perusahaan yang berasal dari kreditor. Dari pengertian tersebut, dapat ditarik kesimpulan bahwa hutang merupakan salah satu sumber pembiayaan eksternal yang digunakan oleh perusahaan untuk membiayai dananya.

Secara umum, hutang terbagi dalam dua golongan yaitu hutang jangka pendek dan hutang jangka panjang (Fahmi, 2013), yang akan dijelaskan sebagai berikut :

##### 1. Hutang jangka pendek

Hutang jangka pendek merupakan kewajiban keuangan perusahaan yang diharapkan akan dilunasi dalam kurun waktu satu tahun sejak tanggal neraca dengan menggunakan aktiva lancar yang dimiliki oleh perusahaan.

Macam-macam hutang jangka pendek terdiri dari :

- a) Hutang dagang ialah pinjaman yang timbul akibat pembelian barang-barang dagang atau jasa kredit.

- b) Hutang wesel ialah janji tertulis dari perusahaan untuk membayar sejumlah uang tertentu pada tanggal tertentu dimasa depan dan dapat berasal dari pembelian, pembiayaan, atau transaksi lainnya.
  - c) Penghasilan yang ditangguhkan ialah penghasilan yang sebenarnya belum menjadi hak perusahaan. Pihak lain telah menyerahkan uang terlebih dahulu kepada perusahaan sebelum perusahaan menyerahkan barang atau jasanya.
  - d) Kewajiban yang harus dipenuhi ialah kewajiban yang timbul akibat dari jasa-jasa yang diberikan kepada perusahaan selama jangka waktu akan tetapi pembayarannya belum dilakukan (misalnya : upah, bunga, pensiun, sewa).
  - e) Hutang pajak.
  - f) Hutang gaji.
  - g) Dan lain-lain.
2. Hutang jangka panjang

Hutang jangka panjang merupakan hutang yang memiliki jangka waktu pembayarannya lebih dari satu tahun sejak tanggal neraca dan sumber-sumber yang digunakan untuk melunasi hutang jangka panjang bukan berasal dari kelompok aset lancar. Macam-macam hutang jangka panjang terdiri dari :

- a) Hutang bank
- b) Hutang obligasi, merupakan surat pengakuan hutang (dengan bunga) jangka panjang.

- c) Hipotik, merupakan penggadaian kekayaan nyata (gedung, *real estate*, dan lain-lain) tertentu untuk mendapatkan suatu pinjaman dengan beban bunga yang tetap.

#### **2.1.5. Kebijakan Hutang**

Kebijakan hutang merupakan termasuk kebijakan pendanaan perusahaan yang berasal dari eksternal. Menurut Setyawati (2014), kebijakan hutang adalah suatu tindakan yang dilakukan oleh manajemen perusahaan untuk mendanai operasional perusahaan dengan menggunakan modal yang berasal dari hutang. Sedangkan menurut Sukrini (2012), kebijakan hutang adalah kebijakan yang menentukan seberapa besar kebutuhan dana dibiayai oleh hutang.

Dalam pengambilan keputusan akan penggunaan hutang, perusahaan harus mempertimbangkan besarnya biaya tetap yang akan muncul dari penggunaan hutang berupa bunga yang bisa menyebabkan *leverage* meningkat dan tingkat pengembalian bagi para pemegang saham menjadi tidak pasti. Selain itu, perusahaan juga harus memiliki batas atau standar rasio tertentu yang tidak boleh dilampaui oleh perusahaan karena dapat mempengaruhi struktur modal perusahaan. Salah satu rasio tersebut ialah LDE (*Long Term Debt Ratio*), yang menunjukkan sejauh mana hutang dapat ditutupi oleh modal perusahaan. Jika proporsi hutang yang digunakan lebih kecil dibandingkan dengan modal maka perusahaan akan aman atau dengan kata lain terhindar dari risiko kebangkrutan.

Brigham dan Weston (1999) menambahkan, jika sumber pendanaan yang berasal dari hutang juga memiliki kelebihan yang akan dirasakan oleh perusahaan, yang diantaranya ialah : (a) biaya bunga dapat mengurangi penghasilan kena pajak sehingga biaya efektif menjadi lebih rendah, (b) kreditor hanya mendapat biaya bunga yang relatif bersifat tetap, sehingga kelebihan dari keuntungan perusahaan merupakan klaim bagi perusahaan, dan (c) *bondholder* tidak memiliki hak suara sehingga pemilik dapat mengendalikan perusahaan dengan dana yang lebih kecil.

#### **2.1.6. Struktur Kepemilikan**

Struktur kepemilikan ialah struktur kepemilikan saham, yang terdiri dari perbandingan jumlah saham yang dimiliki oleh orang dalam (*insider*) dengan jumlah saham yang dimiliki oleh investor. Selain itu, struktur kepemilikan juga dapat dikatakan sebagai proporsi kepemilikan institusional dan kepemilikan manajemen dalam kepemilikan saham perusahaan. Untuk menjalankan operasionalnya, suatu perusahaan diwakili oleh *agent* (direksi) yang ditunjuk oleh *principals* (pemegang saham) (Sugiarto, 2009).

Sedangkan menurut Sudana (2011), struktur kepemilikan adalah pemisahan kepemilikan antara pemilik perusahaan dengan manajer perusahaan. Dalam hal ini, yang disebut dengan pemegang saham atau pemilik perusahaan ialah pihak yang menyertakan modal kedalam perusahaan, sedangkan manajer ialah pihak yang ditunjuk oleh pemilik dan diberi kewenangan mengambil keputusan dalam mengelola perusahaan, dengan harapan manajer dapat bertindak sesuai dengan kepentingan pemilik.



Semakin besar suatu perusahaan maka, pemilik perusahaan tidak mungkin untuk melaksanakan seluruh kegiatan pengelolaan perusahaan tersebut sendirian. Pemilik akan menunjuk agen-agen profesional untuk melaksanakan tugasnya dalam mengelola perusahaan. Dengan adanya agen-agen tersebut, pemilik hanya bertugas untuk mengontrol kegiatan-kegiatan yang dilakukan oleh manajemen sehingga pihak manajemen tidak dapat melakukan tindakan-tindakan yang dapat merugikan pemilik perusahaan dikemudian hari, karena biasanya penyatuan kepentingan antara pemegang saham dan manajemen seringkali menimbulkan masalah. Oleh sebab itu, untuk mengurangi konflik antara pemegang saham dengan manajemen salah satu mekanismenya yaitu melalui struktur kepemilikan.

Struktur kepemilikan terbagi kedalam beberapa jenis. Adapun jenis-jenis struktur kepemilikan diantaranya ialah kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, kepemilikan asing dan kepemilikan terkonsentrasi. Namun, fokus pada penelitian kali ini ialah kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional dan kepemilikan keluarga.

#### **2.1.6.1 Kepemilikan Manajerial**

Menurut Imanta dan Satwiko (2011), kepemilikan manajerial ialah kepemilikan saham perusahaan yang dimiliki oleh pihak manajer atau dengan kata lain manajer juga sekaligus sebagai pemegang saham. Sedangkan menurut Faizal (2011), kepemilikan manajerial ialah tingkat kepemilikan saham oleh pihak manajemen yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan. Dalam hal ini, kepemilikan manajerial diukur

dengan proporsi saham yang dimiliki oleh manajer yang dinyatakan dalam persen pada akhir tahun.

Semakin besar proporsi kepemilikan manajerial pada perusahaan, maka akan semakin menyatukan kepentingan antara manajer dengan pemegang saham. Hal tersebut dapat terjadi karena dengan adanya kepemilikan manajemen maka manajer akan ikut merasakan langsung manfaat dari keputusan yang telah diambil dan manajer juga ikut menanggung risiko apabila terdapat kerugian yang timbul sebagai konsekuensi dari pengambilan keputusan yang salah.

Dengan adanya kepemilikan manajerial, manajer akan semakin giat dalam memenuhi kepentingan pemegang saham karena mereka juga termasuk pemegang saham perusahaan. Oleh sebab itu, masalah keagenan dapat diasumsikan akan berkurang dan kinerja perusahaan menjadi meningkat.

#### **2.1.6.2 Kepemilikan Institusional**

Menurut Nabela (2012), kepemilikan institusional ialah proporsi saham yang dimiliki oleh institusi pada akhir tahun yang diukur menggunakan presentase. Sedangkan menurut Nuraina (2012), kepemilikan institusi ialah presentase saham perusahaan yang dimiliki oleh institusi atau lembaga (perusahaan asuransi, dana pensiun atau perusahaan lain). Dari kedua definisi tersebut dapat disimpulkan bahwa kepemilikan institusional merupakan proporsi saham yang dimiliki oleh pihak institusi seperti perusahaan dana pensiunan, perusahaan asuransi atau perusahaan

lainnya yang diukur menggunakan presentase yang dihitung pada akhir tahun.

Permanasari (2010) juga menambahkan bahwa, terdapat beberapa kelebihan yang dimiliki oleh kepemilikan institusional diantaranya ialah:

- a) Memiliki profesionalisme dalam menganalisis informasi sehingga dapat menguji keandalan informasi.
- b) Memiliki motivasi yang kuat untuk melaksanakan pengawasan lebih ketat atas aktivitas yang terjadi di dalam perusahaan.

Selain memiliki beberapa kelebihan, kepemilikan institusional juga memiliki peranan yang sangat penting dalam meminimalisasi konflik keagenan yang terjadi antara manajer dan pemegang saham karena dengan adanya kepemilikan institusional, perusahaan dapat mendorong peningkatan pengawasan terhadap operasional perusahaan yang lebih optimal sehingga dapat menghalangi perilaku manajer yang lebih mementingkan kepentingannya sendiri yang pada akhirnya dapat merugikan pemilik perusahaan.

### **2.1.6.3 Kepemilikan Keluarga**

Pada umumnya, perusahaan dengan kepemilikan saham yang terkonsentrasi dapat ditemukan pada perusahaan milik keluarga, yakni perusahaan yang kepemilikan sahamnya dimiliki oleh anggota keluarga tertentu atau kepemilikan sahamnya terkonsentrasi pada suatu keluarga tertentu (Rebecca dan Siregar, 2012). Selain itu, Andres (2008) juga menambahkan bahwa suatu perusahaan dapat dikatakan sebagai

perusahaan keluarga apabila perusahaan tersebut memenuhi dua kriteria, yang diantaranya ialah pendiri dan/atau anggota keluarganya memiliki saham minimal sebesar 25% atau terdapat anggota keluarga dalam manajemen jika keluarga pendiri perusahaan memiliki saham kurang dari 25%. Hal tersebut juga didukung oleh peraturan yang dikeluarkan oleh PT. Bursa Efek Jakarta No.Kep-305/BEJ/07-2004 yang menyatakan bahwa seorang pemegang saham dapat disebut sebagai pemegang saham pengendali apabila memiliki 25 persen atau lebih dari saham perusahaan. Dari pengertian-pengertian tersebut, dapat disimpulkan bahwa kepemilikan keluarga (*family ownership*) diukur dengan banyaknya jumlah saham yang dimiliki oleh keluarga dibagi total saham yang beredar. Dengan semakin besar saham yang dimiliki oleh keluarga maka semakin besar pula kontrol keluarga terhadap perusahaan.

Menurut Shleifer dan Vishny (1997), kontrol yang besar terhadap pengelolaan perusahaan dapat disebabkan oleh mereka (pemegang saham keluarga) yang selalu mempercayakan posisi manajemen puncak perusahaan kepada anggota keluarganya daripada merekrut manajer profesional yang cakap dan cakap. Dengan adanya hal tersebut keterlibatan keluarga menjadi semakin tinggi sehingga selaras dengan kontrol yang kuat terhadap pengelolaan perusahaan oleh keluarga yang kemudian kontrol tersebut dapat menyebabkan *agency problem* antara *principal* dan *agent* semakin mengecil. Namun, kontrol yang terlalu besar juga memiliki pengaruh yang tidak baik karena dengan adanya kontrol yang besar

tersebut akan mendorong mereka untuk hanya mementingkan kepentingan mereka sendiri dan mengeksploitasi pemegang saham minoritas (Morck et al, 2005).

## **2.2 Penelitian Terdahulu dan Pengembangan Hipotesis Penelitian**

### **2.2.1. Pengaruh Kepemilikan Keluarga terhadap Kebijakan Hutang**

Perusahaan akan memiliki kewajiban membayar bunga apabila perusahaan memutuskan untuk mendanai operasional perusahaan melalui hutang. Akan tetapi, jika perusahaan lebih memilih untuk mendanai operasional perusahaan melalui penerbitan saham maka akan mempengaruhi kepemilikan terhadap perusahaan tersebut. Sehingga sebuah perusahaan yang dimiliki oleh keluarga akan cenderung lebih memilih hutang dalam memenuhi kebutuhan dananya. Hal tersebut terjadi karena pemilik perusahaan ingin melindungi kontrol yang mereka miliki terhadap kepemilikan perusahaan. Dengan adanya keadaan tersebut justru akan mengakibatkan tingkat hutang suatu perusahaan menjadi semakin tinggi dan risiko yang akan dihadapi oleh perusahaan juga semakin besar. Hal tersebut selaras dengan penelitian yang dilakukan oleh Boubakri dan Ghouma (2010), yang menyatakan bahwa kepemilikan keluarga memiliki pengaruh yang signifikan terhadap biaya hutang yang diukur dengan *bond-yield-spreads*. Namun, penelitian mereka berbeda dengan penelitian yang dilakukan oleh Ramadhani (2017) yang menyatakan bahwa variabel *family ownership* tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang.

Berdasarkan paparan tersebut dapat disusun hipotesa sebagai berikut :

H1 : Kepemilikan keluarga berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang.

### **2.2.2. Pengaruh Kepemilikan Manajerial terhadap Kebijakan Hutang**

Kepemilikan manajerial merupakan tingkat kepemilikan saham perusahaan yang dimiliki oleh pihak manajemen. Menurut teori agensi, kepemilikan manajerial atas ekuitas perusahaan dapat mensejajarkan kepentingan antara manajemen dengan pemegang saham perusahaan, sehingga manajer akan merasakan manfaat secara langsung dari keputusan yang diambil dengan benar dan juga akan merasakan kerugian sebagai konsekuensi dari pengambilan keputusan yang salah. Dengan demikian, semakin meningkatnya kepemilikan manajerial, maka pihak manajemen akan semakin berhati-hati dalam menggunakan hutang, karena mereka ikut menanggung konsekuensi dari tindakannya. Hal tersebut selaras dengan penelitian yang dilakukan oleh Sheisarvian dkk (2015) bahwa kepemilikan saham manajerial berpengaruh secara simultan dan parsial terhadap variabel kebijakan hutang.

Berbeda dengan penelitian yang dilakukan oleh Murni dan Andriana (2007) yang menyatakan bahwa kepemilikan manajerial tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan hutang. Hal tersebut dapat terjadi karena masih rendahnya kepemilikan manajerial di Indonesia.

Berdasarkan paparan tersebut dapat disusun hipotesa sebagai berikut :

H2 : Kepemilikan Manajerial berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang.

### **2.2.3. Pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap Kebijakan Hutang**

Kepemilikan institusional merupakan tingkat kepemilikan sebagian saham perusahaan oleh pihak eksternal perusahaan, seperti perusahaan bank, perusahaan investasi, perusahaan asuransi dan kepemilikan oleh institusi lain. Dengan adanya kepemilikan institusional dalam suatu perusahaan, maka kemungkinan terjadinya konflik keagenan akan semakin berkurang. Hal tersebut dapat terjadi, dikarenakan kepemilikan institusional dapat berperan sebagai agen pengawasan yang efektif. Dengan demikian, perilaku oportunistik yang dilakukan oleh para manajemen dapat dikendalikan, serta dapat memaksa pihak manajemen untuk mengurangi tingkat hutang secara optimal.

Akan tetapi, ketika suatu perusahaan dikuasai oleh investor institusional dalam jumlah yang besar maka akan menimbulkan adanya kekuatan suara yang sangat besar juga dalam upaya memaksimalkan nilai perusahaan serta kemakmuran pemegang saham. Dengan adanya hal tersebut, mereka memiliki kecenderungan untuk menginginkan proyek yang besar, menghasilkan laba yang tinggi dan berisiko. Akibatnya, dalam upaya pembiayaan proyek yang besar dan berisiko tersebut seringkali dibiayai oleh sumber dana eksternal yaitu hutang. Hal tersebut selaras dengan penelitian yang dilakukan oleh Yeniatie dan Destriana (2010) serta Indahningrum dan Handayani (2009) yang menyatakan bahwa kepemilikan institusi dapat mempengaruhi kebijakan hutang. Namun, penelitian yang mereka lakukan

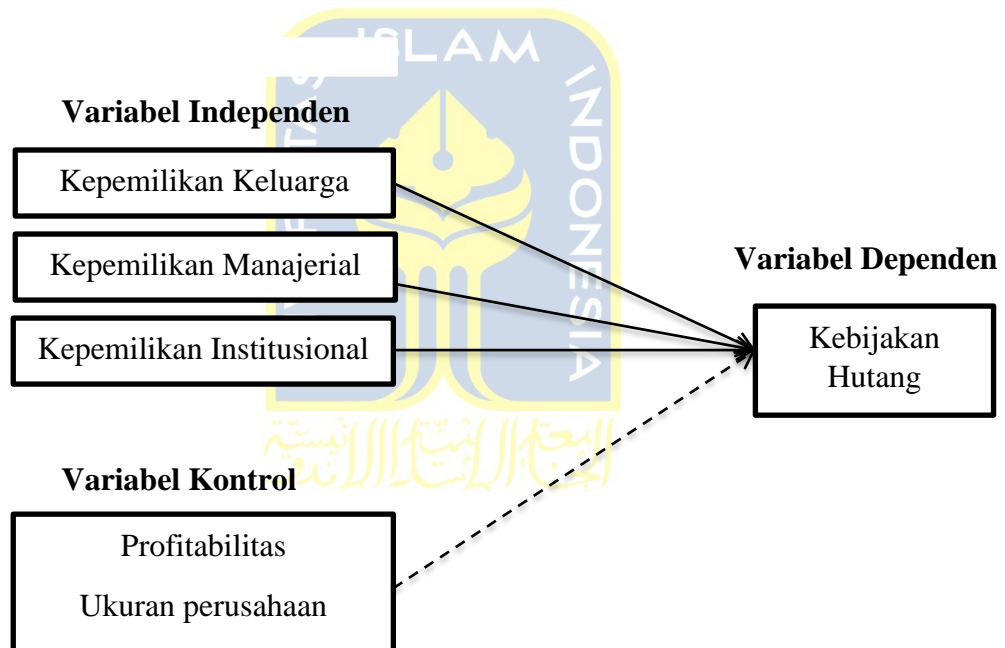
berbeda dengan penelitian yang dilakukan oleh Nurmasari (2015) yang menyatakan bahwa kepemilikan institusional secara parsial tidak mempengaruhi kebijakan hutang.

Berdasarkan paparan tersebut dapat disusun hipotesa sebagai berikut :

H3 : Kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang.

### 2.3 Kerangka Konsep Penelitian

Adapun kerangka konsep penelitian dapat digambarkan sebagai berikut :



Gambar 2.1 Kerangka Konsep Penelitian



## **BAB III**

### **METODOLOGI PENELITIAN**

#### **3.1 Populasi dan Sampel**

Populasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah semua perusahaan keluarga yang terdaftar dalam Bursa Efek Indonesia (BEI). Sedangkan teknik yang digunakan dalam penelitian ini ialah teknik *purposive sampling*. Yang mana, sampel diambil oleh peneliti berdasarkan kriteria tertentu yang telah ditentukan.

Adapun kriteria data yang ditentukan oleh peneliti antara lain :

1. Perusahaan keluarga yang terdaftar dalam BEI tahun 2015-2017.
2. Mempunyai data laporan keuangan lengkap selama tahun 2015-2017.
3. Memiliki data yang lengkap terkait dengan variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian yaitu kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, kepemilikan keluarga dan kebijakan hutang.
4. Perusahaan tidak pernah *delisting* dari Bursa Efek Indonesia selama periode estimasi.
5. Kepemilikan saham oleh keluarga minimal 25% sesuai dengan keputusan direksi PT. Bursa Efek Jakarta No. Kep- 305/BEJ/07-2004.

Berikut adalah daftar sampel perusahaan yang telah memenuhi kriteria *purposive sampling* :

**Tabel 3.1**  
**Sampel Perusahaan**

No.	Nama Perusahaan	No	Nama Perusahaan
1	PT. Bank Central Asia Tbk	14	PT. Martina Berto Tbk
2	PT. Bank Mayapada Internasional Tbk	15	PT. Mayora Indah Tbk
3	PT. Barito Pacifik Tbk	16	PT. Megapolitan Development Tbk
4	PT. Berlina Tbk	17	PT. Pelayaran Nasional Bina Buana Raya Tbk
5	PT. Bhakti Investama Tbk	18	PT. Pelayaran Tempuran Emas Tbk
6	PT. Chandra Asri Petrochemical Tbk	19	PT. Pudjiadi Prestige Tbk
7	PT. Ciputra Development Tbk	20	PT. Sat Nusapersada Tbk
8	PT. Duta Anggada Realty Tbk	21	PT. Sumber Alfaria Trijaya Tbk
9	PT. Global Mediacom Tbk	22	PT. Summarecon Agung Tbk
10	PT. Gudang Garam Tbk	23	PT. Total Bangun Persada Tbk
11	PT. Intanwijaya Internasional Tbk	24	PT. Ultrajaya Milk Industry & Trading Company Tbk
12	PT. Kedawung Setia Industrial Tbk	25	PT. Wintermar Offshore Marine Tbk
13	PT. Lion Metal Work Tbk		

### 3.2 Data dan Sumber Data

Dalam penelitian ini, data yang digunakan adalah data sekunder berupa laporan keuangan tahunan dari tahun 2015 sampai dengan tahun 2017 dari setiap perusahaan keluarga yang terdaftar dalam Bursa Efek Indonesia (BEI). Data-data tersebut diperoleh dari *website* IDX dan Pojok BEI Fakultas Ekonomi Universitas Islam Indonesia.

### 3.3 Definisi Operasional Variabel Penelitian

Variabel yang digunakan dalam penelitian ini adalah variabel dependen, independen dan kontrol. Variabel dependen dalam penelitian ini adalah kebijakan hutang. Sedangkan, variabel independen dalam penelitian ini adalah kepemilikan keluarga, kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional. Selain itu, peneliti menggunakan ukuran perusahaan dan profitabilitas sebagai variabel kontrol.

#### 3.3.1. Variabel Dependen

Variabel dependen merupakan variabel yang dipengaruhi oleh variabel independen. Pada penelitian ini, peneliti menggunakan kebijakan hutang sebagai variabel dependen. Menurut Kasmir (2010), *Debt to Equity Rasio* merupakan imbalan antara hutang yang dimiliki oleh perusahaan dengan modal sendiri. Dengan kata lain, *Debt to Equity Ratio* merupakan cerminan kemampuan perusahaan untuk membiayai usaha dengan pinjaman. Rasio DER dalam penelitian ini, digunakan sebagai proksi kebijakan hutang perusahaan.

$$DER = \frac{\text{Total Hutang}}{\text{Total Ekuitas}}$$

#### 3.3.2. Variabel Independen

Variabel independen merupakan jenis variabel yang dapat mempengaruhi variabel lain. Variabel independen yang digunakan dalam penelitian ini adalah :

### 1. Kepemilikan Keluarga

Andres (2008) menyatakan bahwa sebuah perusahaan dapat dikatakan sebagai perusahaan keluarga apabila kepemilikan saham yang dimiliki oleh pendiri dan/atau anggota keluarganya (*family ownership*) minimal sebesar 25%. Pada penelitian ini, kepemilikan keluarga dihitung menggunakan rumus sebagai berikut :

$$FML = \frac{\text{Jumlah saham yang dimiliki keluarga}}{\text{Jumlah saham yang beredar}} \times 100\%$$

### 2. Kepemilikan Manajerial

Wahidahwati (2002) menyatakan bahwa kepemilikan manajerial adalah persentase kepemilikan saham yang dimiliki oleh pihak direksi, komisaris dan manajer perusahaan pada akhir tahun. Kepemilikan manajerial dihitung menggunakan rumus sebagai berikut :

$$MNJR = \frac{\text{Jumlah saham direksi, komisaris dan manajer}}{\text{Jumlah saham yang beredar}} \times 100\%$$

### 3. Kepemilikan Institusional

Kepemilikan Institusional merupakan kepemilikan saham suatu perusahaan oleh institusi pemerintah, swasta, domestik maupun asing (Wahyu Widarjo, 2010). Variabel ini diukur dari jumlah persentase saham yang

dimiliki oleh institusi pada akhir tahun. Kepemilikan institusional dihitung menggunakan rumus sebagai berikut :

$$K.INST = \frac{\text{Jumlah Saham Pihak Institusi}}{\text{Total Saham Beredar}} \times 100\%$$

### 3.3.3. Variabel Kontrol

Variabel kontrol ialah variabel yang dikendalikan atau dibuat konstan sehingga hubungan antara variabel independen dan variabel dependen tidak terpengaruh oleh faktor luar yang tidak diteliti. Adapun variabel kontrol yang digunakan dalam penelitian ini yaitu ukuran perusahaan dan profitabilitas.

#### 1. Ukuran Perusahaan

Ukuran perusahaan merupakan suatu skala dimana dapat diklasifikasikan besar kecilnya suatu perusahaan menurut berbagai cara, yang diantaranya : log total aktiva, log total penjualan dan log kapitalisasi pasar. Dalam penelitian ini, log total aktiva digunakan sebagai proksi ukuran perusahaan dengan rumus sebagai berikut :

$$\text{SIZE} : \text{logaritma natural } (total \text{ asset})$$

#### 2. Profitabilitas

Sugiyarso dan Winarni (2005) menyatakan bahwa profitabilitas ialah kemampuan perusahaan dalam memperoleh laba dengan penjualan total aktiva maupun dengan modal sendiri. Moh'd et al (1998) menambahkan bahwa perusahaan dapat mengurangi penggunaan hutang ketika tingkat

profitabilitasnya tinggi. Hal ini disebabkan karena perusahaan mengalokasikan sebagian besar keuntungan pada laba ditahan, sehingga mengandalkan sumber dana internal untuk kebijakan investasi. Dalam hal ini, profitabilitas diproksikan dengan *Return On Asset* (ROA) dimana rasio ini menggambarkan keberhasilan manajemen sebuah perusahaan dalam menghasilkan return laba secara keseluruhan. *Return On Asset* dihitung menggunakan rumus sebagai berikut :

$$ROA = \frac{\text{Laba bersih setelah pajak}}{\text{Total Aktiva}} \times 100\%$$

### 3.4 Metode Analisis Data

#### 3.4.1. Statistik Deskriptif

Dalam penelitian ini statistik deskriptif bertujuan untuk memberikan gambaran mengenai distribusi data yang dapat dilihat melalui mean, median, standar deviasi, nilai minimum, dan nilai maksimum.

#### 3.4.2. Uji Asumsi Klasik

Penggunaan uji asumsi klasik bertujuan untuk memastikan model regresi yang digunakan dalam penelitian ini tidak terdapat permasalahan-permasalahan klasik. Adapun uji asumsi klasik memiliki beberapa uji analisis yang diantaranya uji normalitas data, uji autokorelasi, uji multikolinieritas, dan uji heteroskedastisitas.

### 3.4.2.1 Uji Normalitas Data

Pengujian normalitas data bertujuan untuk mengetahui apakah dalam model regresi variabel independen dan variabel dependen, keduanya terdistribusi secara normal atau tidak. Untuk mengetahui data tersebut berdistribusi normal atau tidak maka dapat dilakukan dengan melihat tabel *signifikan kolomograf*. Jika angka pada tabel *signifikan kolomograf* menunjukkan lebih dari 0,05 maka artinya data tersebut berdistribusi normal. Sebaliknya, jika angka pada tabel *signifikan kolomograf* menunjukkan kurang dari 0,05 maka data tersebut berdistribusi tidak normal.

### 3.4.2.2 Uji Autokorelasi

Uji Autokorelasi bertujuan untuk mengetahui apakah suatu model regresi berganda memiliki korelasi antara pengganggu pada periode  $t$  dengan kesalahan pada periode  $t-1$  (Ghozali, 2005). Untuk mendeteksi adanya autokorelasi perlu diadakan pengujian, salah satunya yaitu dengan menggunakan uji *Durbin-Watson* (DW), dengan ketentuan  $4-dU > dW > dU$ . Dikatakan terdapat autokorelasi apabila ditemukan adanya hubungan antara residu tahun ini dengan tahun sebelumnya, dan dikatakan tidak terdapat autokorelasi apabila data penelitian telah sesuai dengan ketentuan  $4-dU > dW > dU$ .

### 3.4.2.3 Uji Multikolinieritas

Model regresi yang baik seharusnya tidak terjadi kesamaan antar variabel independen. Karena jika terjadi kesamaan antar variabel

independen maka dapat mengganggu hubungan antara variabel dependen dengan variabel independen. Tujuan dari uji multikolinieritas ialah untuk menguji apakah terdapat kesamaan antar variabel independen dalam suatu model regresi (Sujarweni, 2007). Dasar penarikan kesimpulan dari uji multikolinieritas dapat dilihat melalui *Value of Inflation Factor* (VIF) pada model regresi, asumsinya adalah sebagai berikut :

1. Terdapat gejala multikolinieritas antar variabel independen dalam model regresi jika nilai dari *Value of Inflation Factor* (VIF)  $> 10$  dan nilai *tolerance*  $< 0,10$ .
2. Tidak terjadi korelasi jika nilai *Value of Inflation Factor* (VIF)  $< 10$  dan nilai *tolerance*  $> 0,10$ .

#### **3.4.2.4 Uji Heteroskedastisitas**

Uji Heteroskedastisitas bertujuan untuk melihat apakah dalam model regresi terdapat ketidaksamaan variasi dari residual satu pengamatan terhadap pengamatan yang lain (Ghozali, 2005). Apabila terdapat kesamaan variasi dari residual satu pengamatan terhadap pengamatan lain maka disebut dengan homokedastisitas. Jika terjadi homokedastisitas maka model regresi dapat dikatakan baik. Pada penelitian ini pengujian heteroskedastisitas dilakukan dengan menggunakan uji scatterplot.



Ciri tidak terjadinya hesteroskedastisitas yaitu :

- a. Titik-titik menyebar disekitar angka nol.
- b. Titik-titik tidak mengumpul di satu tempat
- c. Penyebaran titik-titik data tidak membentuk pola tertentu.

### 3.4.3. Regresi Linear Berganda

Untuk dapat mengetahui keterkaitan antara variabel independen dengan variabel dependen maka dilakukan analisis regresi linear berganda, analisis regresi linear berganda digunakan karena dalam penelitian ini memiliki lebih dari satu variabel independen. Dengan dilakukannya analisis regresi berganda, peneliti juga dapat menyimpulkan secara langsung mengenai pengaruh masing-masing variabel independen yang digunakan secara parsial maupun bersama-sama. Pada penelitian ini terdapat tiga variabel bebas (independen) dan dua variabel kontrol yang diantaranya : variabel bebas terdiri dari kepemilikan keluarga, kepemilikan institusional dan kepemilikan manajerial, sedangkan variabel kontrol terdiri dari ukuran perusahaan dan profitabilitas. Model regresi berganda yang digunakan adalah sebagai berikut :

$$DER = \alpha + \beta_1FML + \beta_2MNJR + \beta_3K.INST + \beta_4SIZE + \beta_5ROA + \varepsilon$$

Keterangan :

DER = Kebijakan Hutang

$\alpha$  = Konstanta

$\beta_1$ - $\beta_2$  = Koefisien Regresi

FML = Proporsi Kepemilikan Keluarga

MNJR	= Proporsi Kepemilikan Manajerial
K.INST	= Proporsi Kepemilikan Institusional
SIZE	= Ukuran Perusahaan
ROA	= Profitabilitas
$\varepsilon$	= Residual Error

#### 3.4.4. Koefisien Determinasi Berganda ( $R^2$ )

Koefisien determinasi berganda ( $R^2$ ) dimaksudkan untuk mengukur besarnya proporsi dalam variabel dependen yang diterangkan oleh variabel independen (Siagian & Sugiarto, 2006). Semakin kecil hasil nilai dari koefisien determinasi berganda ( $R^2$ ) atau semakin mendekati angka 0 maka kemampuan variabel-variabel independen dalam menerangkan variasi dari variabel dependen sangat terbatas. Sebaliknya, jika semakin besar nilai yang diperoleh dari hasil koefisien determinasi berganda ( $R^2$ ) atau nilainya semakin mendekati angka 1 maka kemampuan variabel-variabel independen dalam menerangkan variasi dari variabel dependen sangat kuat atau variabel-variabel independen dianggap sudah dapat memberi semua informasi yang dibutuhkan untuk memprediksi variasi dari variabel dependen. Dan apabila koefisien determinasi berganda ( $R^2$ ) menunjukkan angka 0 maka artinya variabel independen tidak berpengaruh terhadap variabel dependen karena tidak dapat menerangkan variasi dari variabel dependen.

### 3.4.5. Uji Hipotesis

#### 3.4.5.1 Uji t

Uji t digunakan untuk melihat pengaruh variabel independen secara parsial (individu) terhadap variabel dependen. Uji ini dilakukan untuk menguji hipotesis 1 (satu) sampai dengan hipotesis 3 (tiga), adapun kriteria penerimaan atau penolakan hipotesis dirumuskan sebagai berikut :

1. Pengaruh kepemilikan keluarga terhadap kebijakan hutang

$H_0$  :  $\beta_1 = 0$  tidak terdapat pengaruh positif kepemilikan keluarga terhadap kebijakan hutang.

$H_a$  :  $\beta_1 > 0$  terdapat pengaruh positif kepemilikan keluarga terhadap kebijakan hutang.

2. Pengaruh kepemilikan manajerial terhadap kebijakan hutang

$H_0$  :  $\beta_2 = 0$  tidak terdapat pengaruh negatif kepemilikan manajerial terhadap kebijakan hutang.

$H_a$  :  $\beta_2 < 0$  terdapat pengaruh negatif kepemilikan manajerial terhadap kebijakan hutang.

3. Pengaruh kepemilikan institusional terhadap kebijakan hutang

$H_0$  :  $\beta_3 = 0$  tidak terdapat pengaruh positif kepemilikan institusional terhadap kebijakan hutang.

$H_a$  :  $\beta_3 > 0$  terdapat pengaruh positif kepemilikan institusional terhadap kebijakan hutang.

Menentukan kriteria pengujian :

1. Apabila nilai probabilitas (p-value)  $\leq 0,05$  maka  $H_0$  ditolak, artinya terdapat pengaruh signifikan kepemilikan keluarga, kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional secara parsial terhadap kebijakan hutang.
2. Apabila nilai probabilitas (p-value)  $> 0,05$  maka  $H_0$  diterima, artinya tidak terdapat pengaruh signifikan kepemilikan keluarga, kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional secara parsial terhadap kebijakan hutang.

#### 3.4.5.2 Uji F

Uji F digunakan untuk mengetahui apakah semua variabel independen secara bersama-sama berpengaruh secara signifikan terhadap variabel dependen, sehingga dapat ditentukan hipotesis dalam penelitian ini diterima atau ditolak. Pengujian dalam hipotesis ini menggunakan tingkat signifikansi  $\alpha = 5\%$  (0,05). Menyusun hipotesis nol ( $H_0$ ) dan hipotesis alternatif ( $H_a$ ) :

$H_0$  : tidak ada pengaruh yang signifikan antara kepemilikan keluarga, kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional secara simultan terhadap kebijakan hutang.

$H_a$  : terdapat pengaruh yang signifikan antara kepemilikan keluarga, kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional secara simultan terhadap kebijakan hutang.

Menentukan kriteria pengujian :

- Jika probabilitas  $< 0,05$ , maka  $H_0$  ditolak. Variabel independen secara bersama-sama mempengaruhi variabel dependen secara signifikan.
- Jika probabilitas  $\geq 0,05$ , maka  $H_0$  diterima. Variabel independen secara bersama-sama tidak mempengaruhi variabel dependen secara signifikan.



## BAB IV

### ANALISIS DATA DAN PEMBAHASAN

Penelitian ini menggunakan sampel perusahaan keluarga yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) sejak tahun 2015 hingga tahun 2017. Sampel pada penelitian ini diambil dengan metode *purposive sampling*, yang mana terdapat dua puluh lima perusahaan yang memenuhi kriteria pemilihan sampel. Data yang dikumpulkan berupa data laporan tahunan dan laporan keuangan perusahaan yang diperoleh melalui *website* IDX dan Pojok BEI Fakultas Ekonomi Universitas Islam Indonesia.

Teknik analisis data yang digunakan dalam penelitian ini ialah analisis statistik deskriptif, uji asumsi klasik (uji normalitas, uji autokorelasi, uji multikolinieritas dan uji heteroskedastisitas) dan pengujian hipotesis (analisis regresi linear berganda) dengan menggunakan *software* SPSS.

#### 4.1 Hasil Analisis Statistik Deskriptif

Analisis statistik deskriptif digunakan untuk mengetahui deskripsi dari suatu data dalam penelitian. Variabel dalam penelitian ini adalah kepemilikan keluarga, kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional dan kebijakan hutang. Adapun hasil dari analisis statistik deskriptif yang dilakukan yaitu :

**Tabel 4.1****Hasil Perhitungan Analisis Statistik Deskriptif**

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
DER	75	0.098	9.310	1.43812	1.721900
FML	75	0.254	0.808	0.53419	0.160144
MNJR	75	0.000	0.339	0.05329	0.082731
K.INST	75	0.000	0.579	0.18575	0.178047
SIZE	75	12.732	21.348	1.62650E1	2.206874
ROA	75	-0.401	0.370	0.04113	0.090736

Sumber : Data sekunder, diolah 2019

**a. Kebijakan Hutang**

Kebijakan hutang ditunjukkan oleh proksi DER. Dari tabel 4.1 Hasil Perhitungan Analisis Statistik Deskriptif, menunjukkan bahwa besarnya DER dari 25 sampel perusahaan keluarga memiliki nilai rata-rata (*mean*) sebesar 1.43812, hal tersebut berarti bahwa perusahaan yang digunakan sebagai sampel dalam penelitian selama periode 2015-2017 memiliki nilai rata-rata perusahaan yang menggunakan hutang ialah sebesar 1.43812 dari total ekuitas yang dimiliki. DER memiliki standar deviasi sebesar 1.721900, yang berarti bahwa selama periode penelitian, ukuran penyebaran dari variabel kebijakan hutang yaitu sebesar 1.721900 dari rata-ratanya. Hal

tersebut menunjukkan bahwa terdapat kondisi yang kurang baik karena standar deviasi yang terdapat pada tabel statistik tersebut menunjukkan nilai yang lebih besar dari nilai rata-ratanya, hal tersebut sekaligus mencerminkan penyimpangan yang terjadi pada data tersebut lebih besar dari nilai rata-ratanya.

#### **b. Kepemilikan Keluarga**

Kepemilikan keluarga ditunjukkan oleh proksi FML. Dari tabel 4.1 Hasil Perhitungan Analisis Statistik Deskriptif, menunjukkan bahwa besarnya FML dari 25 sampel perusahaan keluarga memiliki nilai rata-rata (*mean*) sebesar 0.53419, hal tersebut berarti bahwa perusahaan yang digunakan sebagai sampel dalam penelitian selama periode 2015-2017 memiliki nilai rata-rata perusahaan yang jumlah sahamnya dimiliki oleh keluarga ialah sebesar 0.53419 dari jumlah saham yang beredar. FML memiliki standar deviasi sebesar 0.160144, yang berarti bahwa selama periode penelitian, ukuran penyebaran dari variabel kepemilikan keluarga yaitu sebesar 0.160144 dari rata-ratanya. Hal tersebut menunjukkan bahwa terdapat kondisi yang baik karena standar deviasi yang terdapat pada tabel statistik tersebut menunjukkan nilai yang lebih kecil dari nilai rata-ratanya, hal tersebut sekaligus mencerminkan penyimpangan yang terjadi pada data tersebut relatif lebih kecil dari nilai rata-ratanya.

#### **c. Kepemilikan Manajerial**

Kepemilikan Manajerial ditunjukkan oleh proksi MNJR. Dari tabel 4.1 Hasil Perhitungan Analisis Statistik Deskriptif, menunjukkan bahwa besarnya



MNJR dari 25 sampel perusahaan keluarga memiliki nilai rata-rata (*mean*) sebesar 0.05329, hal tersebut berarti bahwa perusahaan yang digunakan sebagai sampel dalam penelitian selama periode 2015-2017 memiliki nilai rata-rata perusahaan yang jumlah sahamnya dimiliki oleh manajer ialah sebesar 0.05329 dari jumlah saham yang beredar. MNJR memiliki standar deviasi sebesar 0.082731, yang berarti bahwa selama periode penelitian, ukuran penyebaran dari variabel kepemilikan manajerial yaitu sebesar 0.082731 dari rata-ratanya. Hal tersebut menunjukkan bahwa terdapat kondisi yang kurang baik karena standar deviasi yang terdapat pada tabel statistik tersebut menunjukkan nilai yang lebih besar dari nilai rata-ratanya, hal tersebut sekaligus mencerminkan penyimpangan yang terjadi pada data tersebut relatif lebih besar dari nilai rata-ratanya.

#### **d. Kepemilikan Institusional**

Kepemilikan Institusional ditunjukkan oleh proksi K.INST. Dari tabel 4.1 Hasil Perhitungan Analisis Statistik Deskriptif, menunjukkan bahwa besarnya K.INST dari 25 sampel perusahaan keluarga memiliki nilai rata-rata (*mean*) sebesar 0.18575, hal tersebut berarti bahwa perusahaan yang digunakan sebagai sampel dalam penelitian selama periode 2015-2017 memiliki nilai rata-rata perusahaan yang jumlah sahamnya dimiliki oleh pihak institusi ialah sebesar 0.18575 dari jumlah saham yang beredar. K.INST memiliki standar deviasi sebesar 0.178047, yang berarti bahwa selama periode penelitian, ukuran penyebaran dari variabel kepemilikan institusional yaitu sebesar 0.178047 dari rata-ratanya. Hal tersebut menunjukkan bahwa terdapat kondisi

yang baik karena standar deviasi yang terdapat pada tabel statistik tersebut menunjukkan nilai yang lebih kecil dari nilai rata-ratanya, hal tersebut sekaligus mencerminkan penyimpangan yang terjadi pada data tersebut relatif lebih kecil dari nilai rata-ratanya.

**e. Profitabilitas**

Profitabilitas ditunjukkan oleh proksi ROA. Dari tabel 4.1 Hasil Perhitungan Analisis Statistik Deskriptif, menunjukkan bahwa besarnya ROA dari 25 sampel perusahaan keluarga memiliki nilai rata-rata (*mean*) sebesar 0.04113, hal tersebut berarti bahwa perusahaan yang digunakan sebagai sampel dalam penelitian selama periode 2015-2017 memiliki nilai rata-rata perusahaan yang menghasilkan laba bersih ialah sebesar 0.04113 dari total aset yang dimiliki. ROA memiliki standar deviasi sebesar 0.090736, yang berarti bahwa selama periode penelitian, ukuran penyebaran dari variabel profitabilitas yaitu sebesar 0.090736 dari rata-ratanya. Hal tersebut menunjukkan bahwa terdapat kondisi yang kurang baik karena standar deviasi yang terdapat pada tabel statistik tersebut menunjukkan nilai yang lebih besar dari nilai rata-ratanya, hal tersebut sekaligus mencerminkan penyimpangan yang terjadi pada data tersebut relatif lebih besar dari nilai rata-ratanya.

**f. Ukuran Perusahaan**

Ukuran Perusahaan ditunjukkan oleh proksi SIZE. Dari tabel 4.1 Hasil Perhitungan Analisis Statistik Deskriptif, menunjukkan bahwa besarnya SIZE dari 25 sampel perusahaan keluarga memiliki nilai rata-rata (*mean*) sebesar 1.62650, hal tersebut berarti bahwa ukuran perusahaan rata-rata perusahaan

yang digunakan sebagai sampel dalam penelitian selama periode 2015-2017 memiliki nilai rata-rata ukuran perusahaan sebesar 1.62650 yang diukur berdasarkan besarnya LN total aset. SIZE memiliki standar deviasi sebesar 2.206874, yang berarti bahwa selama periode penelitian, ukuran penyebaran dari variabel kebijakan hutang yaitu sebesar 2.206874 dari rata-ratanya. Hal tersebut menunjukkan bahwa terdapat kondisi yang kurang baik karena standar deviasi yang terdapat pada tabel statistik tersebut menunjukkan nilai yang lebih besar dari nilai rata-ratanya, hal tersebut sekaligus mencerminkan penyimpangan yang terjadi pada data tersebut relatif lebih besar dari nilai rata-ratanya.

## **4.2 Uji Asumsi Klasik**

Sebelum melakukan pengujian hipotesis dengan Uji F dan Uji T, terlebih dahulu dilakukan uji asumsi klasik yang merupakan syarat utama dalam persamaan regresi. Adapun pengujian asumsi klasik yang digunakan ialah uji normalitas, uji autokorelasi, uji multikolinieritas dan uji heteroskedastisitas.

### **4.2.1 Uji Normalitas Data**

Uji normalitas data dilakukan dengan tujuan untuk menguji kenormalan data atau untuk melihat apakah suatu data terdistribusi normal atau tidak. Dalam penelitian ini, pengujian normalitas menggunakan teknik analisis *Kolmogorov-Smirnov* dengan melihat tingkat signifikansi sebesar 5%. Apabila tingkat signifikansi kurang dari 5% maka data tidak terdistribusi normal. Akan tetapi, apabila tingkat signifikansi lebih dari 5% maka data

terdistribusi secara normal. Hasil uji normalitas pada penelitian ini disajikan pada tabel 4.2.

**Tabel 4.2**  
**Hasil Uji Normalitas**  
**One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test**

		Unstandardized Residual
N		75
Normal Parameters <sup>a</sup>	Mean	0.0000000
	Std. Deviation	0.73110312
Most Extreme Differences	Absolute	0.104
	Positive	0.104
	Negative	-0.085
Kolmogorov-Smirnov Z		0.898
Asymp. Sig. (2-tailed)		0.396
3.4.2.4.1 Test distribution is Normal		

Sumber : Data sekunder, diolah tahun 2019

Pada tabel 4.2 Hasil Uji Normalitas, dapat dilihat bahwa tingkat signifikansi pada *Kolmogorov-Smirnov* sebesar 0.396 atau 39,6%. Hal tersebut berarti bahwa semua variabel yang digunakan pada penelitian ini memiliki tingkat probabilitas yang lebih besar dari 5% sehingga dapat disimpulkan bahwa data pada penelitian ini terdistribusi normal.

#### 4.2.2 Uji Autokorelasi

Uji autokorelasi merupakan salah satu pengujian asumsi klasik dalam menganalisis regresi berganda yang bertujuan untuk melihat korelasi atau

hubungan antara residu tahun ini dengan tahun sebelumnya. Untuk mengetahui ada tidaknya autokorelasi dapat dilakukan dengan melakukan uji *Durbin-Watson*. Autokorelasi dapat dikatakan “tidak terjadi”, apabila  $4-dU > dW > dU$ . Hasil uji autokorelasi dapat dilihat pada tabel 4.3.

**Tabel 4.3**  
**Hasil Uji Autokorelasi**  
**Model Summary<sup>b</sup>**

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	0.581 <sup>a</sup>	0.338	0.329	1.24423315	1.829

Predictors : (Constant), FML, MNJR, K.INST

Dependent Variable : DER

Sumber : Data sekunder, diolah tahun 2019

Berdasarkan tabel 4.3 Hasil Uji Autokorelasi, dapat dilihat bahwa hasil nilai  $dW$  dalam uji autokorelasi sebesar 1.829. Nilai  $dU$  yang diperoleh dari tabel autokorelasi sebesar 1.7092 dan nilai  $4-dU$  sebesar 2.2908. Dari hasil perhitungan tersebut dapat disimpulkan bahwa data yang diteliti tidak terjadi autokorelasi karena sudah sesuai dengan ketentuan  $4-dU > dW > dU$ .

#### 4.2.3 Uji Multikolinieritas

Uji multikolinieritas memiliki tujuan untuk menguji apakah terdapat kesamaan antar variabel independen dalam suatu model regresi (Sujarweni, 2007). Dikatakan tidak terjadi gejala multikolinieritas apabila nilai  $VIF < 10$  dan nilai *tolerance* lebih besar dari 0.10. Hasil uji multikolinieritas dapat dilihat pada tabel 4.4.

**Tabel 4.4**  
**Hasil Uji Multikolinieritas**  
**Coefficients<sup>a</sup>**

Model	Collinearity Statistics	
	Tolerance	VIF
1 (Constant)		
FML	0.846	1.183
MNJR	0.926	1.080
K.INST	0.807	1.240

Sumber : Data sekunder, diolah tahun 2019

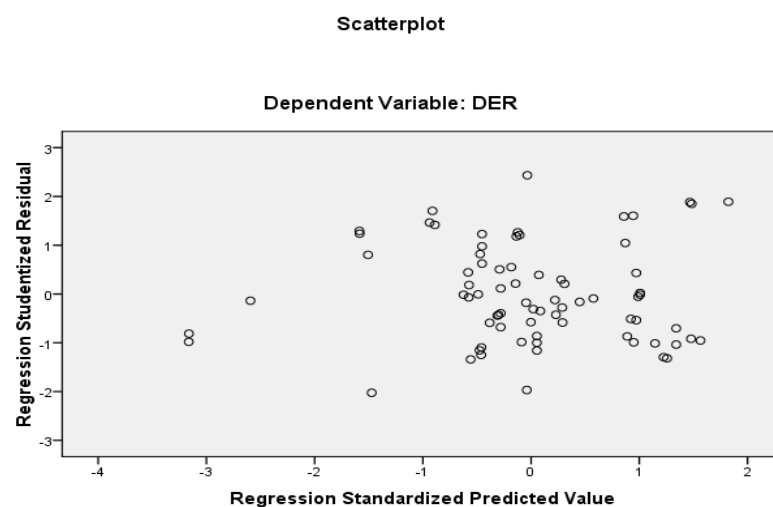
Dari tabel 4.4 Hasil Uji Multikolinieritas, menunjukkan bahwa nilai *tolerance* dari FML sebesar 0.846 yang mana lebih besar dari 0.10, dan memiliki nilai VIF sebesar 1.183 yang mana lebih kecil dari 10. Sedangkan nilai *tolerance* yang dimiliki oleh variabel MNJR yaitu sebesar 0.926 yang mana memiliki nilai lebih besar dari 0.10 dan memiliki nilai VIF sebesar 1.080 yaitu kurang dari 10. Pada variabel K.INST memiliki nilai *tolerance* sebesar 0.807 yang mana nilai tersebut lebih besar dari 0.10, dan memiliki nilai VIF sebesar 1.240 yaitu kurang dari 10. Dalam penelitian ini, semua variabel independen yang digunakan memiliki nilai *tolerance* lebih dari 0.10 dan memiliki nilai VIF kurang dari 10, sehingga dapat disimpulkan bahwa

variabel dalam penelitian ini tidak terjadi gejala multikolinieritas antar variabel independen.

#### 4.2.4 Uji Heteroskedastisitas

Uji Heteroskedastisitas memiliki tujuan untuk mengetahui apakah dalam model regresi terdapat ketidaksamaan variasi dari residual satu pengamatan terhadap pengamatan yang lain (Ghozali, 2005). Jika titik-titik menyebar dan tidak membentuk pola tertentu maka tidak terjadi heteroskedastisitas. Hasil dari uji heteroskedastisitas dapat dilihat pada tabel dibawah ini.

**Gambar 4.1 : Hasil Uji Heteroskedastisitas**



Sumber : Data sekunder, diolah tahun 2019

Dari Gambar 4.1 dapat dilihat bahwa titik-titik yang tertera pada tabel menyebar disekitar angka nol, tidak mengumpul di satu tempat serta penyebaran titik-titik data tidak membentuk pola tertentu. Dengan adanya

hasil tersebut dapat disimpulkan bahwa data penelitian tidak terjadi heteroskedastisitas.

### 4.3 Regresi Linier Berganda

Analisis Regresi Linier Berganda bertujuan untuk dapat mengetahui keterkaitan antara variabel bebas (independen) dan variabel terikat (dependen). Analisis regresi linier berganda digunakan dalam penelitian ini karena terdapat tiga variabel independen yang diteliti, diantaranya kepemilikan keluarga yang ditunjukkan oleh proksi FML, kepemilikan institusional yang ditunjukkan oleh proksi K.INST dan kepemilikan manajerial yang ditunjukkan oleh proksi MNJR. Agar faktor luar yang tidak diteliti dalam penelitian tidak dapat mempengaruhi variabel dependen dan independen maka penelitian ini menggunakan variabel kontrol. Berikut adalah tabel hasil dari uji regresi linier berganda :

**Tabel 4.5**  
**Hasil Analisis Regresi Linier Berganda**  
**Coefficients<sup>a</sup>**

Model	Unstandardized Coefficients	T	Sig.
	B		
(Constant)	1.500	2.054	0.044
FML	-1.154	-1.900	0.062
MNJR	-3.998	-3.536	0.001
K.INST	1.185	2.125	0.037
SIZE	-0.058	-1.407	0.164
ROA	-0.311	-0.312	0.756



Sumber : Data sekunder, diolah tahun 2019

Dari tabel 4.5 Hasil Analisis Regresi Linier Berganda, maka dapat diperoleh persamaan regresi sebagai berikut :

$$DER = 1,500 -1,154 (FML) -3,998 (MNJR) +1,185 (K.INST) -0,058 (SIZE) -0,311 (ROA) + \varepsilon$$

Dari persamaan tersebut dapat dijelaskan bahwa :

- a) Koefisien regresi FML sebesar -1.154 yang artinya menunjukkan bahwa terdapat hubungan negatif antara kepemilikan keluarga dengan kebijakan hutang perusahaan. Jika FML mengalami kenaikan satu satuan dan dengan asumsi variabel lainnya tetap maka kebijakan hutang perusahaan akan turun sebesar 1.154.
- b) Koefisien regresi MNJR memiliki nilai sebesar -3.998 yang artinya menunjukkan bahwa terdapat hubungan negatif antara kepemilikan keluarga dengan kebijakan hutang perusahaan. Jika MNJR mengalami kenaikan satu satuan dan dengan asumsi variabel lainnya tetap maka kebijakan hutang perusahaan akan turun sebesar 3.998.
- c) Koefisien regresi K.INST memiliki nilai sebesar 1.185 yang artinya menunjukkan bahwa terdapat hubungan positif antara kepemilikan institusional dengan kebijakan hutang perusahaan. Jika K.INST mengalami kenaikan satu satuan, maka kebijakan hutang perusahaan akan naik sebesar 1.185 dengan asumsi variabel lainnya tetap.
- d) Koefisien regresi *SIZE* memiliki nilai sebesar -0.058 yang artinya menunjukkan bahwa terdapat hubungan negatif antara ukuran perusahaan

dengan kebijakan hutang perusahaan. Jika *SIZE* mengalami kenaikan satu satuan, maka kebijakan hutang perusahaan akan turun sebesar 0.058 dengan asumsi variabel lainnya tetap.

- e) Koefisien regresi ROA memiliki nilai sebesar -0.311 yang artinya menunjukkan bahwa terdapat hubungan negatif antara profitabilitas dengan kebijakan hutang perusahaan. Jika ROA mengalami kenaikan satu satuan, maka kebijakan hutang perusahaan akan turun sebesar 0.311 dengan asumsi variabel lainnya tetap.

#### 4.4 Koefisien Determinasi Berganda ( $R^2$ )

Koefisien determinasi bertujuan untuk melihat besarnya proporsi dalam variabel terikat yang diterangkan oleh variabel bebas. Jika nilai koefisien determinasi mendekati angka 0 maka kemampuan variabel bebas dalam menerangkan variabel terikat sangat terbatas. Sebaliknya, jika nilai koefisien determinasi mendekati angka 1 maka kemampuan variabel bebas dalam menerangkan variabel terikat dianggap sudah sangat kuat. Hasil olah data koefisien determinasi dapat dilihat pada tabel 4.6 dibawah ini :

**Tabel 4.6**

#### **Hasil Koefisien Determinasi**

##### **Model Summary**

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	0.581 <sup>a</sup>	0.338	0.329	1.24423315
4.2 Predictors: (Constant), FML, MNJR, K.INST				
4.3 Dependent Variable : DER				

Sumber : Data sekunder, diolah tahun 2019

Dari tabel 4.6 diatas, menunjukkan bahwa nilai koefisien determinasi ( $R^2$ ) ialah sebesar 0.329. Hal ini menunjukkan bahwa sebesar 32.9% kebijakan hutang pada perusahaan keluarga yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia mampu dijelaskan oleh perubahan yang terjadi pada ketiga faktor yang diteliti yaitu kepemilikan keluarga, kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional. Sedangkan sisanya yakni 67.1% dijelaskan oleh faktor lain di luar model penelitian. Nilai  $R^2$  yang diperoleh sebesar 0.329 menunjukkan bahwa nilai tersebut lebih mendekati angka 0 yang artinya kemampuan variabel bebas dalam menerangkan variabel terikat sangat terbatas.

#### **4.5 Uji Hipotesis**

Tujuan dilakukannya uji hipotesis ialah untuk mengetahui signifikansi antara variabel independen dan variabel kontrol terhadap variabel dependen. Dasar yang digunakan dalam pengambilan keputusan pada uji hipotesis ialah analisis data. Dalam penelitian ini, uji hipotesis diuji dengan menggunakan Uji T dan Uji F.

##### **4.5.1 Uji t**

Tujuan dilakukannya Uji t ialah untuk menguji pengaruh masing-masing variabel bebas (independen) terhadap variabel terikat (dependen). Uji t dalam penelitian ini dilakukan dengan cara membandingkan hasil perhitungan T statistik signifikan dengan tingkat  $\alpha$  (0.05). Adapun hasil dari Uji t dapat dilihat pada tabel 4.7 berikut ini :

**Tabel 4.7**  
**Hasil Uji t**  
**Coefficients<sup>a</sup>**

Model	Unstandardized Coefficients	T	Sig.
	B		
(Constant)	1.500	2.054	0.044
FML	-1.154	-1.900	0.062
MNJR	-3.998	-3.536	0.001
K.INST	1.185	2.125	0.037
SIZE	-0.058	-1.407	0.164
ROA	-0.311	-0.312	0.756

Sumber : Data sekunder, diolah tahun 2019

Dari hasil Uji t yang terdapat pada tabel 4.7, dapat diketahui pengaruh dari masing-masing variabel bebas (independen) terhadap variabel terikat (dependen) sebagai berikut :

- a) Pengujian pengaruh variabel kepemilikan keluarga ( $X_1$ ) terhadap variabel kebijakan hutang (Y).

Dengan rumusan hipotesis :

$H_0$  :  $\beta_1 = 0$  tidak terdapat pengaruh positif kepemilikan keluarga terhadap kebijakan hutang.

$H_a$  :  $\beta_1 > 0$  terdapat pengaruh positif kepemilikan keluarga terhadap kebijakan hutang.

Berdasarkan hasil olah data yang terdapat pada tabel 4.7, nilai koefisien regresi untuk variabel kepemilikan keluarga ialah sebesar -1.154 yang menunjukkan adanya pengaruh negatif dan nilai signifikansinya 0.062 yang memiliki nilai lebih besar dari 0.05 maka dapat disimpulkan bahwa  $H_01$  ditolak dan  $H_{a1}$  diterima, artinya tidak terdapat pengaruh positif kepemilikan keluarga terhadap kebijakan hutang.

- b) Pengujian pengaruh variabel kepemilikan manajerial ( $X_2$ ) terhadap variabel kebijakan hutang (Y).

Dengan rumusan hipotesis :

$H_{02}$  :  $\beta_2 = 0$  tidak terdapat pengaruh negatif kepemilikan manajerial terhadap kebijakan hutang.

$H_{a2}$  :  $\beta_2 < 0$  terdapat pengaruh negatif kepemilikan manajerial terhadap kebijakan hutang.

Berdasarkan hasil olah data yang terdapat pada tabel 4.7, nilai koefisien regresi untuk variabel kepemilikan manajerial ialah sebesar -3.998 yang menunjukkan adanya pengaruh negatif dan nilai signifikansinya 0.001 yang memiliki nilai lebih kecil dari 0.05 maka dapat disimpulkan bahwa  $H_{02}$  ditolak dan  $H_{a2}$  diterima, artinya terdapat pengaruh negatif kepemilikan manajerial terhadap kebijakan hutang.

- c) Pengujian pengaruh variabel kepemilikan institusional ( $X_3$ ) terhadap variabel kebijakan hutang (Y).

Dengan rumus hipotesis :

$H_03 : \beta_3 = 0$  tidak terdapat pengaruh positif kepemilikan institusional terhadap kebijakan hutang.

$H_a3 : \beta_3 > 0$  terdapat pengaruh positif kepemilikan institusional terhadap kebijakan hutang.

Berdasarkan hasil olah data yang terdapat pada tabel 4.7, nilai koefisien regresi untuk variabel kepemilikan institusi ialah sebesar 1.185 yang menunjukkan adanya pengaruh positif dan nilai signifikansinya 0.037 yang memiliki nilai lebih kecil dari 0.05 maka dapat disimpulkan bahwa  $H_03$  ditolak dan  $H_a3$  diterima, artinya terdapat pengaruh positif kepemilikan institusional terhadap kebijakan hutang.

d) Pengujian pengaruh variabel ukuran perusahaan terhadap variabel kebijakan hutang.

Berdasarkan hasil olah data, nilai koefisien regresi ialah sebesar -0.058 yang menunjukkan adanya pengaruh negatif dan nilai signifikansinya 0.164 yang memiliki nilai lebih besar dari 0.05. Hal tersebut menunjukkan bahwa variabel ukuran perusahaan tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang.

e) Pengujian pengaruh variabel profitabilitas terhadap kebijakan hutang.

Berdasarkan hasil olah data, nilai koefisien regresi ialah sebesar -0.311 yang menunjukkan adanya pengaruh negatif dan nilai signifikansinya 0.756 yang memiliki nilai lebih besar dari 0.05. Hal tersebut menunjukkan bahwa variabel profitabilitas tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang.

#### 4.5.2 Uji F

Uji F pada penelitian ini digunakan untuk menguji signifikansi model regresi. Tujuan dari Uji F ini ialah untuk mengetahui apakah semua variabel independen secara bersama-sama berpengaruh secara signifikan terhadap variabel dependen. Hasil uji f pada penelitian ini disajikan pada tabel berikut :

**Tabel 4.8**

#### Hasil Uji F

#### ANOVA<sup>b</sup>

Model		Sum of Squares	Df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	20.062	5	4.012	7.000	0.000 <sup>a</sup>
	Residual	39.554	69	0.573		
	Total	59.616	74			
a. Dependent Variable: DER						
b. Predictors: (Constant), ROA, SIZE, K.INST, MNJR, FML						

Sumber : Data sekunder, diolah tahun 2019

Berdasarkan tabel 4.8 diatas, nilai dari F hitung ialah sebesar 7.000 dengan nilai signifikansi 0.000. Berdasarkan ketentuan Uji F dimana nilai signifikansinya kurang dari 0.05 ( $\text{sig} < 0.05$ ) maka dapat disimpulkan bahwa model regresi yang digunakan dalam penelitian ini signifikan atau baik. Hal ini berarti bahwa kepemilikan keluarga, kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional secara bersama-sama memiliki pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan hutang pada perusahaan keluarga yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

## 4.6 Pembahasan Hasil Penelitian

### 4.6.1 Pengaruh Kepemilikan Keluarga terhadap Kebijakan Hutang

Dalam penelitian ini didapatkan hasil bahwa variabel kepemilikan keluarga memiliki nilai koefisien regresi sebesar -1.154 dengan nilai signifikansi sebesar 0.062 yang berarti nilai signifikansinya lebih besar dari 0.05. Sehingga dapat disimpulkan bahwa variabel kepemilikan keluarga tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang dan berarah negatif. Maka hipotesis yang mengatakan bahwa kepemilikan keluarga berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang (H1) ditolak. Penolakan hipotesis tersebut dikarenakan terjadi anomali pada beberapa sampel yang digunakan dalam penelitian ini, yakni dimana semakin besar kepemilikan saham oleh keluarga tidak selalu diikuti oleh tingkat kebijakan hutang yang tinggi. Terdapat beberapa data yang menyatakan perusahaan yang kepemilikan saham oleh keluarga rendah ternyata memiliki tingkat kebijakan hutang yang tinggi juga, hal tersebut dapat terjadi mungkin karena tingkat kepemilikan oleh keluarga tidak hanya dijadikan patokan dalam melihat besar kecilnya tingkat hutang yang dimiliki oleh perusahaan.

Dengan adanya hasil tersebut, maka dapat dikatakan bahwa besar atau kecilnya suatu kepemilikan keluarga belum tentu dapat mempengaruhi tingkat kebijakan hutang suatu perusahaan keluarga. Hal tersebut dapat terjadi karena tingkat *agency problem* pada setiap perusahaan berbeda-beda. Dalam penelitian ini, kepemilikan keluarga tidak memiliki pengaruh terhadap kebijakan hutang, hal tersebut bisa terjadi karena kemungkinannya disebabkan



oleh tingkat *agency problem* antara pemegang saham dengan manajer rendah atau berkurang pada perusahaan yang menjadi sampel penelitian.

Berkurangnya *agency problem* antara pemegang saham dengan manajer dapat terjadi apabila kedua belah pihak mengurangi sifat egoisme dengan lebih mementingkan kepentingan bersama perusahaan daripada kepentingan individu. Selain itu, diduga perusahaan keluarga yang ada di Indonesia berfokus untuk mendapatkan keuntungan sebanyak-banyaknya dari perusahaan tanpa membatasi penerbitan saham perusahaan ataupun dari hutang.

Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Rebecca dan Siregar (2012) yang menyatakan bahwa kepemilikan keluarga tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap biaya hutang yang mungkin salah satunya disebabkan oleh *agency problem* antara pemegang saham dengan manajer rendah.

#### **4.6.2 Pengaruh Kepemilikan Manajerial terhadap Kebijakan Hutang**

Dalam penelitian ini didapatkan hasil bahwa variabel kepemilikan manajerial memiliki nilai koefisien regresi sebesar -3.998 sedangkan nilai signifikansinya ialah sebesar 0.001 yang berarti nilai signifikansinya lebih kecil dari 0.05. Sehingga dapat disimpulkan bahwa variabel kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang. Maka hipotesis yang mengatakan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang (H2) diterima. Hal tersebut menunjukkan bahwa semakin

tinggi kepemilikan manajerial maka semakin rendah kebijakan hutang perusahaan.

Di dalam suatu perusahaan, tentunya terdapat manajer (*agent*) yang bertindak sebagai penerima wewenang dari pemegang saham (*principal*) untuk mengelola dan menjalankan aktivitas perusahaan. Dengan adanya hal tersebut, setiap keputusan yang di ambil oleh seorang manajer dalam mengelola perusahaan diharapkan dapat memberikan keuntungan bagi perusahaan dan pemegang saham perusahaan. Namun dalam hal ini, konflik keagenan (*agency conflict*) dapat muncul ketika keputusan atas kebijakan yang diambil oleh manajemen yakni manajer dapat merugikan pemilik perusahaan atau dengan kata lain tujuan yang dimiliki oleh pemegang saham dengan manajer berbeda.

Menurut Masdupi (2005), konflik keagenan yang terjadi di suatu perusahaan dapat dikurangi dengan beberapa cara, yang mana salah satunya dengan meningkatkan *insider ownership*. Karena dengan adanya peningkatan *insider ownership* inilah kedudukan antara manajer dengan pemegang saham dapat disejajarkan, sehingga manajer dapat bertindak sesuai dengan kepentingan pemegang saham.

Dengan adanya persentase kepemilikan yang meningkat, maka manajer menjadi lebih berhati-hati dalam bertindak untuk kepentingan pemegang saham yang tidak lain adalah dirinya sendiri. Selain itu, manajer juga lebih termotivasi untuk meningkatkan kinerjanya dan lebih bertanggung jawab dalam meningkatkan kemakmuran pemegang saham. Dengan adanya hal

tersebut, laba yang dihasilkan oleh perusahaan tentu juga akan semakin meningkat. Sehingga dalam proses reinvestasi, perusahaan tidak membutuhkan modal eksternal karena dapat menggunakan laba yang dihasilkan. Dengan adanya hal tersebut, kebijakan hutang menjadi berkurang.

Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang telah dilakukan oleh Sheisarvian dkk (2015) yang menyatakan bahwa kepemilikan manajerial memiliki pengaruh terhadap kebijakan hutang baik secara parsial maupun simultan.

#### **4.6.3 Pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap Kebijakan Hutang**

Dalam penelitian ini didapatkan hasil bahwa variabel kepemilikan institusional memiliki nilai koefisien regresi sebesar 1.185 sedangkan nilai signifikansinya 0.037 yang berarti nilai signifikansinya lebih kecil dari 0.05. Sehingga dapat disimpulkan bahwa variabel kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang. Maka hipotesis yang mengatakan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang (H1) diterima. Hal tersebut menunjukkan bahwa semakin tinggi kepemilikan institusional maka semakin tinggi kebijakan hutang perusahaan.

Kepemilikan institusional merupakan tingkat kepemilikan sebagian saham perusahaan oleh pihak eksternal perusahaan, seperti perusahaan bank, perusahaan investasi, perusahaan asuransi dan kepemilikan oleh institusi lain. Dengan adanya kepemilikan institusional dalam suatu perusahaan, maka kemungkinan terjadinya konflik keagenan akan semakin berkurang. Hal

tersebut dapat terjadi, dikarenakan kepemilikan institusional dapat berperan sebagai agen pengawasan yang efektif.

Akan tetapi, ketika suatu perusahaan dikuasai oleh investor institusional dalam jumlah yang besar maka akan menimbulkan adanya kekuatan suara yang sangat besar juga dalam upaya memaksimalkan nilai perusahaan serta kemakmuran pemegang saham. Dengan adanya hal tersebut, mereka memiliki kecenderungan untuk menginginkan proyek yang besar, menghasilkan laba yang tinggi dan berisiko. Akibatnya, dalam upaya pembiayaan proyek yang besar dan berisiko tersebut seringkali dibiayai oleh sumber dana eksternal yaitu hutang.

Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang telah dilakukan oleh Indahningrum dan Handayani (2009) yang menyatakan bahwa kepemilikan institusional memiliki pengaruh terhadap kebijakan hutang.

#### **4.6.4 Pengaruh Variabel Kontrol terhadap Kebijakan Hutang**

Penelitian ini menggunakan variabel kontrol yakni ukuran perusahaan (*SIZE*) dan profitabilitas (*ROA*). Dalam penelitian ini didapatkan hasil bahwa variabel ukuran perusahaan memiliki nilai signifikansi 0.164 yang berarti nilai signifikansinya lebih besar dari 0.05. Sehingga dapat disimpulkan bahwa variabel ukuran perusahaan tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Ukuran perusahaan bukanlah penentu sumber pendanaan yang dipilih oleh perusahaan, sebab yang dipikirkan oleh perusahaan ialah bagaimana memperoleh dana atau modal yang memiliki *borrowing cost* sekecil mungkin. Baik perusahaan besar maupun perusahaan kecil pasti memiliki hutang, akan

tetapi jumlahnya tidak selalu dipengaruhi oleh ukuran perusahaan tersebut (Steven dan Lina, 2011). Sehingga ukuran perusahaan tidak memiliki pengaruh secara langsung terhadap kebijakan hutang. Hasil penelitian tersebut, konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Hidayat (2013) yang menyatakan bahwa ukuran perusahaan tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang.

Selanjutnya diperoleh hasil yang sama pada variabel profitabilitas yang menunjukkan bahwa variabel tersebut tidak berpengaruh pada kebijakan hutang, karena nilai signifikansi yang diperoleh pada penelitian ini ialah sebesar 0.756 yang mana nilai signifikansinya lebih besar dari 0.05. Hal ini dapat terjadi karena banyaknya aset perusahaan yang tidak digunakan secara optimal, sehingga laba bersih yang dihasilkan atas total aset yang dimiliki oleh perusahaan tidak digunakan untuk investasi jangka panjang melainkan hanya untuk kegiatan operasional perusahaan yaitu penjualan. Hasil penelitian tersebut, tidak konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Wijaya dan Utama (2014) yang menyatakan bahwa profitabilitas berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang.

## BAB V

### KESIMPULAN DAN SARAN

#### 5.1 Kesimpulan

Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh kepemilikan keluarga, kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional terhadap kebijakan hutang. Berdasarkan hasil analisis data dan pembahasan, maka dapat disimpulkan bahwa kepemilikan keluarga tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang hal ini dikarenakan *agency problem* yang terjadi antara kepemilikan keluarga dengan manajer rendah.

Kepemilikan manajerial berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang karena dengan adanya kepemilikan manajerial, manajer menjadi lebih termotivasi untuk meningkatkan kinerjanya dan lebih bertanggung jawab dalam meningkatkan kemakmuran pemegang saham. Dengan adanya hal tersebut, laba perusahaan yang dihasilkan dapat meningkat dan menekan biaya hutang.

Kepemilikan institusional berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan hutang karena dengan adanya kepemilikan institusional dalam jumlah yang besar maka mereka memiliki kecenderungan untuk menginginkan proyek yang besar, menghasilkan laba yang tinggi dan berisiko. Akibatnya, dalam upaya pembiayaan proyek yang besar dan berisiko tersebut seringkali dibiayai oleh sumber dana eksternal yaitu hutang.

Sedangkan untuk variabel kontrol yaitu ukuran perusahaan dan profitabilitas (yang diukur menggunakan proksi ROA), kedua-duanya tidak memiliki pengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan.

## 5.2 Keterbatasan Penelitian

Penelitian ini masih terdapat beberapa keterbatasan, diantaranya sebagai berikut :

1. Penelitian ini hanya menggunakan objek perusahaan keluarga yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia, padahal masih terdapat kelompok perusahaan lainnya yang terdaftar di BEI, seperti : pertambangan, manufaktur, *real estate*, dan perbankan.
2. Variabel independen yang digunakan dalam penelitian ini hanya terdiri atas tiga variabel, yaitu kepemilikan keluarga, kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional. Sehingga masih terdapat adanya kemungkinan variabel independen lainnya dalam mempengaruhi variabel dependen.
3. Keterbatasan dalam mengambil periode penelitian, periode penelitian yang diambil relatif singkat yaitu tiga tahun dari tahun 2015 hingga 2017 sehingga hasil yang dapat disimpulkan kurang dapat digeneralisasi untuk periode-periode yang lain.

### 5.3 Saran

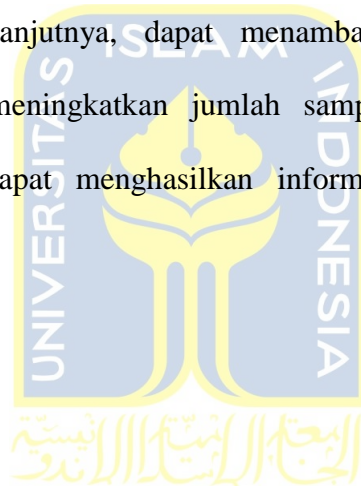
Berdasarkan hasil kesimpulan di atas, saran yang disampaikan adalah :

1. Bagi Perusahaan

Diharapkan dari hasil penelitian ini dapat memberikan pertimbangan dan masukan bagi perusahaan dalam menentukan tingkat proporsi kepemilikan saham yang optimal serta dalam melakukan kebijakan-kebijakan yang berkaitan dengan hutang.

2. Bagi Peneliti

Bagi peneliti selanjutnya, dapat menambah rentang waktu observasi penelitian serta meningkatkan jumlah sampel untuk memperkuat hasil penelitian agar dapat menghasilkan informasi yang lebih mendukung.





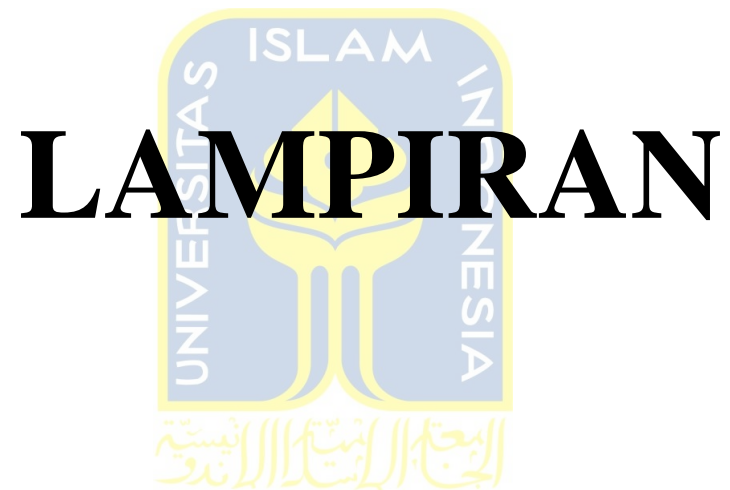
### Daftar Pustaka

- Andres, C. (2008). Large Shareholder and Firm Performance : En Empirical Examination of Founding-Family Ownership. *Journal of Corporate Finance*, 14(4), 431-445.
- Arifin, Zaenal. (2005). Hubungan Antara Corporate Governance dan Variabel Pengurang Masalah Agensi. *Jurnal Studi Bisnis*, 1(10).
- Bertrand, Marianne dan Schoar Antoinnete. (2006). The Role of Family in Family Firms. *Jurnal Ekonomi Perspektif*, 20(2).
- Boubakri, N, dan Ghouma, H. (2010). Control / Ownership & the Agency Cost of Debt. *Journal of Finance Economics*, 263-285.
- Brigham, E.F dan Weston, J.F. (1999). *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*. Edisi ke-sembilan. Jakarta : Erlangga.
- Casson, M. (1999). The Economics of Family Firm. *Scandinavian Economic History Review*, 47 : 10-23.
- Chami, R. (1999). What is Different about Family Businesses ?. *Notre Dame University and International Monetary Fund Institute*.
- Fahmi, Irham. (2013). *Pengantar Manajemen Keuangan Teori dan Soal Jawaban*. Cetakan Kedua. Bandung : Alfabeta.
- Faizal,Achmad. (2011). Pengaruh Kebijakan Dividen, Struktur Kepemilikan dan Biaya Agensi terhadap Harga Saham. *Jurnal dan Prosiding SNA-Simposium Nasional Akuntans*.
- Ghozali, Imam. (2005). *Aplikasi Analisis Multivariate Dengan Program SPSS*. Semarang : Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Hidayat, M. S. (2013). Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kebijakan Dividen, Struktur Aktiva, Pertumbuhan Penjualan, dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Utang. *Jurnal Ilmu Manajemen*, 1(1).
- Imanta, Dea dan Satwiko, Rutji. (2011). Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kepemilikan Managerial. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, 13(1), 67-80.
- Indahningrum, R. P., dan Handayani, R. (2009). Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Instiusional, Dividen, Pertumbuhan Perusahaan, Free Cash Flow dan Profitabilitas Terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, 11 (3), 189-207.

- 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), 305-360.
- Kasmir. (2010). *Pengantar Manajemen Keuangan*. Cetakan Kedua. Jakarta : Kencana.
- Laveren, E., Molly, V., Jorissen, A. & Limère, A. (2004). Intergenerational differences in financial structure and performance of family firms : a comparison with non-family firms. *Proceedings RENT XVIII Conference*, 1-13.
- Masdupi. (2005). Analisis Dampak Struktur Kepemilikan pada Kebijakan Hutang dalam Mengontrol Konflik Keagenan. *Jurnal Ekonomi Bisnis*, 20(1), 56-69.
- Moh'd, M.A., L.G. Perry, & J.N. Rimbey. (1998). The Impact of Ownership Structure on Corporate Debt Policy : A Time series Cross-Sectional Analysis. *Journal of Finance* : 85-99.
- Morck, R., Wolfenzon, D., & Yeung, B., (2005). Corporate Governance, Economic Entrenchment, and Growth. *Journal of Economic Literature*, 43, 655-720.
- Munawir, S. (2004). *Analisa Laporan Keuangan*. Edisi ke-empat. Yogyakarta : Liberty.
- Murni, Sri dan Andriana. (2007). Pengaruh Managerial Ownership, Instiusional Investor, Dividend Payment, dan Firm Growth terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan (Studi Kasus pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta). *Jurnal Akuntansi dan Bisnis*, 7(1), 15-24.
- Nabela, Yoandhika. (2012). Pengaruh Kepemilikan Instiusional, Kebijakan Dividen, dan Profitabilitas terhadap Kebijakan Hutang pada Perusahaan Properti dan Real Estate di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Manajemen*, 1(1).
- Nuraina, Elva. (2012). Pengaruh Kepemilikan Instiusional dan Ukuran Perusahaan terhadap Kebijakan Hutang dan Nilai Perusahaan. *Jurnal Bisnis dan Ekonomi (JBE)*, 110-125.
- Nurmasari, Nuraini Desty. (2015). *Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Instiusional, Kebijakan Deviden, Pertumbuhan Perusahaan, dan Profitabilitas Terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan (Studi Empiris pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia)*. Skripsi Universitas Negeri Yogyakarta : Yogyakarta.

- Permanasari, Wien Ika. (2010). *Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional dan Corporate Social Responsibility terhadap Nilai Perusahaan*. Skripsi Universitas Diponegoro : Semarang.
- Pricewaterhouse Coopers Indonesia. (2014). Survey Bisnis Keluarga Indonesia 2014. Di-download dari : [https:// www.pwc.com/ id/en/publications/ assets/indonesia-report-family-business-survey-2014.pdf](https://www.pwc.com/id/en/publications/assets/indonesia-report-family-business-survey-2014.pdf).
- Ramadhani, D. P. (2017). *Pengaruh Managerial Ownership, Family Ownership dan Chief Executive Officer Terhadap Kebijakan Hutang pada Perusahaan Keluarga yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia*. Skripsi Universitas Islam Indonesia : Yogyakarta.
- Rebecca, Yulisa dan Siregar, S, V. (2012). Pengaruh Corporate Governance Index, Kepemilikan Keluarga, dan Kepemilikan Institusional terhadap Biaya Ekuitas dan Biaya Utang: Studi Empiri pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI. *Jurnal dan Prosiding SNA-Simposium Nasional Akuntansi*, 15.
- Setyawati, P. A. (2014). *Analisis Pengaruh Struktur Kepemilikan, Dividen, Struktur Aset dan Profitabilitas Terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan*. Skripsi Universitas Diponegoro : Semarang.
- Sheisarvian, R.M., Sudjana, N., dan Saifi, M. (2015). Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kebijakan Dividend an Profitabilitas Terhadap Kebijakan Hutang. *Jurnal Administrasi Bisnis (JAB)*, 22 (1), 1-9.
- Shleifer, A & R. W. Vishny. (1997). A Survey of Corporate Governance. *Journal of Finance*, 52(2), 737-783.
- Siagian, D., dan Sugiarto. (2006). *Metode Statistika Untuk Bisnis dan Ekonomi*. Jakarta : PT. Gramedia Pustaka Utama.
- Steven dan Lina (2011). Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang Perusahaan Manufaktur. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*. 13(3) : 163-181.
- Sudana, I. M. (2011). *Manajemen Keuangan Perusahaan Teori dan Praktik*. Jakarta: Erlangga.
- Sugiarto. (2009). Struktur Modal, Struktur Kepemilikan, Permasalahan Keagenan dan Informasi Asimetri. Cetakan Pertama. Yogyakarta : Graha Ilmu.
- Sugiyarso, G dan Winarni, F. (2005). *Manajemen Keuangan*. Yogyakarta : Penerbit Media Presindo.
- Sujarweni, V. W. (2007). *Panduan Mudah Menggunakan SPSS dan Contoh Penelitian Bidang Ekonomi*. Yogyakarta : Ardana Media.

- Sukrini, Dwi. (2012). Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Kebijakan Dividen, dan Kebijakan Hutang, Analisis terhadap Nilai Perusahaan. *Accounting Analysis Journal*, 1(2).
- Susanto, A. B. (2005). *Membangun Perusahaan Berkelas Dunia*. Jakarta: Quantum Bisnis & Manajemen (PT Mizan Pustaka).
- Wahidahwati. (2002). Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Institusional pada Kebijakan Hutang Perusahaan : Sebuah Perspektif Agency Theory. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia* , 5 (1), 1-16.
- Wahyu Widarjo, B. D. (2010). Pengaruh Ownership Retention, Investasi Dari Proceeds, Dan Reputasi Auditor Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Kepemilikan Manajerial Dan Institusional Sebagai Variabel Pemoderasi. *Simposium Nasional Akuntansi* .
- Warapsari, Uccahati & Suaryana, Agung. (2016). Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Institusional Terhadap Nilai Perusahaan dengan Kebijakan Hutang sebagai Variabel Intervening. *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana*, 16 (3).
- Ward, J. L. (2005). *Perpetuating The Family Business*. New York: Palgrave Macmillan.
- Wijaya, I Putu A.S dan Utama I.M. (2014). Pengaruh Profitabilitas, Struktur Aset, dan Pertumbuhan Penjualan terhadap Struktur Modal serta Harga Saham. *E-Jurnal Akuntansi*.
- Wiliandri, Ruly. (2011). Pengaruh Blockholder Ownership dan Firm Size terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan. *Jurnal Ekonomi Bisnis*, 2.
- Yeniatie & Destriana, N. (2010). Faktor - Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang pada Perusahaan Non Keuangan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, 12 (1), 1-16.



**Lampiran 1 : Daftar Perusahaan Keluarga**

<b>No.</b>	<b>Nama Perusahaan</b>	<b>Kode</b>	<b>Pemilik</b>
1.	PT. Sumber Alfaria Trijaya Tbk	AMRT	Susanto
2.	PT. Bank Central Asia Tbk	BBCA	Hartono
3.	PT. Pelayaran Nasional Bina Buana Raya Tbk	BBRM	Latip
4.	PT. Bhakti Investama Tbk	BHIT	Tanoesoedibjo
5.	PT. Global Mediacom Tbk	BMTR	Tanoesoedibjo
6.	PT. Berlina Tbk	BRNA	Tjiptobintoro
7.	PT. Barito Pacifik Tbk	BRPT	Pangestu
8.	PT. Ciputra Development Tbk	CTRA	Ciputra
9.	PT. Duta Anggada Realty Tbk	DART	Angkosubroto
10.	PT. Megapolitan Development Tbk	EMDE	Barak Rimba
11.	PT. Gudang Garam Tbk	GGRM	Wonowidjojo
12.	PT. Intanwijaya Internasional Tbk	INCI	Tanmizi
13.	PT. Kedawung Setia Industrial Tbk	KDSI	Wibisono
14.	PT. Lion Metal Work Tbk	LION	Kwang
15.	PT. Bank Mayapada Internasional Tbk	MAYA	Tahir
16.	PT. Martina Berto Tbk	MBTO	Martha Tilaar
17.	PT. Mayora Indah	MYOR	Atmaja
18.	PT. Sat Nusapersada Tbk	PTSN	Abidin
19.	PT. Pudjiadi Prestige Tbk	PUDP	Pudjiadi
20.	PT. Summarecon Agung Tbk	SMRA	Nagaria
21.	PT. Pelayaran Tempuran Emas Tbk	TMAS	Khusumo

22.	PT. Total Bangun Persada Tbk	TOTL	Komadjaja
23.	PT. Chandra Asri Petrochemical Tbk	TPIA	Pangestu
24.	PT. Ultrajaya Milk Industry & Trading Company Tbk	ULTJ	Prawidjaja
25.	PT. Wintermar Offshore Marine Tbk	WINS	Layanto



**Lampiran 2 : Rekapitulasi Data**

Perusahaan	Tahun	DER	MNJR	FML	K.INST	SIZE	ROA
AMRT	2015	0.76	0.000	0.53	0.000	16.54	0.031
	2016	0.73	0.0001	0.53	0.406	16.78	0.035
	2017	3.17	0.019	0.53	0.446	16.90	0.015
BBCA	2015	5.63	0.030	0.47	0.000	13.30	0.040
	2016	5.00	0.020	0.47	0.420	13.43	0.040
	2017	4.71	0.020	0.53	0.450	13.53	0.040
BBRM	2015	1.03	0.010	0.51	0.440	18.87	-0.180
	2016	1.03	0.010	0.53	0.440	18.76	-0.060
	2017	2.12	0.010	0.51	0.440	18.38	-0.401
BHIT	2015	1.30	0.059	0.33	0.003	17.79	-0.016
	2016	1.28	0.050	0.27	0.008	17.83	0.004
	2017	1.34	0.050	0.28	0.004	17.85	0.003
BMTR	2015	0.70	0.005	0.54	0.132	17.10	0.003
	2016	0.77	0.004	0.54	0.106	17.02	0.008
	2017	0.96	0.005	0.54	0.106	17.14	0.018
BRNA	2015	1.19	0.066	0.53	0.095	14.41	0.000
	2016	1.03	0.051	0.53	0.104	14.55	0.000
	2017	1.30	0.051	0.55	0.104	14.49	-0.001
BRPT	2015	0.88	0.018	0.52	0.163	14.63	0.002
	2016	0.77	0.016	0.52	0.438	14.76	0.109
	2017	0.81	0.000	0.71	0.157	15.11	0.076
CTRA	2015	1.01	0.010	0.31	0.439	17.08	0.060
	2016	1.03	0.006	0.31	0.464	17.19	0.035
	2017	1.05	0.090	0.47	0.469	17.27	0.028
DART	2015	0.67	0.000	0.45	0.447	15.56	0.031
	2016	0.67	0.000	0.45	0.462	15.62	0.032
	2017	0.78	0.270	0.45	0.252	15.67	0.005
EMDE	2015	0.81	0.079	0.67	0.179	20.90	0.014
	2016	0.98	0.079	0.67	0.175	21.03	0.140
	2017	1.37	0.079	0.67	0.227	21.35	0.370
GGRM	2015	0.67	0.009	0.76	0.000	17.97	0.170
	2016	0.59	0.007	0.76	0.121	17.96	0.169
	2017	0.58	0.007	0.76	0.117	18.02	0.184
INCI	2015	0.10	0.139	0.69	0.021	18.95	0.100
	2016	0.10	0.336	0.69	0.021	19.41	0.040
	2017	0.11	0.336	0.69	0.022	19.53	0.050
KDSI	2015	2.11	0.048	0.76	0.000	13.98	0.010
	2016	1.72	0.041	0.76	0.010	13.95	0.041
	2017	1.74	0.049	0.78	0.011	14.10	0.052
LION	2015	0.41	0.020	0.58	0.130	13.37	0.070



	2016	0.46	0.020	0.58	0.130	13.44	0.060
	2017	0.51	0.020	0.58	0.130	13.43	0.010
MAYA	2015	9.31	0.007	0.30	0.579	17.67	0.021
	2016	7.62	0.045	0.30	0.573	17.92	0.020
	2017	7.74	0.047	0.30	0.573	18.13	0.013
MBTO	2015	0.49	0.001	0.67	0.005	13.38	-0.022
	2016	0.61	0.001	0.67	0.005	13.47	0.012
	2017	0.89	0.001	0.67	0.005	13.57	-0.032
MYOR	2015	1.18	0.000	0.33	0.001	16.24	0.110
	2016	1.06	0.252	0.33	0.001	16.37	0.110
	2017	1.02	0.252	0.33	0.002	16.52	0.110
PTSN	2015	0.29	0.035	0.67	0.048	17.97	0.008
	2016	0.31	0.035	0.67	0.041	18.00	0.017
	2017	0.33	0.035	0.67	0.049	18.02	0.004
PUDP	2015	0.43	0.037	0.60	0.151	19.92	0.062
	2016	0.61	0.027	0.60	0.151	20.09	0.043
	2017	0.50	0.040	0.70	0.151	20.04	0.012
SMRA	2015	1.49	0.003	0.25	0.120	16.75	0.060
	2016	1.55	0.001	0.25	0.120	16.85	0.030
	2017	1.59	0.001	0.25	0.120	16.89	0.020
TMAS	2015	1.19	0.004	0.81	0.094	14.39	0.178
	2016	1.54	0.004	0.81	0.094	14.74	0.092
	2017	1.85	0.004	0.81	0.094	14.89	0.018
TOTL	2015	2.29	0.018	0.66	0.136	14.86	0.067
	2016	2.13	0.018	0.66	0.130	14.90	0.076
	2017	2.21	0.018	0.66	0.144	14.99	0.075
TPIA	2015	1.11	0.001	0.45	0.507	14.44	0.014
	2016	0.87	0.001	0.45	0.507	14.57	0.150
	2017	0.79	0.001	0.42	0.374	14.91	0.125
ULTJ	2015	0.27	0.179	0.39	0.265	15.08	0.148
	2016	0.21	0.115	0.33	0.176	15.26	0.167
	2017	0.23	0.339	0.55	0.141	15.46	0.137
WINS	2015	0.76	0.033	0.49	0.058	13.01	-0.022
	2016	0.73	0.141	0.37	0.115	12.90	-0.057
	2017	0.68	0.156	0.37	0.112	12.73	-0.118