

Kepemilikan Pemerintah dan Struktur Modal Dalam Konteks Institusional BUMN Indonesia

Djaja Perdana

Program Studi Akuntansi, Akademi Akuntansi YKPN, Yogyakarta, Indonesia

Abstract. Government as the largest shareholders has an important role to decide source of funding for State Owned Enterprises (SOEs) including from lenders. This study examined the impact of government ownership on capital structure that is proxied by the total debt-to-equity ratio and the long term debt-to-equity ratio. This study uses a sample of total 40 SOEs, SOE's subsidiaries, and other partial government ownership companies which is listed on Indonesian Stock Exchange for the fiscal year ended in December 31, 2012 to 2018. To study the impact of government ownership on capital structure across firms over the study periods, the study undertake pooled ordinary least square (OLS). This study find that the government ownership has a negatively significant impact on capital structure if the government is the largest shareholders in a firm but the largest non-government shareholders has no impact on capital structure in a firm.

Keywords: Capital Structure; Debt Ratio; Government Ownership; Largest Shareholders.

Abstrak. Sebagai pemegang saham terbesar BUMN, pemerintah dipandang memiliki peran yang sangat krusial dalam menentukan kebijakan sumber pendanaan BUMN termasuk dari pemberi pinjaman. Peningkatan jumlah utang BUMN yang mengkhawatirkan dalam beberapa tahun ini diduga memiliki keterkaitan dengan kebijakan pemerintah sebagai pemegang saham terbesar. Penelitian ini bertujuan menguji pengaruh kepemilikan saham oleh pemerintah terhadap struktur modal perusahaan yang diprosikan dengan *debt ratio*. Sampel berjumlah total 40 perusahaan BUMN publik, anak perusahaan BUMN publik dan perusahaan non-BUMN yang sebagian sahamnya dimiliki pemerintah. Seluruh sampel diambil dari Bursa Efek Indonesia yang terdaftar pada periode 2012 - 2018. Analisa data menggunakan *pooled ordinary least square* (OLS). Hasil penelitian ini membuktikan bahwa kepemilikan saham oleh pemerintah berpengaruh negatif secara signifikan terhadap struktur modal pada perusahaan yang kepemilikan saham terbesarnya dipegang oleh pemerintah. Namun kepemilikan saham oleh pemerintah tidak berpengaruh terhadap struktur modal pada perusahaan yang kepemilikan saham terbesarnya bukan dipegang oleh pemerintah.

Kata Kunci: Kepemilikan Pemerintah; Pemegang Saham Terbesar; Rasio Utang; Struktur Modal.

Corresponding author. Email: djaja_perdana@aaykpn.ac.id

How to cite this article. Perdana, Djaja. (2019). Kepemilikan Pemerintah dan Struktur Modal Dalam Konteks Institusional BUMN Indonesia. *Jurnal Riset Akuntansi dan Keuangan*, 7(3), 477-490.

History of article. Received: Agustus 2019, Revision: Oktober 2019, Published: Desember 2019

Online ISSN: 2541-061X. Print ISSN: 2338-1507. DOI: 10.17509/jrak.v7i3.17758

Copyright©2019. Published by Jurnal Riset Akuntansi dan Keuangan. Program Studi Akuntansi. FPEB. UPI.

PENDAHULUAN

Penelitian ini merupakan respon atas penilaian Standard and Poor's Global Rating (S&P) terhadap peningkatan *debt-to-equity ratio* (DER) BUMN Indonesia. S&P mencatat terjadinya *trend* peningkatan *debt-to-equity ratio* (DER) BUMN Indonesia dan anak perusahaannya secara signifikan dalam beberapa tahun terakhir (The Jakarta Post, 2018). Mengacu pada data yang dikumpulkan oleh penelitian ini, dibuktikan bahwa selama periode 2013-2018, rasio utang (*total debt-to-equity ratio* dan *long-term debt-to-equity ratio*) BUMN dan anak perusahaannya mengalami peningkatan nilai yang cukup tinggi. Pada tahun 2013 *total debt-to-equity ratio* BUMN sebesar 41,50% dan pada tahun 2018 nilainya meningkat menjadi 70,44%. Sedangkan *long term debt-to-equity ratio* BUMN

pada tahun 2013 sebesar 22,96% kemudian pada tahun 2018 nilainya meningkat menjadi 41,85% (Sumber: Data diolah, 2019).

S&P menilai bahwa peningkatan nilai *debt-to-equity ratio* tersebut akan memberatkan BUMN Indonesia pada waktu jatuh tempo di tahun 2020 (The Jakarta Post, 2018). Melalui nilai *debt-to-equity ratio* tersebut, S&P dapat menilai kondisi struktur modal BUMN Indonesia yang sangat mengkhawatirkan. Menurut Keythman (2018) nilai *debt-to-equity ratio* yang tinggi dapat menimbulkan resiko gagal bayar sebagai akibat dari tingginya tingkat bunga utang yang harus ditanggung dan pada akhirnya akan mengancam kebangkrutan. *Debt to equity ratio* (DER) yang tinggi juga dapat mereduksi jumlah kepemilikan pemerintah atas proporsi aset perusahaan BUMN dan apabila

perusahaan mengalami likuidasi maka porsi terbesar aset akan terdistribusi kepada kreditor.

Pemerintah sebagai pemegang saham BUMN diduga memiliki pengaruh yang sangat besar terhadap penentuan sumber pendanaan modal bagi BUMN baik dari internal maupun eksternal. Namun menurut S&P, pemerintah Indonesia telah gagal mengupayakan pencarian sumber-sumber pendanaan modal untuk BUMN selain dari utang (The Jakarta Post, 2018). Hasil penelitian yang dilakukan oleh Huang, Kabir, dan Zhang, (2018) terhadap BUMN di China membuktikan bahwa kepemilikan saham oleh pemerintah memberikan pengaruh yang signifikan terhadap struktur modal BUMN di China.

Oleh karena itu, maka penelitian kali ini bertujuan untuk mengevaluasi bagaimana pengaruh kepemilikan pemerintah terhadap struktur modal BUMN Indonesia dan anak perusahaannya yang diukur melalui nilai *debt-to-equity ratio*. Penelitian ini juga diharapkan dapat memperoleh jawaban atas pertanyaan tentang variabel-variabel lain yang juga mempengaruhi struktur modal BUMN Indonesia. Ruang lingkup penelitian mencakup variabel kepemilikan pemerintah atas saham BUMN terhadap *total debt-to-equity ratio* dan *long-term debt-to-equity ratio* serta dilengkapi dengan variabel-variabel lain yang turut diduga memiliki pengaruh terhadap struktur modal. Variabel-variabel lain yang dilibatkan dalam penelitian ini terdiri dari ukuran perusahaan (*size*), rasio likuiditas (*liquidity ratio*), rasio profitabilitas (*profitability ratio*), rasio peluang pertumbuhan (*growth opportunity ratio*) dan rasio aset tetap berwujud (*tangibility ratio*). Sedangkan variabel-variabel non-keuangan yang mungkin memiliki pengaruh terhadap *debt-to-equity ratio* BUMN tidak dilibatkan dalam pengujian kali ini.

Penelitian ini memberikan perhatian khusus pada konteks institusional karena secara kontekstual karakteristik institusi menjadi faktor pembeda di negara-negara berkembang dan memiliki peran yang sangat penting (Booth, Aivazian, Demircukunt, dan Maksimovic, 2001). Institusi diartikan sebagai *formal rules* dan kebijakan pemerintah yang membatasi ruang gerak BUMN (Peng, Sun, Pinkham, dan Chen, 2009). Menurut penelitian Siswaji, Nuryartono, Arifin, dan Didu (2013) faktor institusi mempengaruhi strategi dan kinerja BUMN.

Menurut Kim (2018), di antara kelompok negara-negara yang menerapkan model kepemilikan BUMN tersentralisasi, Indonesia memiliki pengelolaan BUMN yang unik dengan menempatkan seorang pejabat selevel menteri sebagai perwakilan kepemilikan pemerintah atas

BUMN. Struktur kepemilikan yang diterapkan oleh pemerintah Indonesia merupakan suatu format yang langka karena memiliki seorang menteri yang bertanggung jawab atas pengelolaan BUMN. Sedangkan di negara lain, kepemilikan tersentralisasi dan diatur oleh suatu departemen atau suatu dewan di dalam suatu kementerian atau oleh suatu struktur perusahaan dengan identitas hukum yang terpisah. Menurut World Bank (2014), Indonesia merupakan satu-satunya negara yang memiliki struktur kepemilikan setingkat menteri berdasarkan kategorisasi 16 negara yang menerapkan kepemilikan tersentral. Hal ini mencerminkan dominasi dan kendali pemerintah yang kuat terhadap BUMN di Indonesia.

Pada penelitian terdahulu, Huang, Kabir, dan Zhang, (2018) menguji pengaruh variabel kepemilikan pemerintah terhadap *debt-to-assets ratio* (DAR) BUMN di China. Sedangkan pada penelitian kali ini, pengujian dilakukan terhadap *debt-to-equity ratio* (DER) BUMN di Indonesia. Variabel tersebut dipilih karena sesuai dengan issue yang melatarbelakangi penelitian ini sekaligus sebagai faktor pembeda dengan penelitian Huang, Kabir, dan Zhang, (2018).

KAJIAN LITERATUR

Berdasarkan PP Nomor 45 Tahun 2005 (Indonesia, 2005) BUMN Indonesia menjalankan dua fungsi yaitu fungsi bisnis dan fungsi layanan. Sebagai fungsi bisnis, BUMN melakukan kegiatan usaha untuk memperoleh pendapatan bagi negara. Sedangkan sebagai fungsi layanan, BUMN melakukan penugasan khusus untuk menyelenggarakan fungsi kemanfaatan umum. Penugasan ini yang kemudian memicu pengeluaran biaya operasional yang tinggi tanpa diimbangi dengan pendapatan yang memadai sehingga BUMN mengalami kesulitan pendanaan dan untuk menutupi kebutuhan operasional, BUMN terpaksa harus berhutang. Walaupun dalam PP Nomor 45 Tahun 2005 (Indonesia, 2005) dinyatakan bahwa apabila penugasan tersebut secara finansial tidak menguntungkan maka pemerintah harus memberikan kompensasi atas semua biaya yang telah dikeluarkan oleh BUMN tersebut, termasuk margin yang diharapkan sepanjang masih dalam tingkat kewajaran sesuai dengan penugasan yang diberikan, namun kompensasi yang diberikan belum mampu memenuhi kebutuhan BUMN.

Oleh karena itu, sejumlah program dilakukan oleh pemerintah untuk membantu mengatasi masalah kesulitan pendanaan BUMN, salah satunya adalah melalui program privatisasi. Program privatisasi BUMN Indonesia dilakukan

melalui penawaran saham BUMN kepada publik. Sampai dengan akhir tahun 2018, sebanyak 20 perusahaan BUMN ditambah dengan 9 anak perusahaan BUMN telah diprivatisasi oleh pemerintah (Sumber: Data BUMN Publik BEI, 2019). Jumlah tersebut terbilang sedikit jika dibandingkan dengan total 115 perusahaan BUMN yang dimiliki pemerintah saat ini (Sumber: Data Kementerian BUMN, 2019).

Sebagian besar BUMN Indonesia yang *go public* menawarkan sahamnya dengan mekanisme *partial privatisation* terutama untuk BUMN strategis yang memiliki fungsi penting bagi negara, tujuannya adalah agar pemerintah tetap mendominasi dan memiliki kendali yang kuat terhadap BUMN tersebut. Berdasarkan PP nomor 45 tahun 2005 (Indonesia, 2005), persentase kepemilikan pemerintah atas saham BUMN *go public* minimal 51% sedangkan sisanya ditawarkan kepada pihak lain dengan persentase kepemilikan yang relatif kecil.

Selain privatisasi, pemerintah juga melakukan program pembentukan perusahaan *joint venture* (Kim, 2018). Perusahaan *joint venture* merupakan program kerjasama antara pemerintah dengan investor swasta nasional, investor asing dan publik dengan persentase kepemilikan saham yang relatif berimbang. Dalam perusahaan tersebut, pemerintah tidak berperan sebagai pemegang saham terbesar. Kepemilikan saham oleh pemerintah pada perusahaan tersebut hanya berkisar antara 5-36% sedangkan persentase terbesar dimiliki oleh investor asing atau institusi swasta nasional (Sumber: Data diolah, 2019). Menurut Huang, Kabir, dan Zhang, (2018) ketika pemerintah bukan sebagai pemegang saham terbesar maka kepemilikan saham oleh pemerintah tersebut merupakan suatu pilihan yang disengaja oleh untuk mengurangi porsi kepemilikan. Pemerintah berharap memberikan pengaruh yang kecil terhadap perusahaan tersebut termasuk dalam penentuan sumber pendanaan perusahaan.

Kebijakan lain yang dikeluarkan oleh pemerintah terkait dengan penyelamatan BUMN adalah program pemberian suntikan modal (*capital injections*) yang dikenal dengan sebutan Penyertaan Modal Negara (PMN). Pemberian suntikan modal tersebut dilakukan dalam bentuk tunai maupun non-tunai. Pada periode 2013-2014 sebanyak 3 BUMN menerima PMN, kemudian meningkat secara signifikan menjadi 43 BUMN di periode 2015-2016 (Kim, 2018). Tujuan dari *capital injection* yang dilakukan oleh pemerintah adalah untuk membantu mengatasi *financial distress* dan memacu tingkat pertumbuhan (*growth*) BUMN.

Namun *capital injection* tersebut tidak bersifat menambah proporsi kepemilikan pemerintah atas saham BUMN. Padahal apabila proporsi kepemilikan saham oleh pemerintah meningkat maka *debt-to-equity ratio* BUMN mengalami penurunan tetapi sebaliknya apabila *capital injection* tersebut dipandang sebagai pinjaman dari pemerintah maka total utang BUMN meningkat dan *debt-to-equity ratio* perusahaan menjadi lebih buruk (BDC, 2019; Tang, Liu, Lu, dan Yang, 2012)

Sedikitnya ada dua teori yang selama ini dijadikan sebagai landasan utama pengkajian struktur modal dalam penelitian-penelitian terdahulu yaitu *trade-off theory* dan *pecking order theory*. Kedua teori ini dipandang paling mampu menjelaskan dinamika faktor-faktor penyebab meningkatnya *debt ratio* perusahaan walaupun secara prinsip kedua teori ini saling bertolak belakang. *Trade-off theory* menyatakan bahwa penggunaan utang di dalam struktur modal perusahaan ditentukan melalui pertimbangan *trade-off* antara biaya (*financial distress* dan *agency cost*) dan keuntungan dari utang berupa *tax benefit* dan *agency benefit* (Huang, Kabir, dan Zhang, 2018) Sedangkan *pecking order theory* lebih cenderung menggunakan pendekatan urutan prioritas sumber pendanaan yang dipengaruhi oleh *information asymmetry*. Keputusan keuangan tersebut mengikuti suatu hirarki sumber pendanaan yang dimulai dari internal perusahaan (*internal financing*) hingga dari sumber eksternal perusahaan (*external financing*) tetapi pendanaan eksternal berupa pinjaman (*debt*) lebih diutamakan perusahaan daripada pendanaan melalui penerbitan saham baru (Darminto dan Manurung, 2008)

Trade-off theory memprediksi adanya hubungan yang positif antara kepemilikan saham oleh pemerintah dengan utang (*leverage*). Teori ini membuktikan bahwa perusahaan mempertahankan struktur modal yang optimal yaitu nilai *marginal benefit* sama dengan nilai *marginal costs* dalam penggunaan utang (Cotei dan Farhat, 2011) Implikasinya adalah adanya target *debt ratio* dimana perusahaan selalu melakukan penyesuaian ke arah titik optimal nilai *costs* dan *benefit* penggunaan utang.

Cotei dan Farhat (2011) pernah membandingkan *trade-off theory* dengan *pecking order theory* di dalam penelitiannya. Mereka menyatakan bahwa di dalam *pecking order theory*, struktur modal bukan merupakan hasil dari proses pertimbangan antara *cost* dan *benefit* dari penggunaan utang, tetapi merupakan hasil kumulatif dari upaya manajemen untuk mengurangi *information asymmetry*. Dalam hal ini, *pecking*

order theory tidak menyatakan adanya target *debt ratio*.

Sedangkan *trade-off theory* menyatakan bahwa hubungan antara struktur modal dengan *company value* dapat diprediksi berdasarkan nilai *leverage (debt ratio)* yang optimal. Perusahaan akan berusaha menyesuaikan nilai *leverage* ke arah yang optimal. Tingkat *leverage* perusahaan berfluktuasi dari waktu ke waktu mengarah ke target jumlah capaian (Darminto dan Manurung, 2008)

Penelitian lain yang menguji *trade-off theory* juga membuktikan bahwa *trade-off theory* mampu menjelaskan dinamika pengaruh variabel-variabel ukuran perusahaan (*size*), dan pertumbuhan perusahaan (*growth*) terhadap *leverage*. Perusahaan yang memiliki tingkat pertumbuhan yang tinggi cenderung membiayai investasinya dengan mengeluarkan saham, karena harga saham perusahaan tersebut mengalami peningkatan. Alasan lainnya adalah perusahaan yang tingkat pertumbuhannya tinggi cenderung menanggung *cost of financial distress* yang besar, karena memiliki risiko kebangkrutan yang tinggi, sehingga tingkat *leverage* akan turun (Atansil, 2012; Darminto dan Manurung, 2008)

Namun menurut *pecking order theory*, perusahaan yang memiliki tingkat pertumbuhan yang tinggi cenderung terdorong untuk mendapatkan sumber-sumber pendanaan eksternal dan utang menjadi pilihan terbaik bagi perusahaan tersebut untuk pendanaan. Hasil penelitian Adair dan Adaskou (2015); Darminto dan Manurung (2008); Dewi Setiawati dan Putra (2015); Wikartika dan Fitriyah (2018) membuktikan bahwa tingkat pertumbuhan perusahaan berpengaruh positif terhadap tingkat *leverage*.

Sedangkan pengujian pengaruh ukuran perusahaan (*size*) terhadap *leverage* berdasarkan *trade-off theory* membuktikan bahwa perusahaan yang besar cenderung memiliki potensi kebangkrutan yang kecil sehingga lebih mudah untuk memperoleh pinjaman dari bank dibandingkan dengan perusahaan kecil Adair dan Adaskou (2015); Darminto dan Manurung (2008); Dewi Setiawati dan Putra (2015); Wikartika dan Fitriyah (2018). Rendahnya potensi kebangkrutan perusahaan besar menimbulkan kepercayaan bank untuk memberikan kredit. Sehingga perusahaan besar cenderung memiliki utang yang lebih besar dibandingkan perusahaan-perusahaan kecil.

Sebaliknya menurut *pecking order theory*, ukuran perusahaan berhubungan negatif dengan tingkat *leverage* perusahaan. Teori ini memberikan argumentasi yang berbeda melalui adanya *information asymmetry* antara manajemen dengan

penyedia pinjaman. *Information asymmetry* cenderung lebih minim terjadi pada perusahaan besar dibandingkan dengan perusahaan kecil. Artinya informasi pada perusahaan besar bersifat lebih transparan dan dapat diketahui oleh pihak eksternal perusahaan, sehingga perusahaan cenderung memilih pendanaannya dari sumber yang sensitif terhadap informasi internal yaitu melalui pasar saham. Sehingga dapat disimpulkan bahwa ukuran perusahaan (*size*) berbanding terbalik dengan nilai *leverage* perusahaan (Darminto dan Manurung, 2008).

Pecking order theory juga memprediksi rasio profitabilitas, rasio likuiditas dan aset tetap berwujud berkorelasi dan berpengaruh terhadap *leverage*. Profitabilitas mempunyai korelasi negatif terhadap *leverage* (Adair dan Adaskou, 2015; Darminto dan Manurung, 2008; Dewi Setiawati dan Putra, 2015). Semakin tinggi profitabilitas perusahaan, maka proporsi ekuitas semakin meningkat atau proporsi pinjaman semakin menurun. Jika dikaitkan dengan ukuran perusahaan, dimana perusahaan besar cenderung memiliki proporsi pinjaman yang besar, maka korelasi negatif antara profitabilitas dan tingkat *leverage* pada perusahaan besar semakin kuat. Disamping itu, perusahaan juga menghadapi pembatasan penggunaan laba ditahan serta kebijakan pembagian dividen. Sehingga jika profit menurun maka perusahaan akan cenderung menutupi kebutuhan dananya melalui penambahan utang dari pihak eksternal (Darminto dan Manurung, 2008)

Selanjutnya hasil penelitian Darminto dan Manurung (2008); Dewi Setiawati dan Putra (2015) membuktikan bahwa *leverage* mempunyai hubungan yang positif dengan besarnya *tangible fixed assets* perusahaan. Kepemilikan *tangible fixed assets* yang besar dapat menjadi jaminan kredit bagi perusahaan. Semakin tinggi kemampuan perusahaan untuk memberikan jaminan, maka semakin besar jumlah pinjaman dalam struktur modal perusahaan karena kredit diperoleh lebih mudah.

Šarlja dan Harc (2012) membuktikan bahwa terdapat korelasi yang signifikan antara *liquidity ratio* dengan *debt ratio*. korelasi antara *liquidity ratio* dengan utang jangka pendek lebih kuat dibandingkan korelasi antara *liquidity ratio* dengan utang jangka panjang. Semakin besar aset likuid yang dimiliki perusahaan maka semakin rendah *leverage* perusahaan. Penambahan aset likuid oleh pemegang saham akan memicu pengurangan utang jangka pendek dan utang jangka panjang perusahaan. Sedangkan hasil penelitian Lipson dan Mortal (2009) membuktikan bahwa

semakin likuid suatu perusahaan maka keuangannya akan lebih mengandalkan sumber internal untuk pendanaan dan mengurangi *leverage*. Selain itu *liquidity ratio* berkorelasi negatif dengan *short-term debt* perusahaan, karena keduanya bersifat saling menggantikan pada saat perusahaan mengalami kesulitan kas.

Berdasarkan hasil penelitian Huang, Kabir, dan Zhang (2018) kendali pemegang saham terbesar baik itu pemerintah ataupun non-pemerintah memberikan dampak yang signifikan terhadap struktur modal pada perusahaan. Pengaruh kepemilikan pemerintah terhadap *leverage* tergantung pada apakah kepemilikan tersebut merupakan kepemilikan langsung melalui perusahaan induk atau tidak. Kepemilikan saham terbesar oleh pemerintah memiliki hubungan yang positif dengan utang jangka panjang. Penemuan ini konsisten dengan argumentasi bahwa pemerintah membantu perusahaan untuk mengakses utang jangka panjang atau pemberian insentif untuk mendisiplinkan manajemen. Terdapat dampak yang signifikan kepemilikan pemerintah yang didorong oleh beberapa wewenang seperti akibat pemberian insentif dan bantuan modal dari pemerintah. Liu, Tian, dan Wang (2011) juga membuktikan bahwa pemegang saham terbesar di BUMN memiliki hubungan negatif dengan *leverage* sedangkan pemegang saham terbesar di perusahaan non-BUMN memiliki hubungan non-linear dengan *short-term* dan *long-term debt ratio*.

Pemerintah sebagai pemegang saham terbesar cenderung akan memberikan jaminan kepada BUMN untuk dapat mengakses sumber-sumber pinjaman (kredit). Penjaminan pinjaman ini menjadi titik awal bagi perusahaan untuk mengakses pendanaan eksternal. Pendanaan ini dapat mengurangi *agency costs* dan menggiatkan lebih banyak kreditor untuk masuk ke dalam hubungan pendanaan dengan perusahaan sehingga perusahaan yang menawarkan jaminan cenderung lebih banyak berhutang dibandingkan perusahaan lain (Adair dan Adaskou, 2015). Berdasarkan penjelasan di atas maka hipotesis pertama yang diajukan oleh penelitian ini adalah;

H1 : Kepemilikan saham oleh pemerintah memiliki pengaruh yang positif terhadap struktur modal (*debt-to-equity ratio*) perusahaan ketika pemerintah sebagai pemegang saham terbesar.

Ketika pemerintah bukan sebagai pemegang saham terbesar dari suatu perusahaan, kepemilikan saham pemerintah tidak memiliki

pengaruh yang signifikan terhadap struktur modal perusahaan. Sebaliknya pemegang saham terbesar non-pemerintah di perusahaan ini memiliki pengaruh yang positif terhadap peningkatan utang (Huang, Kabir, dan Zhang, 2018). Namun penelitian Liu, Tian, dan Wang (2011) memberikan hasil yang berbeda, Liu, Tian, dan Wang (2011) membuktikan bahwa perilaku keuangan BUMN lebih banyak dipengaruhi oleh intervensi pemerintah sedangkan perilaku keuangan non-BUMN lebih banyak berorientasi pada pasar dan kepemilikan saham pemerintah tidak berpengaruh. Berdasarkan penjelasan di atas maka hipotesis kedua yang diajukan oleh penelitian ini adalah;

H2: Kepemilikan saham oleh pemerintah memiliki pengaruh yang negatif terhadap struktur modal (*debt-to-equity ratio*) perusahaan ketika pemerintah bukan sebagai pemegang saham terbesar.

METODOLOGI PENELITIAN

Sampel dalam penelitian ini mencakup seluruh perusahaan yang kepemilikan sahamnya menyertakan pemerintah dan terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2012-2018. Data diperoleh dari database Bursa Efek Indonesia, ICMD dan laporan tahunan perusahaan. Data dianalisis menggunakan *pooled ordinary least square (OLS) model* dan untuk menghindari potensi endogenitas variabel independen terhadap variabel struktur modal maka seluruh variabel independen menggunakan data t-1. Sampel dibagi ke dalam dua kelompok yaitu perusahaan yang kepemilikan saham terbesarnya dipegang oleh pemerintah dan kelompok perusahaan yang kepemilikan saham terbesarnya dipegang oleh non-pemerintah. Berbeda dengan penelitian yang dilakukan Huang, Kabir, dan Zhang (2018) penelitian kali ini tidak menguji sampel anak perusahaan BUMN secara terpisah dengan alasan keterbatasan sampel yang tersedia.

Struktur modal diukur dengan menggunakan *debt ratio* yang dibedakan dalam bentuk nilai *total debt-to-equity ratio* (TD) dan *long term debt-to-equity ratio* (LD) dengan pembagi nilai buku total ekuitas perusahaan. Variabel kepemilikan pemerintah (GOV) diukur menggunakan persentase kepemilikan saham yang dimiliki oleh pemerintah dan perusahaan induk terhadap total jumlah saham beredar. Variabel LARG diukur menggunakan persentase kepemilikan saham terbesar pada kelompok sampel perusahaan yang kepemilikan saham terbesarnya bukan dipegang oleh pemerintah. Variabel ukuran perusahaan (SIZE) diukur dengan *log natural* nilai

buku total aset, kemudian likuiditas (LIQ) diukur menggunakan rasio nilai aset lancar dibagi liabilitas lancar. Penelitian ini menggunakan EBIT per total aset untuk mengukur rasio profitabilitas, sedangkan variabel kesempatan pertumbuhan (Q) diukur dengan rasio Tobin's Q dan rasio aset tetap diukur dengan nilai aset tetap dibagi total aset perusahaan.

Untuk mengetahui pengaruh variabel independen terhadap struktur modal pada sampel perusahaan yang kepemilikan saham terbesarnya dipegang oleh pemerintah diuji menggunakan model (1). Sedangkan untuk mengetahui pengaruh variabel independen terhadap struktur modal pada sampel perusahaan yang kepemilikan saham terbesarnya bukan dipegang oleh pemerintah, menggunakan model (2).

Kedua model menguji variabel struktur modal dengan menggunakan dua ukuran yaitu *total debt-to-equity ratio* (TD) dan *long term debt-to-equity ratio* (LD). Pada model (2) variabel LARG ditambahkan untuk mengetahui pengaruh pemegang saham terbesar non-pemerintah pada perusahaan terhadap struktur modal. Sedangkan untuk mengetahui kekuatan pengaruh variabel kepemilikan pemerintah (GOV) pada model (2) maka pada awal pengujian variabel LARG tidak disertakan. Kemudian untuk mengetahui pengaruh *non-linear* pada model (1) ditambahkan variabel kuadrat GOV² sedangkan pada model (2) ditambahkan variabel kuadrat LARG².

Jumlah sampel yang berhasil diperoleh adalah sebanyak 40 perusahaan yang terdiri dari 20 perusahaan BUMN, 8 anak perusahaan BUMN dan

12 perusahaan non-BUMN yang kepemilikan sahamnya menyertakan pemerintah sebagai pemegang saham. Total data observasi sebanyak 248 yang terdiri dari 168 data observasi untuk kelompok perusahaan yang kepemilikan saham terbesarnya dipegang oleh pemerintah dan 80 data observasi untuk kelompok perusahaan yang saham terbesarnya dipegang oleh non-pemerintah.

Tabel 3 panel A menunjukkan perbandingan kepemilikan saham pada perusahaan-perusahaan yang porsi saham terbesarnya dipegang oleh pemerintah. Data yang diperoleh menunjukkan bahwa kepemilikan pemerintah rata-rata (*mean*) sebesar 65,79% dengan jumlah kepemilikan maksimal 90,30%. Porsi terbesar kedua dipegang oleh publik dengan nilai rata-rata (*mean*) 28,39% dan jumlah maksimal kepemilikan 49%.

Sedangkan Tabel 3 panel B menunjukkan perbandingan kepemilikan saham pada perusahaan yang kepemilikan saham terbesarnya tidak dipegang pemerintah. Rata-rata (*mean*) kepemilikan pemerintah pada perusahaan-perusahaan tersebut adalah sebesar 16,91% dengan jumlah kepemilikan maksimal sebesar 35,22%. Kepemilikan saham terbesar terdistribusi diantara tiga pihak yaitu investor asing dengan *mean* = 27,37%, kemudian publik dengan *mean* = 25,55% dan institusi swasta dengan *mean* = 24,98%. Perimbangan porsi kepemilikan saham pada perusahaan-perusahaan ini mengakibatkan tidak terjadi dominasi kepemilikan yang kuat pada satu pihak saja.

Tabel 1. Definisi Variabel

Variabel	Notasi	Definisi
Struktur modal	TD	Total utang (jumlah utang jangka pendek dan panjang) dibagi nilai buku total ekuitas
	LD	Utang jangka panjang dibagi nilai buku total ekuitas
Kepemilikan pemerintah	GOV	Jumlah saham yang dimiliki oleh pemerintah dibagi total jumlah saham
	GOV ²	GOV pangkat dua
Pemegang saham terbesar	LARG	Jumlah saham yang dimiliki oleh pemegang saham terbesar dibagi total jumlah saham
	LARG ²	LARG pangkat dua
Ukuran perusahaan	SIZE	Log natural (LN) nilai buku total aset
Likuiditas	LIQ	Aset lancar dibagi liabilitas lancar
Porfitabilitas	PROF	Laba sebelum bunga dan pajak dibagi total aset
Pertumbuhan	Q	(Nilai pasar ekuitas + Nilai buku liabilitas)/(Nilai buku total aset)
Tangibility	TANG	Aset tetap berwujud dibagi total aset

$$TD_{it}/LD_{it} = \alpha_{it-1} + \beta_1 GOV_{it-1} + \beta_2 SIZE_{it-1} + \beta_3 LIQ_{it-1} + \beta_4 PROF_{it-1} + \beta_5 Q_{it-1} + \beta_6 TANG_{it-1} + \varepsilon_{it-1} \tag{1}$$

$$TD_{it}/LD_{it} = \alpha_{it-1} + \beta_1 GOV_{it-1} + \beta_2 LARG_{it-1} + \beta_3 SIZE_{it-1} + \beta_4 LIQ_{it-1} + \beta_5 PROF_{it-1} + \beta_6 Q_{it-1} + \beta_7 TANG_{it-1} + \varepsilon_{it-1} \tag{2}$$

Tabel 2. Populasi dan Sampel

Jenis Perusahaan	Populasi	Sampel	Keterangan
Badan Usaha Milik Negara (BUMN)	20	20	
Anak Perusahaan BUMN	9	8	1 tidak memenuhi kualifikasi
Perusahaan non-BUMN	13	12	1 tidak memenuhi kualifikasi
Total	42	40	

Tabel 3. Panel A. Data kepemilikan perusahaan yang porsi saham terbesarnya dipegang oleh pemerintah

Kepemilikan	Mean	Median	Modus	Min	Max
Institusi	3,81%	0,00%	0,00%	0,00%	37,67%
Pemerintah	65,79%	65,00%	60,00%	41,10%	90,30%
Manajemen	0,7%	0,00%	0,00%	0,00%	8,51%
Asing	1,76%	0,00%	0,00%	0,00%	32,86%
Publik	28,39%	29,33%	40,00%	1,85%	49,00%

Keterangan: Kepemilikan oleh keluarga = 0,00%

Panel B. Data kepemilikan saham perusahaan yang porsi saham terbesarnya tidak dipegang oleh pemerintah

Kepemilikan	Mean	Median	Modus	Min	Max
Institusi	24,98%	17,78%	0,00%	0,00%	76,17%
Pemerintah	16,91%	17,29%	14,29%	5,02%	35,22%
Manajemen	5,20%	0,00%	0,00%	0,00%	68,28%
Asing	27,37%	7,19%	0,00%	0,00%	74,03%
Publik	25,55%	19,44%	35,00%	8,20%	81,58%

Keterangan: Kepemilikan oleh keluarga = 0,00%

HASIL DAN PEMBAHASAN

Gambaran statistik deskriptif untuk seluruh sampel diketahui bahwa nilai mean *total debt-to-equity ratio* = 51,1% dengan median = 37,0%, sedangkan mean *long term debt-to-equity ratio* = 27,1% dengan median 15,5%. Kepemilikan pemerintah Indonesia terhadap saham BUMN di Indonesia berkisar antara 5% - 90% dengan mean = 61,8% dan median = 61,0%. Jumlah tersebut lebih tinggi dibandingkan dengan kepemilikan

pemerintah China terhadap saham perusahaan-perusahaan di China yang berkisar antara 0% - 81,4% (Huang, Kabir, dan Zhang, 2018).

Dalam Tabel 3 panel A ditunjukkan bahwa terdapat perbedaan yang signifikan *long term debt-to-equity ratio* (LD) perusahaan yang kepemilikan saham terbesarnya dipegang oleh pemerintah (mean = 0,308 SD = 0,344) dibandingkan dengan perusahaan yang kepemilikan saham terbesarnya bukan dipegang oleh pemerintah (mean = 0,194 SD

= 0,341), $t(1) = 2,187$ $p < 0,05$. Hal ini berarti bahwa rasio utang jangka panjang (*long term debt-to-equity ratio*) perusahaan yang kepemilikan saham terbesarnya dipegang oleh pemerintah lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan yang kepemilikan saham terbesarnya bukan dipegang oleh pemerintah.

Perbedaan yang sangat signifikan terlihat pula pada variabel kepemilikan pemerintah (GOV) antara panel A dengan panel B. Variabel GOV pada panel A (mean = 0,653 SD = 0,118) lebih besar dibandingkan dengan variabel GOV pada panel B (mean = 0,166 SD = 0,082) dengan $t(1) = 4,761$ dan taraf signifikansi $p < 0,01$. Kemudian variabel SIZE pada panel A (mean = 109.230.454 SD = 235.508.675) lebih besar dibandingkan dengan

variabel SIZE pada panel B (mean = 16.745.923 SD = 27.862.978) dan $t(1) = 5,289$ dengan taraf signifikansi $p < 0,01$. Selanjutnya variabel rasio likuiditas (LIQ) memiliki perbedaan yang signifikan antara panel A dengan panel B. Variabel LIQ pada panel A (Mean = 1,641 SD = 1,404) lebih rendah dibandingkan dengan variabel LIQ pada panel B (Mean = 2,494 SD 4,251) dan $t(1) = -1,713$ dengan taraf signifikansi $p < 0,1$. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan-perusahaan yang kepemilikan saham terbesarnya dipegang oleh pemerintah memiliki masalah likuiditas yang cukup serius dan suntikan dana tunai dalam program penyertaan modal negara (PMN) yang selama ini diberikan oleh pemerintah belum mampu sepenuhnya menyetatkan likuiditas perusahaan.

Tabel 4. Statistik Deskriptif

Panel A. Perusahaan yang porsi saham terbesarnya dipegang oleh pemerintah (168 data observasi)						
Variabel	Mean	Median	St. Dev	Minimum	Maximum	Perbedaan Mean dengan Panel C
TD	0,540	0,385	0,446	0,00	2,00	0,060
LD	0,308	0,205	0,344	0,00	1,64	0,124 **
GOV	0,653	0,650	0,118	0,41	0,90	0,084 ***
SIZE	109.230.454	21.995.782	235.508.675	1.188.618	1.127.447.489	186.199.618 ***
LIQ	1,641	1,295	1,404	0,48	12,99	-0,825 *
PROF	0,068	0,050	0,065	0,00	0,31	0,022
Q	1,498	1,160	0,921	0,61	7,58	0,061
TANG	0,217	0,205	0,204	0,00	0,80	-0,010

*** Signifikansi pada level 0,01 (*2-tailed*)

** Signifikansi pada level 0,05 (*2-tailed*)

* Signifikansi pada level 0,1 (*2-tailed*)

Panel B. Perusahaan yang porsi saham terbesarnya tidak dipegang oleh pemerintah (80 data observasi)					
Variables	Mean	Median	St. Dev	Minimum	Maximum
TD	0,451	0,265	0,522	0,00	1,92
LD	0,194	0,000	0,341	0,00	1,18
GOV	0,166	0,155	0,082	0,05	0,35
LARG	0,545	0,166	0,082	0,35	0,82
SIZE	16.745.923	1.254.594	27.862.978	277.005	106.442.999
LIQ	2,494	1,090	4,251	0,41	30,38
PROF	0,058	0,020	0,097	0,00	0,41
Q	1,550	1,000	1,545	0,40	7,98
TANG	0,244	0,150	0,271	0,00	0,83

Keterangan: variabel SIZE dalam jutaan rupiah

Hasil pengujian korelasi antar variabel ditunjukkan pada Tabel 5 menggunakan seluruh data sampel. Secara keseluruhan, variabel TD memiliki korelasi positif yang sangat signifikan $r = 0,773$ dengan $p < 0,01$ dengan variabel LD, kemudian variabel GOV memiliki korelasi terhadap

TD ($r = 0,047$) dan LD ($r = 0,101$) secara positif tetapi sangat lemah. Terdapat korelasi positif yang signifikan antara variabel LARG dengan TD ($r = 0,149$) dan variabel LARG dengan LD ($r = 0,145$) dengan $p < 0,05$.

Tabel 5. Matrik Korelasi

Panel A. Sampel Keseluruhan									
	TD	LD	GOV	LARG	SIZE	LIQ	PROF	Q	TANG
TD	1								
LD	0,773	1							
GOV	0,047	0,101	1						
LARG	0,149	0,145	0,616	1					
SIZE	0,276	0,464	0,353	0,157	1				
LIQ	-0,328	-0,246	-0,126	0,039	-0,274	1			
PROF	-0,351	-0,204	0,058	-0,096	-0,169	0,380	1		
Q	-0,077	-0,099	0,056	0,068	-0,148	0,283	0,578	1	
TANG	0,173	0,145	-0,140	0,054	-0,114	-0,114	0,145	0,110	1

Tabel 6 menunjukkan hasil pengujian regresi variabel independen terhadap variabel dependen yang terdiri dari dua panel yaitu panel A untuk pengujian persamaan (1) dan panel B untuk pengujian persamaan (1) dan (2). Hasil pengujian persamaan (1) pada panel A mengindikasikan bahwa seluruh prediktor secara bersama-sama memberikan pengaruh sebesar 61,7% terhadap variabel TD ($R^2 = 0,631$ $F(6,161) = 45,84$, $p < 0,01$) dan 78,5% terhadap variabel LD ($R^2 = 0,792$ $F(6,161) = 102,459$, $p < 0,01$). Variabel GOV secara parsial berpengaruh negatif secara signifikan terhadap variabel TD ($\beta = -0,315$ $p < 0,01$) dan LD ($\beta = -0,180$ $p < 0,05$). Hasil ini membuktikan bahwa kepemilikan saham oleh pemerintah tidak memiliki pengaruh yang positif terhadap struktur modal perusahaan ketika pemerintah sebagai pemegang saham terbesar serta tidak terdapat pengaruh *non-linear* kepemilikan pemerintah terhadap struktur modal (*debt-to-equity ratio*). Dengan demikian maka hipotesis 1 ditolak.

Hasil lainnya diketahui bahwa variabel LIQ berpengaruh negatif secara signifikan terhadap TD ($\beta = -0,424$ $p < 0,01$) dan LD ($\beta = -0,232$ $p < 0,05$), kemudian variabel PROF juga berpengaruh negatif secara signifikan terhadap TD ($\beta = -0,262$ $p < 0,01$) dan LD ($\beta = -0,211$ $p < 0,05$). Sedangkan variabel Q berpengaruh positif secara signifikan terhadap TD

($\beta = 0,181$ $p < 0,05$) dan LD ($\beta = 0,182$ $p < 0,05$). Hasil-hasil ini mendukung teori *pecking order*.

Hasil pengujian persamaan (1) pada panel B menunjukkan indikasi bahwa seluruh prediktor secara bersama-sama memberikan pengaruh sebesar 60,3% terhadap varian TD ($R^2 = 0,633$ $F(6, 73) = 20,96$ $p < 0,01$) dan 76,9% terhadap LD ($R^2 = 0,789$ $F(7, 72) = 38,49$ $p < 0,01$). Variabel GOV tidak berpengaruh terhadap TD ($\beta = -0,003$) dan LD ($\beta = 0,084$). Hal ini berarti bahwa kepemilikan saham oleh pemerintah tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap struktur modal (*debt-to-equity ratio*) perusahaan ketika pemerintah bukan sebagai pemegang saham terbesar. Berdasarkan hasil ini maka hipotesis 2 ditolak.

Pengujian terhadap persamaan (2) menunjukkan bahwa variabel LARG juga tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap variabel TD ($\beta = -0,005$) dan LD ($\beta = 0,095$) namun memiliki pengaruh *non-linear* yang sangat signifikan terhadap TD ($\beta = 0,618$ $p < 0,01$) dan LD ($\beta = -0,384$ $p < 0,05$). Sedangkan hasil lainnya dari pengujian persamaan (2) diketahui bahwa variabel SIZE berpengaruh positif terhadap TD ($\beta = 0,282$ $p < 0,01$) dan LD ($\beta = 0,7384$ $p < 0,01$). Hasil ini mendukung *trade-off theory*. Sedangkan variabel TANG berpengaruh positif terhadap TD

($\beta = 0,345$ $p < 0,01$) dan LD ($\beta = 0,310$ $p < 0,01$). Hasil ini mendukung *pecking order theory*.

Hasil-hasil pengujian dalam penelitian ini membuktikan bahwa peningkatan nilai struktur modal pada BUMN di Indonesia lebih banyak dipicu oleh peningkatan nilai rasio pertumbuhan perusahaan yang digerakkan oleh penugasan yang diberikan oleh pemerintah kepada BUMN sebagai agen pembangunan negara melalui fungsi layanan kepada masyarakat dan proyek-proyek strategis yang membutuhkan biaya besar sehingga BUMN terpaksa menggunakan sumber pendanaan eksternal berupa utang.

Sedangkan kepemilikan saham oleh pemerintah, profitabilitas dan likuiditas bersifat menurunkan struktur modal BUMN. Hal ini

didasari oleh keinginan pemerintah untuk tetap dapat mempertahankan kepemilikan atas BUMN dan membantu kesulitan keuangan yang dihadapi oleh BUMN melalui berbagai program penyelamatan, salah satu melalui program pemberian suntikan modal berupa PMN.

Melalui menteri BUMN, pemerintah menekan manajemen BUMN untuk menurunkan utang dan menghindari penggunaan pinjaman langsung yang dapat memberatkan keuangan BUMN. Pemerintah juga membantu peningkatan profitabilitas BUMN melalui pemberian jaminan *order* terhadap produk dan layanan BUMN sekaligus memicu potensi pertumbuhan BUMN.

Tabel 6. Panel A. Pengaruh kepemilikan pemerintah terhadap struktur modal pada perusahaan yang saham terbesarnya dipegang oleh pemerintah.

	(1.a)	(1.b)	(1.c)	(1.d)
	TD	TD	LD	LD
GOV	0,338 ** (-1,371)	0,723 ** (-2,501)	0,356 * (-0,780)	0,765 (-1,404)
GOV ²		0,323 (0,571)		0,342 (0,315)
SIZE	0,117 (-0,129)	0,116 (-0,138)	0,123 (0,235)	0,123 (0,230)
LIQ	0,638 ** (-2,888)	0,643 ** (-2,687)	0,670 * (-1,567)	0,681 * (-1,457)
PROF	0,084 ** (-0,275)	0,085 ** (-0,298)	0,089 * (-0,220)	0,090 * (-0,232)
Q	0,112 * (0,241)	0,112 (0,219)	0,118 * (0,240)	0,119 (0,228)
TANG	0,203 (0,115)	0,203 (0,158)	0,214 (0,127)	0,215 (0,150)
Adj R2	0,617	0,618	0,785	0,790
N	168	168	168	168

** Signifikansi pada level 0,01 (*2 tailed*)

* Signifikansi pada level 0,05 (*2 tailed*)

Panel B. Pengaruh kepemilikan pemerintah terhadap struktur modal pada perusahaan yang saham terbesarnya tidak dipegang oleh pemerintah.

	(1.a)	(2.a)	(2.b)	(1.c)	(2.c)	(2.d)
	TD	TD	TD	LD	LD	LD
GOV	0,739 (-0,025)	0,754 (-1,183)	0,718 (0,032)	0,477 (0,598)	0,479 (0,708)	0,465 (0,674)

LARG	0,531 (-0,032)	1,214 ** (-3,248)	0,337 (0,487)	0,786 ** (2,190)		
LARG ²		0,651 ** (1,897)		0,422 * (-1,004)		
SIZE	0,016 ** (0,060)	0,017 ** (0,060)	0,017 * (0,044)	0,010 ** (0,140)	0,011 ** (0,135)	0,011 ** (0,143)
LIQ	0,453 ** (-1,743)	0,456 ** (-1,744)	0,434 ** (-1,687)	0,292 (0,084)	0,290 (0,089)	0,281 (0,058)
PROF	0,056 ** (-0,161)	0,059 ** (-0,160)	0,060 ** (-0,218)	0,036 (-0,017)	0,038 (-0,033)	0,039 (-0,002)
Q	0,106 * (0,261)	0,107 * (0,261)	0,105 (0,191)	0,068 (-0,080)	0,068 (-0,079)	0,068 (-0,042)
TANG	0,236 ** (0,958)	0,256 ** (0,964)	0,246 ** (0,877)	0,152 ** (0,825)	0,163 ** (0,737)	0,159 ** (0,782)
Adj R2	0,603	0,597	0,635	0,769	0,775	0,789
N	80	80	80	80	80	80

** Signifikansi pada level 0,01 (2 tailed)

* Signifikansi pada level 0,05 (2 tailed)

Sedangkan untuk pendanaan operasional, pemerintah menekankan pada manajemen BUMN untuk mendahulukan sumber-sumber internal dibandingkan dengan eksternal. Penggunaan utang hanya dilakukan apabila sumber internal sudah tidak memadai lagi untuk membiayai program kerja strategis BUMN dan pemberian suntikan modal merupakan salah satu upaya pemerintah membantu kebutuhan dana BUMN sekaligus bertujuan untuk mendisiplinkan manajemen. Pemerintah berupaya untuk menjaga stabilitas keuangan BUMN dan menghindari kemungkinan bangkrut.

Pemberian suntikan modal berupa PMN mampu meningkatkan likuiditas BUMN walaupun terbatas dan sebagian dana tersebut digunakan untuk mengurangi utang. Sedangkan sebagian lainnya dimanfaatkan untuk membiayai operasional perusahaan.

Sedangkan pada perusahaan non-BUMN, pemegang saham baik pemerintah maupun non-pemerintah menyerahkan pengelolaan perusahaannya berdasarkan mekanisme pasar. Pemerintah dan pemegang saham terbesar tidak memiliki pengaruh terhadap utang perusahaan. Peningkatan utang perusahaan lebih banyak dipengaruhi oleh ukuran perusahaan, rasio pertumbuhan dan kepemilikan aset tetap berwujud perusahaan. Namun jumlah utang tersebut berkurang pada saat profitabilitas dan likuiditas perusahaan meningkat.

SIMPULAN

Kepemilikan saham oleh pemerintah memberikan pengaruh yang bervariasi terhadap struktur modal perusahaan. Pada perusahaan yang saham terbesarnya dimiliki oleh pemerintah, kepemilikan tersebut berpengaruh negatif secara signifikan terhadap struktur modal perusahaan. Sedangkan pada perusahaan yang saham terbesarnya dipegang oleh non-pemerintah, maka kepemilikan pemerintah tidak berpengaruh pada struktur modal perusahaan. Pemegang saham terbesar pada perusahaan ini juga tidak berpengaruh terhadap struktur modal perusahaan. Namun terdapat pengaruh *non-linear* yang sangat signifikan pemegang saham terbesar terhadap struktur modal pada perusahaan yang kepemilikan saham terbesarnya dipegang oleh non-pemerintah.

Rasio pertumbuhan, ukuran perusahaan dan rasio aset tetap memberikan pengaruh positif terhadap struktur modal. Sedangkan rasio profitabilitas dan likuiditas berpengaruh negatif terhadap struktur modal.

Implikasi teoritis dari penelitian ini adalah dalam bentuk penguatan *trade-off theory* dan *pecking order theory* yang menjelaskan pengaruh prediktor terhadap struktur permodalan perusahaan. Penelitian ini memberikan penguatan pada *trade-off theory* melalui pembuktian adanya pengaruh positif ukuran perusahaan (SIZE) terhadap struktur modal.

Sedangkan penguatan *pecking order theory* dilakukan melalui pembuktian adanya pengaruh negatif rasio profitabilitas (PROF) dan rasio likuiditas (LIQ) terhadap struktur modal serta pengaruh positif rasio pertumbuhan (Q) dan aset tetap berwujud (TANG) terhadap struktur modal.

Sedangkan implikasi praktisnya adalah penelitian ini diharapkan dapat memberikan masukan bagi pemerintah untuk memperbaiki aspek institusional, aspek perencanaan tugas kerja BUMN dan membenarkan kebijakan terkait dengan BUMN agar tidak membebani keuangan BUMN yang pada akhirnya dapat memicu peningkatan jumlah utang BUMN.

Keterbatasan dari penelitian ini adalah minimnya jumlah sampel dan data observasi yang diperoleh karena jumlah perusahaan yang kepemilikan sahamnya menyertakan pemerintah di Indonesia relatif sedikit sehingga generalisasi hasil penelitian bersifat terbatas. Penelitian ini hanya menggunakan sampel 20 BUMN publik (persero terbuka) dari 115 BUMN di Indonesia, sehingga hasil penelitian ini tidak dapat dijadikan pencerminan kondisi BUMN di Indonesia secara keseluruhan. Namun pada penelitian yang akan datang, peneliti selanjutnya dapat mempertimbangkan penambahan jumlah data observasi dengan cara memperpanjang periode waktu amatan menjadi 10 tahun atau melibatkan BUMN dari negara-negara lain yang memiliki tipe yang sama.

Penelitian ini mempertimbangkan program penyertaan modal negara (PMN) pemerintah sebagai bagian dari *circumstances* sumber pendanaan BUMN dan anak BUMN. Namun pengujian efek langsung suntikan modal terhadap struktur modal tidak dilakukan. Oleh karena itu, untuk penelitian yang akan datang disarankan untuk menguji pengaruh suntikan modal pemerintah terhadap struktur modal atau *debt-to-equity ratio* pada BUMN di Indonesia.

DAFTAR PUSTAKA

- Adair, P., & Adaskou, M. (2015). Trade-off theory vs. pecking order theory and the determinants of corporate leverage: Evidence from a panel data analysis upon french SMEs (2002–2010). *Cogent Economics and Finance*. <https://doi.org/10.1080/23322039.2015.1006477>
- Atansil, L. (2012). Studi eksistensi dynamic trade-off capital structure pada perusahaan non-finansial di BEI periode 2002-2009. *Jurnal Manajemen Teori Dan Terapan*, 5(3), 141–158.
- BDC. (2019). Shareholder injection/redemptions. In *BDC Glossary*. Retrieved from <http://www.bdc.ca/en/articles-tools/entrepreneur-toolkit/templates-business-guides/glossary/pages/shareholder-injections-redemptions.aspx>
- Booth, L., Aivazian, V., Demircuc-Kunt, A., & Maksimovic, V. (2001). Capital structures in developing countries. *Journal of Finance*. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00320>
- Cotei, C., & Farhat, J. (2011). The Trade-Off Theory and the Pecking Order Theory: Are They Mutually Exclusive? *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1404576>
- Darminto, D., & Manurung, A. H. (2008). Pengujian teori trade-off dan teori pecking order dengan satu model dinamis pada perusahaan publik di Indonesia. *Jurnal Manajemen Bisnis Integritas*, 1(1), 35–52.
- Dewi Setiawati, A., & Putra, I. (2015). Pengujian trade-off theory pada struktur modal perusahaan dalam indeks saham Kompas100. *E-Jurnal Akuntansi*, 13(3), 705-722.
- Huang, X., Kabir, R., & Zhang, L. (2018). Government ownership and the capital structure of firms: Analysis of an institutional context from China. *China Journal of Accounting Research*. <https://doi.org/10.1016/j.cjar.2018.07.001>
- Indonesia. (2005). *Peraturan Pemerintah Republik Indonesia Nomor 45 Tahun 2005 Tentang Pendirian, Pengurusan, Pengawasan dan Pembubaran Badan Usaha Milik Negara*.
- Keythman, B. (2018). What are the disadvantage of a high debt-to-equity ratio? Retrieved from [smallbusiness.chron.com website: https://smallbusiness.chron.com/disadvantage-s-high-debttoequity-ratio-56239.html](https://smallbusiness.chron.com/website:https://smallbusiness.chron.com/disadvantage-s-high-debttoequity-ratio-56239.html)
- Kim, K. (2018). Matchmaking: Establishment of state-owned holding companies in Indonesia. *Asia and the Pacific Policy Studies*. <https://doi.org/10.1002/app5.238>
- Lipson, M. L., & Mortal, S. (2009). Liquidity and capital structure. *Journal of Financial Markets*. <https://doi.org/10.1016/j.finmar.2009.04.002>
- Liu, Q., Tian, G., & Wang, X. (2011). The effect of ownership structure on leverage decision: New evidence from Chinese listed firms. *Journal of the Asia Pacific Economy*. <https://doi.org/10.1080/13547860.2011.564755>
- Peng, M. W., Sun, S. L., Pinkham, B., & Chen, H. (2009). The institution-based view as a third leg for a strategy tripod. *Academy of*

- Management Perspectives.*
<https://doi.org/10.5465/AMP.2009.43479264>
- Šarlija, N., & Hanc, M. (2012). The impact of liquidity on the capital structure: a case study of Croatian firms. *Business Systems Research*.
<https://doi.org/10.2478/v10305-012-0005-1>
- Siswaji, B., Nuryartono, N., Arifin, B., & Didu, M. S. (2013). Analisis Pengaruh Institusi terhadap Strategi dan Kinerja Badan Usaha Milik Negara (BUMN). *Jurnal Manajemen Teknologi*.
<https://doi.org/10.12695/jmt.2013.12.3.1>
- Tang, Z., Liu, I. (Yi), Lu, Y., & Yang, D. (2012). Does assets injection by large shareholders improve firm performance? *Journal of Chinese Entrepreneurship*.
<https://doi.org/10.1108/17561391211262184>
- The Jakarta Post. (2018). S&P warns of SOE's poor financial records. *The Jakarta Post*. Retrieved from
<https://www.thejakartapost.com/news/2018/03/14/sp-warns-of-soes-poor-financial-records.html>
- Wikartika, I., & Fitriyah, Z. (2018). Pengujian Trade Off Theory dan Pecking Order Theory di Jakarta Islamic Index. *BISMA (Bisnis Dan Manajemen)*.
<https://doi.org/10.26740/bisma.v10n2.p90-101>
- World Bank. (2014). *Corporate governance of state-owned enterprises: A toolkit*. Washington DC: World Bank.

