

FAKTOR-FAKTOR YANG MEMPENGARUHI KEBIJAKAN HUTANG PADA PERUSAHAAN NONKEUANGAN YANG TERDAFTAR DI BURSA EFEK INDONESIA

YENIATIE dan NICKEN DESTRIANA

STIE Trisakti
nicken_ms3@yahoo.com

Abstrak: *The purpose of this research is to analyze the effect of insider ownership, institutional ownership, dividend policy, asset structure, profitability, firm growth and business risk on debt policy. This research used for 45 non financial companies firms which listed in Indonesia Stock Exchange during 2005 until 2007. The result of research shows that institutional ownership, asset structure, profitability and firm growth have influence to debt policy. While insider ownership, dividend policy and business risk have not influence to debt policy.*

Keywords: Agency theory, pecking order theory, debt policy, insider ownership, institutional ownership, dividend policy, asset structure, profitability, firm growth, business risk.

PENDAHULUAN

Dalam suatu perusahaan seorang manajer yang diberikan kepercayaan oleh para pemegang saham untuk mengelola dan menjalankan perusahaan merupakan kunci kesuksesan. Manajer perusahaan memegang peranan penting dalam proses pengambilan keputusan yang berkaitan dengan kegiatan-kegiatan utama perusahaan termasuk dalam hal pencarian dana dan bagaimana memanfaatkan dana tersebut (Wahidahwati 2002). Keputusan-keputusan yang dibuat tersebut harus sesuai dengan tujuan utama perusahaan untuk

meningkatkan nilai perusahaan melalui peningkatan kemakmuran pemilik atau para pemegang saham (Bringham dan Gapenski 1996).

Keputusan yang diambil manajer cenderung untuk melindungi dan memenuhi kepentingan mereka terlebih dahulu daripada memenuhi kepentingan pemilik seperti melakukan ekspansi untuk meningkatkan status gaji. Salah satu alternatif manajer untuk memperoleh dana dalam rangka ekspansi adalah dengan menaikkan hutang. Akan tetapi, kebijakan hutang rentan terhadap konflik kepentingan antara pemegang saham (*stockholder*), manajer (*manager*), dan kreditor (*creditor*) yang biasa disebut dengan konflik keagenan (*agency conflict*).

Konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham dalam keputusan pendanaan terjadi disebabkan pemegang saham hanya peduli dengan risiko sistematis dari saham perusahaan, karena mereka berinvestasi pada portofolio yang terdiversifikasi dengan baik. Sebaliknya manajer peduli pada risiko perusahaan secara keseluruhan, karena menyangkut reputasinya. (Wahidahwati 2002).

Konflik kebijakan hutang antara manajer dan kreditor muncul ketika manajer mengambil proyek-proyek yang mempunyai risiko lebih besar dari yang diperkirakan oleh kreditor. Dalam hal ini kreditor tidak mau dirugikan apabila dana yang diinvestasikan pada proyek yang berisiko tinggi, karena akan meningkatkan risiko kebangkrutan perusahaan, yang pada akhirnya akan mempengaruhi nilai perusahaan sebagai akibat menurunnya nilai pasar hutang atau obligasi yang belum jatuh tempo. Sebaliknya jika proyek berisiko tinggi tersebut memberikan hasil yang bagus, kompensasi yang diterima kreditor (berupa bunga) tidak ikut naik. *Transfer of wealth* dari *bondholder* ke *shareholder* yang akan dihindari oleh *bondholder* (Fidyati 2003).

Untuk meminimalkan konflik keagenan (*agency conflict*) antara manajer dan pemegang saham maka dibutuhkan suatu mekanisme pengawasan yang dapat mensejajarkan kepentingan pihak-pihak terkait (Wahidahwati 2002). Namun, adanya mekanisme pengawasan itu menyebabkan munculnya biaya yang disebut *agency cost*. Menurut Bringham *et al.* (1996) dalam Murni dan Andriana (2007) *agency cost* adalah biaya yang meliputi semua biaya untuk *monitoring* tindakan manajer, mencegah tingkah laku manajer yang tidak dikehendaki dan *opportunity cost* akibat pembatasan yang dilakukan pemegang saham terhadap tindakan manajer.

Ada beberapa alternatif yang dapat dilakukan untuk mengurangi *agency cost*. Salah satunya peningkatan hutang akan menurunkan konflik keagenan dan menurunkan *excess cash flow* yang ada dalam perusahaan sehingga menurunkan kemungkinan pemborosan yang dilakukan oleh manajer (Wahidahwati 2002). Dengan adanya hutang maka perusahaan harus melakukan pembayaran secara periodik terhadap bunga dan pinjaman pokoknya

sehingga dapat mengurangi keinginan manajer untuk menggunakan *free cash flow* guna membiayai kegiatan-kegiatan yang tidak optimal (Jensen 1986).

Penggunaan hutang juga akan meningkatkan risiko. Oleh karena itu manajer akan lebih berhati-hati karena risiko hutang *nondiversifiable* manajer lebih besar daripada investor publik. Perusahaan yang menggunakan hutang dalam pendanaannya dan tidak mampu melunasi kembali hutang tersebut akan terancam likuiditasnya sehingga pada akhirnya akan mengancam posisi manajer. Peneliti ini termotivasi untuk menguji faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan hutang untuk perusahaan non keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Tujuan penelitian adalah untuk mendapatkan bukti empiris mengenai pengaruh kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, kebijakan dividen, struktur aset, profitabilitas, pertumbuhan perusahaan dan risiko bisnis terhadap kebijakan hutang.

Penelitian ini disusun dengan urutan penulisan sebagai berikut pertama, pendahuluan menjelaskan mengenai latar belakang masalah, tujuan penelitian dan organisasi penulisan. Kedua, menguraikan hasil penelitian sebelumnya tentang pengaruh kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, kebijakan dividen, *structure asset*, risiko bisnis, investasi, pertumbuhan perusahaan, dan profitabilitas terhadap kebijakan hutang. Ketiga, metoda penelitian terdiri atas pemilihan metode analisis data. Keempat, hasil penelitian yang berisi statistik deskriptif serta hasil dan interpretasi pengujian hipotesis. Terakhir, penutup yang berisi simpulan, keterbatasan penelitian dan saran untuk penelitian selanjutnya.

RERANGKA TEORITIS DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Teori keagenan merupakan suatu kontrak dimana satu atau lebih *principal* (pemilik) menyewa orang lain (agen) untuk melakukan beberapa jasa untuk kepentingan mereka dengan mendelegasikan beberapa wewenang untuk membuat keputusan agen. Dalam teori agensi, *principal* (pemilik) dan agen (manajer) mempunyai kepentingan yang berbeda. Konflik keagenan akan terjadi bila proporsi kepemilikan manajer atas saham kurang dari 100% sehingga manajer cenderung bertindak untuk mengejar kepentingan dirinya dan sudah tidak berdasarkan maksimalisasi nilai perusahaan melalui peningkatan kemakmuran pemilik atau pemegang saham (Jensen dan Meckling 1976).

Penyebab lain konflik antara manajer dengan pemegang saham adalah dalam hal pengambilan keputusan pendanaan. Para pemegang saham hanya peduli terhadap risiko sistematis dari saham perusahaan, karena mere-

ka melakukan investasi pada portofolio yang terdiversifikasi dengan baik. Sedangkan manajer sebaliknya lebih peduli pada risiko perusahaan secara keseluruhan. Menurut Fama (1980) dalam Wahidahwati (2002), ada dua alasan yang mendasari hal ini yaitu pertama, bagian substantif dari kekayaan mereka di dalam *specific human capital* perusahaan, membuat manajer *non diversifiable*. Kedua, manajer akan terancam reputasinya, demikian juga kemampuan menghasilkan *earning* perusahaan, apabila perusahaan mengalami kebangkrutan.

Hipotesis *pecking order* menggambarkan sebuah hierarki dalam pencarian dana perusahaan dimana perusahaan lebih memilih menggunakan *internal equity* untuk membayar dividen dan mengimplementasikannya sebagai peluang pertumbuhan. Apabila perusahaan membutuhkan dana eksternal, maka perusahaan akan lebih memilih hutang sebelum *external equity* (Myers 1984 dalam Yuniningsih 2003). *Internal equity* diperoleh dari laba ditahan dan depresiasi. Hutang diperoleh dari pinjaman kreditur, sedangkan *external equity* diperoleh karena perusahaan menerbitkan saham baru.

Hutang merupakan salah satu cara untuk memperoleh dana dari pihak eksternal (kreditur). Menurut Gitman (2000) jangan menggunakan hutang jangka pendek untuk membiayai investasi atau proyek jangka panjang. Untuk memenuhi kebutuhan pendanaan, pemegang saham lebih menginginkan pendanaan perusahaan yang dibiayai dengan hutang karena dengan penggunaan hutang, hak mereka terhadap perusahaan tidak akan berkurang. Tetapi manajer tidak menyukai pendanaan tersebut karena mengandung risiko yang tinggi. Manajemen perusahaan mempunyai kecenderungan untuk memperoleh keuntungan yang sebesar-besarnya dengan biaya pihak lain. Perilaku ini disebut sebagai keterbatasan rasional (*bounded rationality*). Akan tetapi, penggunaan hutang akan meningkatkan risiko, karena apabila perusahaan tidak mampu melunasi kembali hutangnya tersebut maka likuiditas perusahaan akan terancam.

Kepemilikan Manajerial dan Kebijakan Hutang

Dengan meningkatkan kepemilikan saham oleh manajer, maka manajer akan dapat merasakan secara langsung akibat dari pengambilan keputusan yang diambil sehingga manajer tidak mungkin bertindak secara oportunistik lagi (Masdupi 2005). Langkah memberikan kepemilikan saham bagi para manajer ditujukan untuk menarik dan mempertahankan manajer yang cakap serta untuk mengarahkan tindakan manajer agar mendekati kepentingan pemegang saham terutama untuk memaksimalkan harga saham (Murni dan Adriana 2007). Adanya kepemilikan saham oleh pihak manajemen akan menimbulkan suatu pengawasan terhadap kebijakan yang diambil oleh manajemen perusahaan, termasuk kebijakan menggunakan hutang.

Kepemilikan manajerial memiliki pengaruh negatif terhadap kebijakan hutang perusahaan karena semakin besar persentase kepemilikan manajer dalam suatu perusahaan maka manajer tersebut akan turut merasakan dampak dari pengambilan keputusan yang dibuatnya sebagai salah satu pemegang saham perusahaan. Hal ini dapat menyelaraskan kepentingan antara manajer dan pemegang saham sehingga dapat mengurangi konflik keagenan. Manajer akan lebih berhati-hati untuk membuat keputusan dalam mengelola perusahaan termasuk dalam menetapkan kebijakan hutang perusahaan. Semakin tinggi kepemilikan manajerial maka akan semakin kecil penggunaan hutang untuk mendanai kebutuhan dana perusahaan.

Wahidahwati (2002) menemukan adanya hubungan negatif dan signifikan antara *debt ratio* dengan *managerial ownership*. Demikian pula dengan penelitian yang dilakukan oleh Junaidi (2006), Mardiyah (2003), dan Masdupi (2005). Sedangkan menurut Murni dan Andriana (2007) serta Wuryaningsih (2004) kepemilikan manajerial tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang perusahaan. Dari hasil penemuan-penemuan tersebut maka hipotesis yang diajukan adalah sebagai berikut:

H₁ Kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang perusahaan.

Kepemilikan Instiusional dan Kebijakan Hutang

Adanya kepemilikan saham institusional akan mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal (Faisal 2002 dalam Murni dan Andriana 2007). Mekanisme *monitoring* ini akan meningkatkan kemakmuran pemegang saham. Signifikansi institusional investor sebagai agen pengawas ditekankan melalui investasi mereka yang cukup besar dalam pasar modal. Bila institusional investor tidak puas atas kinerja manajerial maka mereka akan langsung menjual sahamnya. Peningkatan aktivitas institusional investor ini juga didukung oleh usaha mereka untuk meningkatkan tanggung jawab *insiders*.

Semakin tinggi kepemilikan institusional perusahaan maka akan semakin kecil hutang yang digunakan untuk mendanai perusahaan. Hal ini disebabkan karena timbulnya suatu pengawasan oleh lembaga institusi lain seperti bank dan asuransi terhadap kinerja perusahaan. Apabila perusahaan menggunakan hutang dalam jumlah yang besar untuk mendanai proyek yang berisiko tinggi mempunyai kemungkinan kegagalan, maka pemegang saham institusional tersebut dapat langsung menjual saham yang dimilikinya.

Menurut Junaidi (2006), Masdupi (2005) dan Wahidahwati (2002) kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang. Hal ini bertentangan dengan hasil penelitian Murni dan Andriana (2007) yang mengatakan bahwa kepemilikan institusional memiliki pengaruh posi-

tif terhadap kebijakan hutang. Hasil ini menunjukkan *institutional investor* memiliki wewenang lebih besar bila dibandingkan dengan pemegang saham kelompok lain untuk cenderung memilih proyek yang lebih berisiko dengan harapan akan memperoleh keuntungan yang tinggi. Sedangkan menurut Wuryaningsih (2004) kepemilikan institusional tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang. Dari hasil penemuan-penemuan tersebut maka hipotesis yang diajukan adalah sebagai berikut:

H₂ Kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang perusahaan

Kebijakan Dividen dan Kebijakan Hutang

Bagi investor atau pemegang saham, dividen merupakan salah satu keuntungan yang akan diperolehnya selain keuntungan lain yang berupa *capital gain*. Secara umum dividen dapat diartikan sebagai bagian yang dibagikan oleh emiten kepada masing-masing pemegang saham. Kebijakan dividen ini memiliki pengaruh terhadap tingkat penggunaan hutang suatu perusahaan. Kebijakan dividen yang stabil menyebabkan adanya keharusan bagi perusahaan untuk menyediakan sejumlah dana untuk membayar jumlah dividen yang tetap tersebut sehingga kebutuhan pendanaan perusahaan akan meningkat.

Adanya pembayaran dividen yang tetap menyebabkan timbulnya suatu kebutuhan dana yang tetap setiap tahunnya sehingga kebutuhan dana perusahaan akan meningkat. Perusahaan yang memiliki *dividen payout ratio* yang tinggi lebih menyukai pendanaan dengan modal sendiri karena pembayaran dividen akan meningkatkan kewajiban perusahaan dan pembayaran dividen umumnya dilakukan setelah perusahaan melakukan pembayaran terhadap bunga dan cicilan hutang perusahaan. Oleh karena itu manajer akan lebih berhati-hati dan efisien dalam menggunakan hutang.

Murni dan Adriana (2007) mengatakan pembagian dividen akan menurunkan tingkat hutang perusahaan. Hal ini sesuai dengan hasil penelitian Ismiyati dan Hanafi (2003) yang mengatakan bahwa pembagian dividen berhubungan negatif dengan *debt ratio*. Dari hasil penemuan-penemuan tersebut maka hipotesis yang diajukan adalah sebagai berikut:

H₃ Kebijakan dividen berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang perusahaan

Struktur Aset dan Kebijakan Hutang

Structure asset berhubungan dengan kekayaan perusahaan yang dapat dijadikan jaminan yang lebih fleksibel akan cenderung menggunakan hutang lebih besar daripada perusahaan yang struktur aktivasinya tidak flek-

sibel. Perusahaan yang aktivitya sesuai untuk dijadikan jaminan kredit akan lebih banyak menggunakan hutang karena investor akan selalu memberikan pinjaman apabila mempunyai jaminan (Brigham dan Houston 2001: 39-41 dalam Junaidi 2006).

Struktur aset perusahaan memiliki pengaruh positif terhadap kebijakan hutang perusahaan terutama bagi perusahaan yang memiliki aktiva tetap dalam jumlah yang besar. Aktiva tetap tersebut dapat dijadikan sebagai jaminan oleh manajer kepada kreditor sehingga manajer dapat memperoleh pinjaman dengan mudah.

Hasil penelitian dari Masdupi (2005) dan Wahidahwatih (2002) mengatakan bahwa struktur aset mempunyai pengaruh positif yang signifikan terhadap tingkat hutang perusahaan. Hasil penelitian tersebut juga sesuai dengan penelitian Fidyati (2003) yang mengatakan bahwa semakin banyak aktiva tetap suatu perusahaan, maka semakin mudah perusahaan mendapatkan dana dengan hutang. Dari hasil penemuan-penemuan tersebut maka hipotesis yang diajukan adalah sebagai berikut:

H₄ Struktur aset berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang perusahaan

Profitabilitas dan Kebijakan Hutang

Profitabilitas merefleksikan laba untuk pendanaan investasi. Berdasarkan *pecking order theory*, pilihan pertama dalam keputusan pendanaan adalah dengan menggunakan *retained earning*, baru kemudian menggunakan hutang dan ekuitas. Oleh karena itu, terdapat hubungan negatif antara profitabilitas perusahaan dengan hutang (Masdupi 2005).

Semakin tinggi profit yang diperoleh perusahaan maka akan semakin kecil penggunaan hutang yang digunakan dalam pendanaan perusahaan karena perusahaan dapat menggunakan *internal equity* yang diperoleh dari laba ditahan terlebih dahulu. Apabila kebutuhan dana belum tercukupi, perusahaan dapat menggunakan hutang.

Profitabilitas memiliki pengaruh negatif terhadap kebijakan hutang (Harjanti dan Tandelilin 2007). Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian Faisal (2000). Semakin tinggi tingkat profitabilitas perusahaan maka semakin kecil hutang yang digunakan dalam kegiatan pendanaan. Dari hasil penemuan-penemuan tersebut maka hipotesis yang diajukan adalah sebagai berikut:

H₅ Profitabilitas berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang perusahaan

Pertumbuhan Perusahaan dan Kebijakan Hutang

Suatu perusahaan yang sedang berada pada tahap pertumbuhan akan membutuhkan dana yang besar sehingga cenderung untuk menekan sebagian

besar pendapatannya. Semakin besar pendapatan ditahan dalam perusahaan berarti makin rendah dividen yang dibayarkan kepada para pemegang saham (Makmun 2003 dalam Murni dan Andriana 2007).

Tingkat pertumbuhan yang semakin cepat mengidentifikasi bahwa perusahaan sedang mengadakan ekspansi. Hal ini menyebabkan timbulnya kebutuhan dana yang besar. Untuk itu, perusahaan menggunakan berbagai cara untuk memenuhi kebutuhan dana tersebut termasuk dengan menggunakan hutang.

Pertumbuhan perusahaan yang besar mempunyai pengaruh positif terhadap hutang perusahaan, karena suatu perusahaan yang sedang berada pada tahap pertumbuhan akan membutuhkan dana yang besar untuk melakukan ekspansi. Hal ini akan mendorong manajer untuk menggunakan hutang dalam membiayai kebutuhan dana tersebut.

Hasil penelitian Murni dan Andriana (2007) menunjukkan bahwa pertumbuhan perusahaan berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang. Pertumbuhan perusahaan berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang. Semakin tinggi pertumbuhan perusahaan maka penggunaan hutang untuk membiayai kebutuhan dana perusahaan akan semakin besar. Dari hasil penemuan-penemuan tersebut maka hipotesis yang diajukan adalah sebagai berikut:

H₆ Pertumbuhan perusahaan berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang perusahaan

Risiko Bisnis dan Kebijakan Hutang

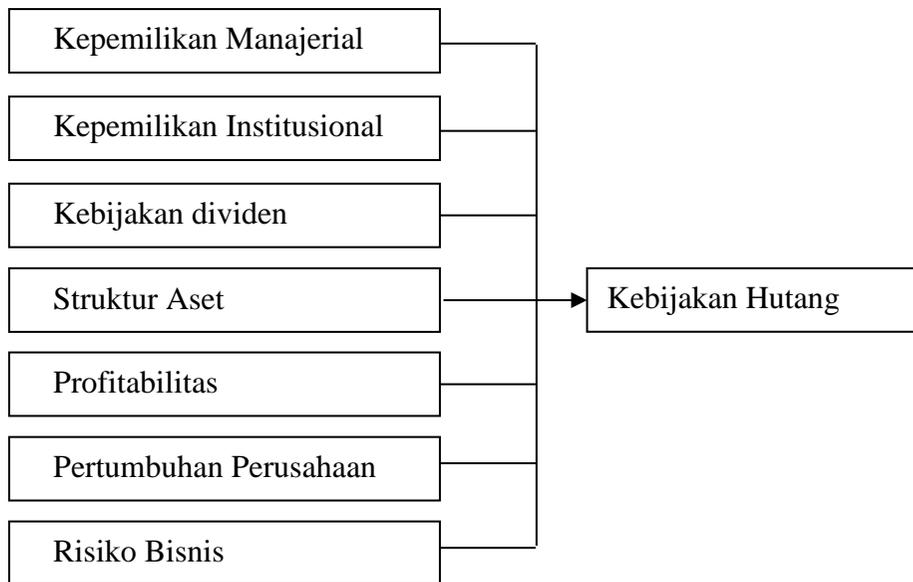
Risiko bisnis adalah adanya ketidakpastian atas proyeksi pendapatan di masa mendatang jika perusahaan tidak menggunakan hutang. Perusahaan akan memiliki risiko bisnis yang rendah jika permintaan produk bersifat stabil, harga input dan produk cenderung tetap, harga dapat dengan mudah dinaikkan jika terjadi kenaikan biaya, dan persentase biaya bersifat variabel dan menurun jika produk dan penjualan mengalami penurunan (Junaidi 2006).

Risiko bisnis memiliki pengaruh negatif terhadap kebijakan hutang perusahaan. Perusahaan yang memiliki risiko bisnis yang tinggi tentunya akan menghindari penggunaan hutang dalam mendanai perusahaan karena dengan menggunakan hutang risiko likuiditas perusahaan akan semakin meningkat.

Hasil penelitian Junaidi (2006) hubungan antara risiko bisnis dan hutang berlawanan arah. Hal ini berarti perusahaan dengan risiko yang tinggi cenderung memiliki hutang yang rendah. Dari hasil penemuan-penemuan tersebut maka hipotesis yang diajukan adalah sebagai berikut:

H₇ Risiko Bisnis berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang perusahaan

Berikut model penelitian:



Gambar 1 Model Penelitian

METODA PENELITIAN

Pemilihan Sampel

Metode pengambilan sampel dalam penelitian ini dilakukan secara *purposive sampling*. Di bawah ini merupakan hasil dari proses pemilihan sampel:

Tabel 1 Pemilihan Sampel

Kriteria Sampel	Jumlah sampel per tahun	Total Sampel
Perusahaan yang terdaftar di BEI dari tahun 2005-2007	299	897
Perusahaan yang bergerak dalam bidang keuangan	(53)	(159)
Perusahaan yang melaporkan laporan keuangan dalam mata uang asing	(8)	(24)
Perusahaan yang memiliki <i>operating income</i> dan <i>earning after tax</i> negatif selama perioda penelitian	(105)	(315)
Perusahaan yang tidak memiliki kepemilikan institusional secara konsisten selama perioda penelitian	(1)	(3)
Perusahaan yang tidak membayarkan dividen minimal satu kali untuk setiap tahun penelitian	(87)	(261)
Jumlah perusahaan yang dijadikan sampel	45	135
Jumlah perusahaan yang dihilangkan setelah outlier		(15)
Jumlah perusahaan yang dijadikan sampel		120

Definisi Operasional Variabel dan Pengukurannya

Kebijakan hutang (DEBT) menggambarkan total hutang jangka panjang yang dimiliki oleh perusahaan untuk membiayai kegiatan operasionalnya dengan rumus sebagai berikut:

$$\text{DEBT} = \frac{\text{hutang jangka panjang}}{\text{hutang jangka panjang} + \text{ekuitas}}$$

Kepemilikan manajerial (INSD) merupakan besarnya kepemilikan manajemen yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan perusahaan (direktur dan komisaris). Dalam penelitian ini kepemilikan manajerial (INSD) merupakan variabel *dummy* yang diwakili dengan angka 0 dan 1. Nilai 0 menunjukan perusahaan yang tidak memiliki kepemilikan manajerial dan nilai 1 menunjukkan yang memiliki kepemilikan manajerial.

Kepemilikan institusional (INST) menunjukkan persentase saham yang dimiliki oleh pihak institusional pada akhir tahun yang diukur dengan rumus sebagai berikut:

$$\text{INST} = \frac{\text{Jumlah saham yang dimiliki institusional}}{\text{Jumlah saham yang beredar}}$$

Kebijakan dividen (DPR) menggambarkan jumlah dividen per lembar saham yang dibagikan kepada para pemegang saham terhadap laba per lembar saham. DPR dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$\text{DPR} = \frac{\text{DPS}}{\text{EPS}}$$

Struktur aset (AST) merupakan komposisi jumlah aktiva tetap yang dimiliki oleh perusahaan. Struktur aset dirumuskan sebagai berikut:

$$\text{AST} = \frac{\text{Aktiva Tetap}}{\text{Total Aktiva}}$$

Profitabilitas (PROF) merupakan kemampuan perusahaan memanfaatkan aset yang ada untuk menghasilkan pendapatan. Variabel ini diukur dengan rumus:

$$\text{PROF} = \frac{\text{Operating Income}}{\text{Total Asset}}$$

Pertumbuhan perusahaan (GROWTH) adalah tingkat perubahan total aset dari tahun ke tahun. Variabel ini diukur dengan rumus:

$$\text{GROWTH} = \frac{\text{Total Aktiva akhir tahun}}{\text{Total Aktiva awal tahun}}$$

Risiko bisnis (RISK) merupakan indikator ketidakstabilan harga saham dan *return* yang diterima pemegang saham. Risiko bisnis dihitung sebagai standar deviasi return saham secara bulanan selama satu tahun. Variabel ini diukur dengan rumus:

$$\text{Risk}_{it} = \text{STD Return}_{it}$$

$$\text{GROWTH} = \frac{P_{i,t} - P_{i,t-1}}{P_{i,t-1}}$$

Keterangan:

$P_{i,i}$: Closing Price Bulanan

$P_{i,i-t}$: Closing Price Bulanan Sebelumnya

Metode Analisis Data

Pengujian hipotesis dalam penelitian ini menggunakan uji regresi berganda (*multiple regression*). Pengujian ini bertujuan untuk menguji apakah variabel independen berpengaruh terhadap variabel dependen. Model penelitian dengan persamaan regresi dalam penelitian ini dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$Y = a + b_1X_1 + b_2X_2 + b_3X_3 + b_4X_4 + b_5X_5 + b_6X_6 + b_7X_7 + e$$

Keterangan:

Y: Kebijakan hutang (DEBT)

a: Konstanta

X₁: Kepemilikan manajerial (INSD)

X₂: Kepemilikan institusional (INST)

X₃: Kebijakan dividen (DPR)

X₄: Struktur aset (AST)

X₅: Profitabilitas (PROF)

X₆: Pertumbuhan perusahaan (GROWTH)

X₇: Risiko bisnis (RISK)

e: *error term*

HASIL PENELITIAN

Statistik deskriptif untuk mengetahui karakteristik sampel yang digunakan, dapat dilihat pada tabel 2 berikut ini:

Tabel 2 Statistik Deskriptif

Variabel	n	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
DEBT	120	,0077	,8127	,253712	,2037700
INSD	120	0	1	,55	,500
INST	120	,3220	,9320	,681511	,1565694
DPR	120	,0196	1,1651	,356721	,2063387
AST	120	,0674	,8194	,358702	,1800447
PROF	120	,0010	,5207	,124995	,0853520
GROWTH	120	-,1190	1,3264	,170862	,2045065
RISK	120	,0219	,3974	,122263	,0721855

Hasil pengujian hipotesis dapat dilihat pada tabel 3 berikut ini:

Tabel 3 Hasil Pengujian Hipotesis

Variabel	B	t	Sig.
Konstanta	0,382	3,701	0,000
INSD	-0,045	-1,311	0,193
INST	-0,217	-2,068	0,041
DPR	-0,095	-1,078	0,284
AST	0,349	3,674	0,000
PROF	-0,547	-2,545	0,012
GROWTH	0,194	2,471	0,015
RISK	-0,141	-0,633	0,528

Berdasarkan hasil pengujian hipotesis pada tabel 3 dapat dilihat bahwa nilai signifikan variabel kepemilikan manajerial (INSD) sebesar 0,233, lebih besar dari 0,05 sehingga H_1 tidak dapat diterima, yang berarti bahwa kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Hal ini disebabkan karena masih rendahnya kepemilikan saham oleh *insider* dibandingkan dengan kelompok lainnya dalam perusahaan, sehingga manajer tidak dapat mengambil keputusan berdasarkan atas keinginannya sendiri. Hasil penelitian ini mendukung penelitian Harjito dan Nurfauziah (2006) dan Wuryaningsih (2004).

Berdasarkan hasil pengujian hipotesis dapat dilihat bahwa nilai signifikan variabel kepemilikan institusional (INST) sebesar 0,026, lebih kecil dari 0,05 sehingga H_2 diterima, yang berarti bahwa kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang. Semakin tinggi kepemilikan institusional maka keberadaan investor institusional untuk memonitor perilaku manajemen akan semakin efektif. Adanya monitoring yang efektif oleh investor institusional menyebabkan penggunaan hutang menurun, karena peranan hutang sebagai salah satu alat monitoring *agency cost* sudah diambil ahli oleh investor institusional. Hasil penelitian ini mendukung penelitian Masdupi (2005), Junaidi (2006) dan Wahidahwati (2001).

Berdasarkan hasil pengujian hipotesis dapat dilihat bahwa nilai signifikan variabel kebijakan dividen (DPR) sebesar 0,402, lebih besar dari 0,05 sehingga H_3 tidak dapat diterima, yang berarti bahwa kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Peningkatan dividen akan menurunkan penggunaan jumlah hutang yang ada di dalam suatu perusahaan. Dalam konteks masalah agensi, mekanisme pembayaran dividen dapat digunakan untuk menggantikan peranan hutang dalam pengawasan masalah

agensi, namun hubungan tersebut tidak berjalan secara efektif, sehingga kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Hasil penelitian ini mendukung penelitian Harjito dan Nurfauziah (2006) dan Wahidahwati (2001).

Berdasarkan hasil pengujian hipotesis dapat dilihat bahwa nilai signifikan variabel struktur (AST) sebesar 0,000, lebih kecil dari 0,05 sehingga H_4 diterima, yang berarti bahwa struktur aset berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang. Semakin tinggi jumlah *fixed asset* dalam *total asset* perusahaan maka akan semakin mempermudah perusahaan untuk mendapatkan hutang karena *fixed asset* tersebut dapat dijadikan sebagai jaminan bagi kreditur. Hasil penelitian ini mendukung penelitian Masdupi (2005), Harjito dan Nurfauziah (2006), Wahidahwati (2001).

Berdasarkan hasil pengujian hipotesis dapat dilihat bahwa nilai signifikan variabel profitabilitas (PROF) sebesar 0,011, lebih kecil dari 0,05 sehingga H_5 diterima, yang berarti bahwa profitabilitas berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang. Semakin tinggi profitabilitas perusahaan maka akan semakin rendah hutang yang digunakan untuk kegiatan pendanaan. Hal ini berkaitan dengan *pecking order theory*, yang menyatakan bahwa dalam kegiatan pendanaan perusahaan akan menggunakan dana internal yang berasal dari *retained earnings* terlebih dahulu baru kemudian menggunakan dana eksternal (hutang dan ekuitas). Perusahaan yang mempunyai profitabilitas yang tinggi akan menggunakan hutang lebih kecil karena perusahaan mampu menyediakan dana yang cukup melalui *retained earnings*. Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian Harjanti dan Tandelilin (2007) serta tidak konsisten dengan hasil penelitian Masdupi (2005) dan Bukhori (2005).

Berdasarkan hasil pengujian hipotesis dapat dilihat bahwa nilai signifikan variabel pertumbuhan perusahaan (GROWTH) sebesar 0,020, lebih kecil dari 0,05 sehingga H_6 diterima, yang berarti bahwa pertumbuhan perusahaan berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang. Perusahaan yang sedang tumbuh akan membutuhkan banyak dana. Salah satu cara untuk memenuhi dana tersebut adalah melalui hutang. Oleh karena itu, perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi cenderung lebih banyak menggunakan hutang. Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian Supriyanto dan Falikhatun (2008), Frensidy dan Setyawan (2007) dan Saidi (2004) serta tidak konsisten dengan hasil penelitian Murni dan Andriana (2007).

Berdasarkan hasil pengujian hipotesis dapat dilihat bahwa nilai signifikan variabel risiko bisnis (RISK) sebesar 0,559, lebih besar dari 0,05 sehingga H_7 tidak dapat diterima, yang berarti bahwa risiko bisnis tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Hal ini disebabkan karena tingkat

risiko bisnis perusahaan merupakan suatu keadaan yang sulit untuk diukur atau ditentukan secara pasti. Hasil penelitian ini konsisten dengan Saidy (2004) serta tidak konsisten dengan hasil penelitian Harjito dan Nurfauziah (2006), Yuniningsih (2003), Junaidi (2006) dan Wahidahwati (2001).

PENUTUP

Berdasarkan hasil penelitian dapat ditarik kesimpulan bahwa kepemilikan institusional, struktur aset, profitabilitas dan pertumbuhan perusahaan mempengaruhi kebijakan hutang. Kepemilikan manajerial, kebijakan dividen dan risiko bisnis tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang.

Keterbatasan penelitian ini adalah perioda penelitian hanya tiga tahun, perioda ini tidak mampu menangkap situasi yang memerlukan perioda pengamatan yang cukup lama. Penelitian ini hanya menggunakan tujuh variabel independen, masih terdapat variabel independen lainnya yang diduga dapat mempengaruhi variabel dependen. Peneliti hanya menggunakan perusahaan yang bergerak di bidang non keuangan saja.

Untuk mengatasi keterbatasan dalam penelitian ini, peneliti memberikan rekomendasi untuk penelitian selanjutnya sebagai berikut: penelitian selanjutnya sebaiknya menggunakan perioda penelitian yang lebih lama dan dengan jumlah sampel yang lebih banyak sehingga hasil penelitian dapat mewakili keseluruhan populasi yang ada. Penambahan variabel lain yang belum dimasukkan dalam penelitian ini seperti ukuran perusahaan, *free cash flow* dan investasi. Penelitian selanjutnya sebaiknya juga memasukkan perusahaan yang bergerak di bidang keuangan agar sampel yang diambil lebih representatif dan hasil penelitiannya dapat digeneralisasi untuk semua jenis industri.

REFERENSI:

- Bukhori, Iskandar. 2005 Pengaruh kepemilikan Saham Institusional dan *Investment Opportunity Set* Terhadap Kebijakan Hutang. *Utilitas*, Juli. Vol. 13, No. 2, Hlm. 63- 73.
- Fidyati, Nisa. 2003. Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang Perusahaan. *Jurnal Ekonomi Manajemen dan Akuntansi*, Januari 2003, Vol. 1, No. 1, Hlm. 17-34.
- Frensidy, Budi dan I. Roni, Setyawan. 2007. The Effect of Management Ownership Structure, Business Risk and Firm Growth toward The Capital Structure. *Usahawan*, No. 7, Juli, Hlm. 15-20.
- Gitman, Lawrence, J. 2000. *Principles of Management Finance*, Eleventh Edition.
- Ghozali, Imam. 2006 *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS*. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Harjanti, Tri, Theresia dan Eduardus, Tandelilin. 2007. Pengaruh *Firm Size, Tangible Assets, Growth, Opportunity, Profitability*, dan Business Risk pada Struktur Modal

- Perusahaan Manufaktur di Indonesia: Studi Kasus Di BEJ. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis*, Vol. 1, No.1, Maret, Hlm. 1-10.
- Harjito, D, Agus, dan Nurfauziah. 2006. Hubungan Kebijakan Hutang, *Insider Ownership* dan Kebijakan Dividen Dalam Mekanisme Pengawasan Masalah Agensi di Indonesia. *Jurnal Akuntansi dan Auditing Indonesia* Desember, Vol. 10, No. 2, Hlm. 161-182.
- Indrianto, Nur, dan Bambang Supomo. 2002. *Metode Penelitian Bisnis: untuk Akuntansi dan Manajemen*. Yogyakarta: BPFE.
- Ikatan Akuntan Indonesia. 2009. *Standar Akuntansi Keuangan*. Jakarta: Salemba Empat.
- Ismiyati, Fitri dan Mamduh, M, Hanafi. 2004. Struktur Kepemilikan, Risiko dan Kebijakan Keuangan: Analisis Persamaan Simultan. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*, Vol. 19, Hlm. 176-196.
- Jensen, Michael, C. 1986. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *AEA Papers And Proceedings*, Vol. 76, No. 2, May, Hlm. 659-665.
- Jensen, Michael, C. and William. H. Meckling. 1976. Theory of The Firm: Managerial Behaviour, Agency Cost, and Ownership Structure. *Journal of Financial Economic*, Vol. 3, Hlm. 305-360.
- Junaidi. 2006. Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Institusional Terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan: Sebuah Perspektif *Agency Theory* dengan Variabel Kontrol *Dividend Payout Ratio*, Ukuran Perusahaan, *Asset Structure* dan Resiko Bisnis (Studi pada Perusahaan yang Go Publik di Bursa Efek Jakarta). *Jurnal Ilmiah Bidang Manajemen dan Akuntansi*, September 2006, Vol. 3, No. 2, Hlm. 214-228.
- Masdupi, Erni. 2005. Analisis Dampak Struktur Kepemilikan Pada Kebijakan Hutang Dalam Mengontrol Konflik Keagenan. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*, Vol. 20, No. 1, Hlm. 57-69.
- Murni, S dan Andriana. 2007. Pengaruh Insider Ownership, Institusional Investor, Dividen Payments, dan Firm Growth Terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan. *Jurnal Akuntansi dan Bisnis*, Februari 2007, Vol. 7, No. 1, Hlm. 15-24.
- Nurfauziah, D. Agus Harjito, Hertua Dwi Ameliawati. 2007. Hubungan Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusi dan Kebijakan Hutang Dalam Prespektif Masalah Agensi di Indonesia. *Ventura*, April 2007, Vol. 10, No. 1, Hlm. 47-61.
- Saidi. 2004. Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal pada Perusahaan Manufaktur Go Publik di BEJ Tahun 1997-2002. *Jurnal Bisnis dan Ekonomi*, Vol. 11, No. 1, Maret, Hlm. 44-58.
- Santoso, Singgih. 2001. *Buku Latihan SPSS Statistik Non Parametrik*. Jakarta: PT. Elex Media Komputindo.
- Supriyanto, Eko dan Falikhatun. 2008. Pengaruh Tangibility, Pertumbuhan Penjualan dan Ukuran Perusahaan terhadap Struktur Keuangan. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, Vol. 10, No. 1, Hlm. 13-22.
- Wahidahwati. 2002. Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Institusional pada Kebijakan Hutang Perusahaan: Sebuah Pspektif Theory Agency. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, Januari 2002, Vol. 5, No. 1, Hlm. 1-16.
- Wuryaningsih. D.L. 2004. Pengujian Pengaruh *Capital Structure* pada *Debt Policy*. *Benefit*, Desember 2004, Vol. 8, No. 2, Hlm. 139-150.
- Yuniningsih. 2003. Analisis Pengaruh Investasi Terhadap Hutang Pada Perusahaan Manufaktur Yang *Listed* di Bursa Efek Jakarta. *Jurnal Penelitian Ilmu Ekonomi*, April 2003, Vol. 3, No. 1, Hlm. 33-38.