

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

ITA TRISNAWATI

STIE Trisakti
itrisnawati@stietrisakti.ac.id

Abstract: The purpose of this study was to get empirical evidence influence the insider ownership, institutional ownership, dividend policy, firm growth, profitability, free cash flow, firm size, asset structure to corporate debt policy. This research focus on non financial companies listed in Indonesia Stock Exchange for the period of 2009 until 2011. The data collection used purposive sampling method by using 53 companies meet the criteria and take as sample. The statistical method used in this research is multiple regressions to see the contribution of each variable influence debt policy. The results of this study shows that insider ownership, dividend policy, free cash flow, and firm size variable does not have influence towards debt policy. In the other hand, institutional ownership, firm growth, profitability, and asset structure have influence toward debt policy.

Keywords: Debt Ratio, Insider Ownership, Institutional Ownership, Dividend Policy, Firm Growth, Profitability, Free Cash Flow, Firm Size, Asset Structure.

Abstrak: Tujuan dari penelitian ini adalah untuk mendapatkan bukti empiris pengaruh kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, kebijakan dividen, pertumbuhan perusahaan, profitabilitas, arus kas bebas, ukuran perusahaan, struktur aset terhadap kebijakan hutang. Penelitian ini menggunakan data perusahaan non-keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dari 2009 hingga 2011. Pemilihan sampel menggunakan *purposive sampling* dan diperoleh 53 perusahaan yang memenuhi kriteria. Pengujian statistik yang digunakan adalah *multiple regression* untuk melihat pengaruh variabel independen terhadap kebijakan hutang. Hasil pengujian menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial, kebijakan dividen, arus kas bebas, dan ukuran perusahaan tidak mempengaruhi kebijakan hutang. Sementara variabel kepemilikan institusional, pertumbuhan perusahaan, profitabilitas, dan struktur aset berpengaruh terhadap kebijakan hutang.

Kata kunci: Kebijakan Hutang, Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Kebijakan Dividen, Pertumbuhan Perusahaan, Profitabilitas, Arus Kas Bebas, Ukuran Perusahaan, Struktur Aset

PENDAHULUAN

Kebijakan hutang merupakan salah satu kebijakan pendanaan dalam perusahaan yang digunakan untuk membiayai kegiatan operasionalnya. Menurut Jansen (1986) dalam Nurfauziah *et al.* (2007), hutang merupakan mekanisme penting dalam mengontrol tindakan manajer dan mengurangi masalah agensi dalam perusahaan karena dengan adanya hutang maka perusahaan harus melakukan pembayaran secara periodik terhadap bunga dan pinjaman pokoknya. Adanya kewajiban-kewajiban tersebut akan dapat mengurangi kontrol manajer terhadap aliran kas perusahaan.

Penelitian ini merupakan pengembangan penelitian Indahningrum dan Handayani (2009). Perbedaan penelitian ini dengan penelitian sebelumnya antara lain (1) penelitian sebelumnya periode penelitian sebelumnya yaitu dari tahun 2005 sampai dengan 2007, sedangkan periode sekarang yaitu dari tahun 2009 sampai dengan 2011; (2) Penelitian sebelumnya menggunakan variabel kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, kebijakan dividen, pertumbuhan perusahaan, *free cash flow* dan profitabilitas, sedangkan penelitian ini menambahkan dua variabel independen yaitu ukuran perusahaan dan struktur aset. Ukuran perusahaan berdasarkan Soesetio (2008) dan struktur aset berdasarkan Yeniatie dan Destriana (2010). Penambahan dua variabel tersebut bertujuan untuk menguji apakah variabel tersebut memiliki pengaruh terhadap kebijakan hutang.

Agency Theory

Agency Theory merupakan suatu kontrak antara prinsipal dengan agen. Prinsipal adalah pemegang saham sedangkan agen adalah manajemen yang mengelola perusahaan. Dalam teori keagenan, prinsipal dan agen mempunyai kepentingan yang berbeda sehingga terjadilah konflik kepentingan. Menurut Jensen dan Meckling (1976) dalam

Indahningrum dan Handayani (2009), *agency problem* akan terjadi bila proporsi kepemilikan manajer atas saham perusahaan kurang dari 100% sehingga manajer cenderung bertindak untuk mengejar kepentingan dirinya dan sudah tidak berdasarkan maksimalisasi nilai dalam pengambilan keputusan pendanaan. Kondisi tersebut merupakan konsekuensi dari pemisahan fungsi pengelola dengan fungsi kepemilikan, manajemen tidak menanggung resiko atas kesalahan dalam mengambil keputusan, resiko tersebut sepenuhnya ditanggung pemegang saham (Prinsipal). Oleh karena itu, manajemen cenderung melakukan pengeluaran yang bersifat konsumtif dan tidak produktif untuk kepentingan pribadinya, seperti peningkatan gaji dan status.

The Pecking Order Theory

Berdasarkan teori ini struktur pendanaan suatu perusahaan mengikuti suatu hirarki dimulai dari sumber dana termurah, dana internal hingga saham sebagai sumber terakhir. Jika struktur modal perusahaan dapat mempengaruhi biaya modalnya maka manajemen struktur modal merupakan hal penting dalam manajemen keuangan (Halomoan dan Djakman 2004 dalam Indahningrum dan Handayani 2009).

Kepemilikan Manajerial dan Kebijakan Hutang

Kepemilikan manajerial merupakan kepemilikan saham perusahaan oleh manajer. Dengan meningkatkan kepemilikan saham oleh manajer, maka manajer akan merasakan secara langsung akibat dari pengambilan keputusan yang diambil sehingga manajer tidak mungkin bertindak secara oportunistik lagi (Masdupi 2005 dalam Yeniatie dan Destriana 2010). Keputusan dan aktivitas di perusahaan dengan kepemilikan manajerial tentu akan berbeda dengan perusahaan tanpa kepemilikan manajerial. Dalam perusahaan dengan kepemilikan manajerial, manajer yang sekaligus pemegang saham tentunya akan

menselaraskan kepentingannya dengan kepentingannya sebagai pemegang saham. Sementara dalam perusahaan tanpa kepemilikan manajerial, manajer yang bukan pemegang saham kemungkinan hanya mementingkan kepentingannya sendiri (Christiawan dan Tarigan 2007). Dari penjelasan diatas, maka hipotesis yang akan diuji adalah sebagai berikut:

H₁ Kepemilikan Manajerial berpengaruh terhadap Kebijakan Hutang

Kepemilikan Institusional dan Kebijakan Hutang

Kepemilikan institusional merupakan kepemilikan saham oleh pihak-pihak yang berbentuk institusi seperti bank, perusahaan asuransi, perusahaan investasi, dana pensiun dan institusi lainnya. Institusi bisa menguasai mayoritas saham karena memiliki sumber daya yang lebih besar dibandingkan dengan pemegang saham lainnya (Wahidahwati 2001 dalam Djabid 2009). Dari penjelasan diatas, maka hipotesis yang akan diuji adalah sebagai berikut:

H₂ Kepemilikan Institusional berpengaruh terhadap Kebijakan Hutang

Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen merupakan kebijakan yang dikaitkan dengan penentuan apakah laba yang diperoleh akan dibagikan kepada para pemegang saham sebagai dividen atau akan ditahan dalam bentuk laba ditahan. Rasio keuangan yang dapat digunakan untuk menilai besarnya dividen yang dibagikan kepada pemegang saham adalah rasio pembayaran dividen (DPR), yaitu rasio yang menunjukkan perbandingan antara dividen per lembar saham dengan laba per lembar saham (Michael dan Wijaya 2010). Alokasi penentuan laba sebagai laba ditahan dan pembayaran dividen merupakan aspek utama dalam kebijakan dividen (Brigham 1999 dalam Larasasti 2011). Dari penjelasan diatas, maka hipotesis yang akan diuji adalah sebagai berikut:

H₃ Kebijakan Dividen berpengaruh terhadap Kebijakan Hutang

Pertumbuhan Perusahaan dan Kebijakan Hutang

Kemampuan perusahaan untuk mempertahankan posisi usahanya dalam perkembangan ekonomi dan industri dimana perusahaan tersebut beroperasi ditunjukkan oleh rasio pertumbuhan. Dalam mengukur tingkat pertumbuhan suatu perusahaan dapat dilihat misalnya dari tingkat pertumbuhan penjualan, laba bersih sesudah pajak, pendapatan per lembar saham, dan sebagainya (Steve 1997 dalam Michael dan Wijaya 2010). Dari penjelasan diatas, maka hipotesis yang akan diuji adalah sebagai berikut:

H₄ Pertumbuhan Penjualan berpengaruh terhadap Kebijakan Hutang

Profitabilitas dan Kebijakan Hutang

Profitabilitas merupakan hubungan antara pendapatan dan biaya yang dihasilkan dari penggunaan aset total badan usaha dalam aktivitas produksi (Gitman 2002 dalam Michael dan Wijaya 2010). 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 keputusan dana belum tercukupi, perusahaan dapat menggunakan hutang (Yeniatie dan Destriana 2010). Dari penjelasan diatas, maka hipotesis yang akan diuji adalah sebagai berikut:

H₅ Kepemilikan Manajerial berpengaruh terhadap Kebijakan Hutang

Free Cash Flow dan Kebijakan Hutang

Menurut Ross et al. (2000) dalam Tarjo dan Jogiyanto (2003), *free cash flow* merupakan kas perusahaan yang dapat didistribusikan kepada kreditor atau pemegang saham yang tidak diperlukan untuk modal kerja atau investasi pada saat aset tetap. Menurut

Damodaran (1996) dalam Indahningrum dan Handayani (2009), *free cash flow* berbeda dengan laba bersih yakni pertama, semua biaya non kas ditambahkan kembali ke laba bersih untuk mendapatkan aliran kas dari operasi, sehingga memungkinkan pelaporan besar laba akan lebih rendah dari aliran kas. Kedua, *free cash flow* terhadap ekuitas merupakan arus kas residual setelah memenuhi pengeluaran modal dan modal kerja yang dibutuhkan, sedangkan laba bersih tidak mencakup keduanya. Dari penjelasan diatas, maka hipotesis yang akan diuji adalah sebagai berikut:

H₆ *Free Cash Flow* berpengaruh terhadap Kebijakan Hutang

Ukuran Perusahaan dan Kebijakan Hutang

Ukuran perusahaan sangat berpengaruh terhadap struktur modal, terutama berkaitan dengan kemampuan memperoleh pinjaman. Perusahaan besar yang telah terdiversifikasi, lebih mudah untuk memasuki pasar modal, menerima penilaian kredit yang lebih tinggi dari bank komersial untuk hutang-hutang yang diterbitkan dan membayar tingkat bunga yang lebih rendah pada hutangnya. Salah satu alasannya perusahaan lebih mudah menerima pinjaman adalah karena nilai aset yang dijadikan jaminan lebih besar dan tingkat kepercayaan bank juga lebih tinggi. Aset yang dijamin dapat berupa aset tetap berwujud serta aset lainnya seperti piutang dagang dan persediaan (Wiliandri 2011). Dari penjelasan diatas, maka hipotesis yang akan diuji adalah sebagai berikut:

H₇ Ukuran Perusahaan berpengaruh terhadap Kebijakan Hutang

Struktur Aset dan Kebijakan Hutang

Struktur aset berhubungan dengan kekayaan perusahaan yang dapat dijadikan jaminan yang lebih fleksibel akan cenderung menggunakan hutang lebih besar daripada perusahaan yang struktur asetnya tidak fleksibel (Brigham dan Houston 2001 dalam Yeniatie dan Destriana 2010). Aset tetap adalah aset berwujud yang dimiliki untuk digunakan dalam produksi atau penyediaan barang atau jasa, untuk direntalkan kepada pihak lain, atau untuk tujuan administratif, dan diharapkan untuk digunakan lebih dari satu periode (Ikatan Akuntan Indonesia 2009). Salah satu persyaratan dalam mengajukan pinjaman adalah adanya aset tetap berwujud yang dapat dijamin sehingga semakin besar nilai aset tetap berwujud yang dimiliki cenderung semakin besar juga pinjaman yang dapat diperoleh (Soesetio 2008). Dari penjelasan diatas, maka hipotesis yang akan diuji adalah sebagai berikut:

H₈ Struktur Aset berpengaruh terhadap Kebijakan Hutang

METODA PENELITIAN

Populasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan non keuangan yang terdapat di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode waktu 3 tahun berturut-turut yaitu dari tahun 2009 sampai dengan tahun 2011. Pemilihan sampel dilakukan dengan metode *purposive sampling* dengan proses pemilihan sampel sebagai berikut:

Tabel 1 Proses Pemilihan Sampel

KETERANGAN	PERUSAHAAN	DATA
Perusahaan non keuangan yang terdaftar di BEI tahun 2009-2011	347	1041
Perusahaan yang laporan keuangan tidak berakhir tanggal 31 Desember secara konsisten dari tahun 2009-2011	(4)	(12)
Perusahaan yang tidak menerbitkan laporan keuangan menggunakan mata uang rupiah secara konsisten dari tahun 2009-2011	(23)	(69)
Perusahaan yang tidak memiliki <i>long term debt</i> secara konsisten dari tahun 2009-2011	(133)	(399)
Perusahaan yang tidak membagikan dividen kas secara konsisten dari tahun 2009-2011	(130)	(390)
Perusahaan yang tidak memiliki <i>operating income</i> secara konsisten dari tahun 2009-2011	(4)	(12)
Total perusahaan	53	159
Data yang dioutlier		(13)
Total data setelah outlier		146

Kebijakan hutang (DEBT) merupakan segala jenis hutang yang dibuat atau diciptakan oleh perusahaan baik hutang lancar maupun hutang jangka panjang (Indahningrum dan Handayani 2009). Skala pengukuran yang digunakan adalah skala rasio dan dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$DEBT = \frac{\text{Hutang jangka panjang}}{\text{Total ekuitas akhir tahun}}$$

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 menunjukkan bahwa perusahaan tidak memiliki kepemilikan manajerial, sedangkan nilai 1 menunjukkan perusahaan yang memiliki kepemilikan manajerial (Yeniatie dan Destriana 2010). Skala pengukuran yang digunakan adalah skala nominal.

Kepemilikan institusional (INST) menunjukkan persentase saham yang dimiliki oleh pihak institusional pada akhir tahun (Yeniatie dan Destriana 2010). Kepemilikan oleh institusi lain berarti kepemilikan saham oleh pihak institusi lain yaitu kepemilikan oleh perusahaan atau lembaga lain. Ismiyanti dan Hanafi (2003) menyatakan bahwa *blockholder* juga termasuk dalam kepemilikan oleh institusi lain. *Blockholder* adalah kepemilikan oleh perseorangan dengan nilai di atas 5% dan perseorangan tersebut tidak termasuk dalam jajaran manajemen. Skala pengukuran yang digunakan adalah skala rasio dan dapat dirumuskan sebagai berikut:

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

Kebijakan dividen (DPR) dapat diartikan sebagai bagian yang dibagikan oleh emiten kepada masing-masing pemegang saham (Indahningrum dan Handayani 2009).

Skala yang digunakan adalah skala rasio dan dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$DPR = \frac{\text{Dividen per share}}{\text{Earning per share}}$$

Pertumbuhan perusahaan (GROWTH) merupakan tingkat perubahan total aset dari tahun ke tahun (Yeniatie dan Destriana 2010). Skala pengukuran yang digunakan adalah skala rasio dan dapat dirumuskan sebagai berikut:

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

Profitabilitas (PROF) merupakan kemampuan perusahaan memanfaatkan aset yang ada untuk menghasilkan pendapatan (Yeniatie dan Destriana 2010). Skala pengukuran yang digunakan adalah skala rasio dan dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$PROF = \frac{\text{Operating income}}{\text{Total aset}}$$

Free cash flow merupakan kelebihan yang diperlukan untuk mendanai semua proyek yang memiliki *net present value* positif (Indahningrum dan Handayani 2009). Skala pengukuran yang digunakan adalah skala rasio. *Free cash flow* dihitung dengan menggunakan rumus Ross *et al.* (2000) dalam Indahningrum dan Handayani (2009) yang dirumuskan sebagai berikut:

$$FCFit = (\text{Aliran kas operasi perusahaan } i \text{ pada tahun } t) - (\text{Pengeluaran modal perusahaan } i \text{ pada tahun } t) - (\text{Modal kerja bersih perusahaan } i \text{ pada tahun } t)$$

Ukuran perusahaan dapat diartikan sebagai besar kecilnya perusahaan dilihat dari besarnya nilai ekuitas, nilai perusahaan ataupun hasil nilai total aset dari suatu perusahaan. Dalam penelitian ini ukuran perusahaan disimbolkan dengan *size* dan dengan menggunakan proxy natural log *total asset* (Masdupi 2005). Skala pengukuran yang digunakan adalah skala rasio dan dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$SIZE = \ln (\text{Total Aset})$$

Struktur aset merupakan variabel yang pengukurannya menggunakan hasil bagi antara *fixed asset* terhadap *total asset* (Djabid 2009). Skala pengukuran yang digunakan adalah skala rasio dan dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$\text{'ASSET} = \frac{\text{Total Aktiva Tetap Bersih}}{\text{Total Aktiva}}$$

Penelitian ini menggunakan model empiris untuk menguji hipotesis yang diilustrasikan sebagai berikut:

$$DEBT = a + b_1INSDR + b_2INST + b_3DPR + b_4GROWTH + b_5PROF + \varepsilon$$

Keterangan DEBT Kebijakan hutang, a Konstanta, INSDR Kepemilikan manajerial, INST Kepemilikan institusional, DPR Kebijakan dividen, GROWTH Pertumbuhan perusahaan, PROF Profitabilitas, FCF *Free cash flow*, SIZE Ukuran perusahaan, ASSET Struktur aset, dan ε , *Error term*

HASIL PENELITIAN

Hasil statistik deskriptif dan distribusi frekuensi kepemilikan manajerial dari penelitian ini adalah sebagai berikut:

Tabel 2 Statistik Deskriptif

Variabel	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
DEBT	0,00006	2,51383	0,2850854	0,35369106
INSDR	0	1,00000	0,5157233	0,50133172
INST	0,01975	1,00000	0,6673989	0,25036807
DPR	0,01517	3,30724	0,3936781	0,43631456
GROWTH	0,49415	3,64733	1,1765871	0,28070562
PROF	0,00015	0,64101	0,1608622	0,11970429
FCF	-1,494E+13	3,525E+13	-4,401E+10	5,308E+12
SIZE	25,01141	32,66486	28,7029164	1,61350005
ASSET	0,01096	0,87110	0,3363667	0,19736691

Tabel 3 Distribusi Frekuensi Kepemilikan Manajerial

Keterangan	Frekuensi	Persentase
Perusahaan yang tidak memiliki kepemilikan manajerial	77	48,4
Perusahaan yang memiliki kepemilikan manajerial	82	51,6
Total	159	100

Hasil pengujian model regresi hipotesis dapat dilihat pada tabel 4 berikut ini:

Tabel 4 Hasil uji Hipotesis

Variabel	B	T	Sig
INSDR	-0,018	-0,334	0,739
INST	-0,238	-2,056	0,042
DPR	0,015	0,242	0,809
GROWTH	0,238	2,525	0,013
PROF	-1,070	-4,004	0,000
FCF	1,219E-14	1,889	0,061
SIZE	0,017	1,014	0,312
ASSET	0,523	3,613	0,000
F			5,545
Sig			0,000

Berdasarkan hasil uji t pada tabel 4 di atas, maka dapat disimpulkan bahwa kepemilikan manajerial (INSDR) memiliki nilai signifikan sebesar 0,739 lebih besar dari 0,05. Hal ini berarti kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan.

Kepemilikan institusional (INST) memiliki nilai signifikan sebesar 0,042 lebih kecil dari 0,05. Hal ini berarti kepemilikan institusional berpengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan. Artinya semakin tinggi kepemilikan institusional maka investor akan semakin efektif dalam memonitori perilaku manajemen. Adanya *monitoring* yang efektif

menyebabkan penggunaan hutang menurun, karena peranan hutang sebagai salah satu alat monitoring sudah diambil alih oleh *institutional ownership* yang akan mengurangi *agency cost of debt*.

Kebijakan dividen (DPR) memiliki nilai signifikan sebesar 0,809 lebih besar dari 0,05. Hal ini berarti kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan.

Pertumbuhan perusahaan (GROWTH) memiliki nilai signifikan sebesar 0,013 lebih kecil dari 0,05. Hal ini berarti pertumbuhan perusahaan berpengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan. Artinya perusahaan yang sedang tumbuh akan membutuhkan banyak dana yang akan berakibat pada peningkatan hutang.

Profitabilitas (PROF) memiliki nilai signifikan sebesar 0,000 lebih kecil dari 0,05. Hal ini berarti profitabilitas berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang perusahaan. Artinya perusahaan yang tingkat profitabilitasnya tinggi berarti mampu untuk menghasilkan dana yang lebih banyak dari bagi perusahaan sehingga perusahaan akan mengalokasikan keuntungan pada laba ditahan, maka perusahaan akan lebih menggunakan sumber dana internal daripada sumber dana eksternal (hutang) untuk membiayai kegiatan operasional perusahaan.

Free cash flow (FCF) memiliki nilai signifikan sebesar 0,061 lebih besar dari 0,05. Hal ini berarti *free cash flow* tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan. Ukuran perusahaan (SIZE) memiliki nilai signifikan sebesar 0,312 lebih besar dari 0,05. Hal ini berarti ukuran perusahaan tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan.

Struktur aset (ASSET) memiliki nilai signifikan sebesar 0,000 lebih kecil dari 0,05. Hal ini berarti struktur aset berpengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan. Artinya semakin tinggi jumlah *fixed asset* dalam total aset perusahaan maka akan semakin mempermudah perusahaan untuk mendapatkan hutang karena *fixed asset*

tersebut dapat dijadikan sebagai jaminan bagi kreditur.

PENUTUP

Berdasarkan hasil analisis dan pembahasan yang telah diuraikan dapat diperoleh kesimpulan bahwa Kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Hasil ini konsisten dengan hasil penelitian Indahningrum dan Handayani (2009), Murni dan Andriana (2007), Djabid (2009), Larasasti (2011), Yenieatie dan Destriana (2010). Namun hasil penelitian tersebut tidak konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Nurfauziah *et al.* (2007), Christiawan dan Tarigan (2007), Susilawati (2010), dan Michael dan Wijaya (2010). Kepemilikan institusional berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Hasil ini konsisten dengan hasil penelitian Nurfauziah *et al.* (2007) dan Yenieatie dan Destriana (2010). Namun hasil penelitian tersebut tidak konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Murni dan Andriana (2007), Indahningrum dan Handayani (2009), Larasasti (2011), Djabid (2009) dan Wuryaningsih (2004). Kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Hasil ini konsisten dengan hasil penelitian Indahningrum dan Handayani (2009), Djabid (2009) dan Yenieatie dan Destriana (2010). Namun hasil penelitian tersebut tidak konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Murni dan Andriana (2007) dan Larasasti (2011). Pertumbuhan perusahaan berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Hasil ini konsisten dengan hasil penelitian Yenieatie dan Destriana (2010). Namun hasil penelitian tersebut tidak konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Murni dan Andriana (2007), Indahningrum dan Handayani (2009).

Profitabilitas berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Hasil ini konsisten dengan hasil penelitian Indahningrum dan Handayani (2009), Michael dan Liliana (2010), Sugiarto dan Fongnawati (2007), Yenieatie dan Destriana

(2010). Namun hasil penelitian tersebut tidak konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Masdupi (2005). *Free cash flow* tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Hasil ini tidak konsisten dengan hasil penelitian Indahningrum dan Handayani (2009), serta Tarjo dan Jogiyanto (2005). Ukuran perusahaan tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Hasil ini konsisten dengan hasil penelitian Soesetio (2008). Namun hasil penelitian tersebut tidak konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Susanto (2011), Susilawati (2010) dan Wiliandri (2011). Struktur aset berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang. Hasil ini konsisten dengan hasil penelitian Yenieatie dan Destriana (2010). Namun hasil penelitian tersebut tidak konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Margaretha dan Asmariyani (2009).

Dari penelitian yang telah dilakukan, masih terdapat beberapa keterbatasan yaitu periode penelitian yang dilakukan yaitu hanya

tiga tahun, karena keterbatasan waktu, data tidak berdistribusi normal, data ini masih terdapat masalah heteroskedastisitas, penelitian ini hanya menggunakan delapan variabel independen sehingga masih terdapat variabel-variabel lain yang berpengaruh terhadap kebijakan hutang yang tidak termasuk ke dalam penelitian ini. Berdasarkan keterbatasan yang ada, maka peneliti mengajukan beberapa rekomendasi kepada peneliti-peneliti selanjutnya. Rekomendasi tersebut antara lain yaitu memperpanjang periode penelitian sehingga dapat menambah jumlah sampel yang digunakan dalam penelitian, untuk mengatasi sampel yang tidak berdistribusi secara normal maka dapat dilakukan penambahan sampel penelitian, memperbanyak sampel untuk mengatasi masalah heteroskedastisitas, menambahkan variabel independen yang dapat mempengaruhi kebijakan hutang seperti kebijakan investasi, risiko perusahaan.

REFERENSI:

- Christiawan, Yulius Jogi dan Josua Tarigan. 2007. Kepemilikan Manajerial: Kebijakan Hutang, Kinerja dan Nilai Perusahaan. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*. 9(1), 1-8.
- Djabid, Abdullah W. 2009. Kebijakan Dividen dan Struktur Kepemilikan terhadap Kebijakan Utang: Sebuah Perspektif *Agency Theory*. *Jurnal Keuangan dan Perbankan*. 13(2), 249-259.
- Ikatan Akuntan Indonesia. 2009. *Standar Akuntansi Keuangan*. Jakarta: Salemba Empat.
- Indahningrum, Rizka Putri dan Ratih Handayani. 2009. Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Dividen, Pertumbuhan Perusahaan, Free Cash Flow dan Profitabilitas terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*. 11(3), 189-207.
- Ismiyanti, Fitri dan Mamduh M. Hanafi. 2003. Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Risiko, Kebijakan Hutang dan Kebijakan Dividen: Analisis Persamaan Simultan. *Prosiding Simposium Nasional Akuntansi VI*. Oktober, 260-227.
- Larasasti, Eva. 2011. Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional dan Kebijakan Dividen terhadap Kebijakan Hutang perusahaan. *Jurnal Ekonomi Bisnis*. 16(2), 103-107.
- Margaretha, Farah dan Andhini Asmariyani 2009. Faktor-faktor *Agency Theory* yang mempengaruhi Kebijakan Hutang. *Media Riset Bisnis dan Manajemen*. 9(1), 1-20.
- Masdupi, Erni. 2005. Analisis Dampak Struktur Kepemilikan pada Kebijakan Hutang dalam Mengontrol Konflik Keagenan. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*. 20(1), 57-69.
- Michael dan Liliana Inggrit Wijaya. 2010. Pengaruh Risiko, Profitabilitas, Pertumbuhan Aset, dan Aset Tetap terhadap Kebijakan Dividen dan Kebijakan Utang. *Manajemen dan Bisnis*. 9(2), 202-214.
- Murni, Sri dan Andriana. 2007. Pengaruh Insider Ownership, Institutional Investor, Dividend Payments, 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.

- Nurfauziah, D. Agus Harjito, Hertya Dwi Ameliawati. 2007. Hubungan Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusi dan Kebijakan Hutang dalam Perspektif Masalah Agensi di Indonesia. *Ventura*. 10(1), 47-61.
- Soesetio, Yuli. 2008. Kepemilikan Manajerial dan Institusional, Kebijakan Dividen, Ukuran Perusahaan, Struktur Aset dan Profitabilitas terhadap Kebijakan Hutang. *Jurnal Keuangan dan Perbankan*. September, 12(3), 384-398.
- Sugiarto dan Fongnawati Budhijono. 2007. Telaahan Indikasi Keagenan pada Kebijakan Leverage Perusahaan Keluarga di BEJ. *Akuntabilitas*. 6(2), 165-178.
- Susanto, Yulius Kurnia. 2011. Kepemilikan Saham, Kebijakan Dividen, Karakteristik Perusahaan, Risiko Sistematik, Set Peluang Investasi dan Kebijakan Hutang. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*. 13(3), 195-210.
- Susilawati, R. Anastasia Endang. 2010. Analisis Free Cash Flow dan Kepemilikan Manajerial terhadap Kebijakan Hutang pada Perusahaan Publik di Indonesia. *Jurnal Ekonomi Modernisasi*. 6(2), 109-129.
- Tarjo dan Jogiyanto HM. 2003. Analisa Free Cash Flow dan Kepemilikan Manajerial terhadap Kebijakan Utang pada Perusahaan Publik di Indonesia. *Prosiding Simposium Nasional Akuntansi VI*. Oktober, 278-295.
- Wahidahwati. 2002. Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Institusional pada Kebijakan Hutang Perusahaan: Sebuah Perspektif Theory Agency. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*. 5(1), 1-16.
- Wiliandri, Ruly. 2011. Pengaruh Blockholder Ownership dan Firm Size terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan. *Jurnal Ekonomi Bisnis*. 16(2), 95-102.
- Wuryaningsih D.L. 2004. Pengujian Pengaruh *Capital Structure* pada *Debt Policy* (Studi Empiris pada Perusahaan Manufaktur di Indonesia). *Benefit*, 8(2), 139-150.
- Yeniatie dan Nicken Destriana. 2010. Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang pada Perusahaan Nonkeuangan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*. 12(1), 1-16.