

VARIABEL-VARIABEL YANG MEMPENGARUHI KEBIJAKAN HUTANG PADA PERUSAHAAN NON KEUANGAN YANG PUBLIK

APIT SUSANTI

STIE Trisakti
apitdusanti@gmail.com

Abstract : *The purpose of this research is to examine the effect of insider ownership, institutional ownership, dividend policy, asset structure, profitability, firm growth and business risk to debt policy. Data were taken from non-financial companies are listed at Indonesia Stock Exchange for three years (2009-2011). Only 45 companies meet the criteria and taken as sample. The statistical used in this research was multiple regression. The research showed that institutional ownership, asset structure, profitability and firm growth had effect to debt policy. While, insider ownership, dividend policy, and business risk had no effect to debt policy.*

Keywords : Debt policy, assets structure, profitability, institutional ownership, firm growth.

Abstrak : Tujuan penelitian adalah untuk mengetahui pengaruh kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, kebijakan dividen, struktur aset, profitabilitas, pertumbuhan perusahaan dan risiko bisnis terhadap kebijakan hutang. Data yang digunakan adalah perusahaan non keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama 3 tahun (2009–2011). Terdapat 45 perusahaan yang sesuai dengan kriteria dan menjadi sampel. Pengujian penelitian ini menggunakan regresi berganda. Penelitian ini menunjukkan adanya pengaruh kepemilikan institusional, struktur aset, profitabilitas dan pertumbuhan perusahaan terhadap kebijakan hutang. Namun kepemilikan manajerial, kebijakan dividen dan risiko bisnis tidak mempunyai pengaruh terhadap kebijakan hutang.

Keywords : Kebijakan hutang, struktur aset, profitabilitas, kepemilikan institusional, pertumbuhan perusahaan.

PENDAHULUAN

Untuk meminimalkan konflik keagenan (*agency conflict*) antara manajer dan pemegang saham maka dibutuhkan suatu mekanisme pengawasan yang dapat mensejajarkan kepen-

tingan pihak-pihak terkait (Wahidahwati 2002). Namun, adanya mekanisme pengawasan itu menyebabkan munculnya biaya yang disebut *agency cost*. Murni dan Andriana (2007) menyatakan *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*. Pertama, dengan cara meningkatkan kepemilikan saham perusahaan oleh manajer sehingga dengan demikian manajer merasakan langsung manfaat dari keputusan yang diambil dan juga apabila ada kerugian yang timbul sebagai konsekuensi dari pengambilan keputusan yang salah. Kepemilikan ini akan mensejajarkan kepentingan manajer dengan pemegang saham (Jensen dan Meckling 1976).

Kedua, dengan meningkatkan *dividend payout ratio*, sehingga tidak tersedia cukup banyak *free cash flow* dan manajer terpaksa mencari pendanaan dari luar untuk membiayai investasinya (Wahidahwati 2002). Ketiga, meningkatkan *monitoring agent* oleh *institutional investor*. Adanya kepemilikan oleh institusi lain seperti perusahaan investasi, bank, dan perusahaan asuransi maupun berupa kepemilikan lembaga lain maka akan mendorong munculnya pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja manajemen (Murni dan Adriana 2007).

Keempat, meningkatkan pendanaan dengan hutang. 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 *non-diversifiable* 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.

Penelitian empiris mengenai faktor-faktor yang dapat mempengaruhi pengambilan keputusan manajer dalam menetapkan kebijakan hutang telah sering dilakukan sebelumnya. Akan tetapi, terdapat banyak perbedaan-perbedaan berkaitan dengan arah hubungan variabel independen terhadap variabel dependennya sehingga hasil penelitian-penelitian sebelumnya belum dapat digeneralisasi secara empiris.

Berdasarkan isu riset yang diungkapkan di atas maka penulis termotivasi untuk menguji kembali (replikasi) faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan hutang terutama berkaitan dengan arah hubungannya. Penelitian ini merupakan pengembangan penelitian Murni dan Adriana (2007). Tujuan dalam penelitian ini adalah untuk mendapatkan bukti empiris mengenai pengaruh kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, kebijakan dividen, struktur aset, profitabilitas, pertumbuhan perusahaan dan risiko bisnis terhadap kebijakan hutang perusahaan.

Kepemilikan Manajerial dan Kebijakan 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. Jika manajer memiliki kepemilikan

saham yang tinggi dalam perusahaan, maka mereka akan mengurangi tingkat hutang secara optimal, sehingga akan mengurangi biaya keagenan (Wahidahwati 2002).

Beberapa penelitian yang menguji hubungan antara struktur kepemilikan manajerial dengan hutang diantaranya Bahatla *et al.* (1994), Moh'd *et al.* (1980), Masdupi (2005) dan Junaidi (2006) yang menemukan hubungan negatif antara kepemilikan manajerial terhadap kebijakan hutang. Berbeda dengan penelitian Soliha dan Taswan (2002) yang menemukan bahwa hubungan antara kepemilikan manajerial dan kebijakan hutang adalah positif. Walaupun demikian, penelitian-penelitian di atas bertentangan dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Murni dan Andriana (2007), Harjito dan Nurfauziah (2006) dan Wuryaningsih (2004:147) yang menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial tidak mempunyai pengaruh terhadap kebijakan hutang. Berdasarkan ketidakkonsistenan hasil penelitian di atas, hipotesis yang diajukan adalah:

H₁: Kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap kebijakan hutang.

Kepemilikan Institusional dan Kebijakan Hutang

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.

Nasser dan Firlano (2006) menyatakan bahwa kepemilikan institusional adalah pihak yang paling mempengaruhi dalam menentukan hutang. Penelitian Wahidahwati (2002), Junaidi (2006), Masdupi (2005), Murni dan Andriana

(2007), yang menemukan bahwa pengaruh kepemilikan institusional terhadap hutang adalah negatif. Berbeda halnya dengan hasil penelitian Fitri dan Hanafi (2002), serta sesuai dengan penelitian yang telah dilakukan oleh Nasser dan Firlano (2006), Murni dan Andriana (2007) yang menemukan hubungan antara kepemilikan institusional dengan kebijakan hutang adalah positif. Walaupun demikian, penelitian-penelitian di atas bertentangan dengan hasil penelitian Wuryaningsih (2004), Indrawati dan Suhendro (2006) yang mendapatkan hasil bahwa kepemilikan institusional tidak memiliki pengaruh terhadap hutang. Berdasarkan ketidakkonsistenan hasil penelitian di atas, hipotesis yang diajukan adalah:

H₂: Kepemilikan institusional berpengaruh terhadap kebijakan hutang.

Kebijakan Dividen dan Kebijakan Hutang

Perusahaan yang memiliki *dividen payout ratio* yang tinggi lebih menyukai pendanaan dengan modal sendiri dikarenakan pembayaran dividen akan meningkatkan kewajiban perusahaan dan pembayaran dividen umumnya dilakukan setelah perusahaan melakukan pembayaran terhadap bunga dan cicilan hutang perusahaan.

Hasil penelitian Siregar (2005) menunjukkan pengaruh positif dividen terhadap tingkat *leverage* perusahaan. Sedangkan hasil penelitian Paramu (2006) dan Wahidahwati (2002), Junaidi (2006) dan Yuniningsih (2003) menunjukkan bahwa dividen tidak berpengaruh terhadap hutang. Murni dan Andriana (2007) mengatakan pembagian dividen akan menurunkan tingkat hutang perusahaan. Hasil penelitian ini sesuai dengan hasil penelitian Ismiyati dan Hanafi (2003) yang mengatakan bahwa pembagian dividen berhubungan negatif dengan *debt ratio*. Berdasarkan ketidakkonsistenan hasil penelitian di atas, hipotesis yang diajukan adalah :

H₃: Kebijakan dividen berpengaruh terhadap kebijakan hutang.

Struktur Aset dan Kebijakan Hutang

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

Perusahaan yang memiliki struktur aset dengan porsi aset tetap yang tinggi lebih mudah dalam melakukan pinjaman terhadap pihak eksternal karena dinilai memiliki *securable assets* (aktiva jaminan) yang lebih baik. Kreditur akan merasa lebih aman jika memberikan pinjaman kepada perusahaan yang memiliki aktiva tetap dengan porsi yang tinggi. Oleh karena itu, dapat disimpulkan bahwa struktur aset (dalam hal ini dijelaskan dengan *tangibility*) berpengaruh positif terhadap *leverage* perusahaan. Hal ini didukung dengan hasil penelitian Masdupi (2005), Wahidahwati (2002). Sedangkan pada penelitian Harjanti dan Tandelilin (2007) menunjukkan tidak ada pengaruh struktur aset terhadap *leverage* perusahaan. Hasil penelitian tersebut juga sesuai dengan penelitian Fidyati (2003) yang mengatakan bahwa semakin banyak aset tetap suatu perusahaan, maka semakin mudah perusahaan mendapatkan dana dengan hutang. Sedangkan Junaidi (2006) dan Yuniningsih (2003) berpendapat bahwa struktur aset tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Berdasarkan ketidakkonsistenan hasil penelitian di atas, hipotesis yang diajukan adalah :

H₄: Struktur aset berpengaruh terhadap kebijakan hutang.

Profitabilitas dan Kebijakan Hutang

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.

Menurut penelitian Harjanti dan Tandelilin (2007), profitabilitas memiliki pengaruh negatif terhadap kebijakan hutang. Semakin tinggi tingkat profitabilitas perusahaan maka semakin kecil hutang yang digunakan dalam kegiatan pendanaan. Perusahaan dengan *rate of return* yang tinggi cenderung menggunakan proporsi hutang yang relatif kecil, hal ini disebabkan *return* yang tinggi akan menyediakan sejumlah dana internal yang relatif besar yang diakumulasikan sebagai laba ditahan (Mayangsari 2001). Hal ini sesuai dengan *pecking order theory* yang menyatakan bahwa pendanaan internal lebih disukai oleh perusahaan. Semakin tinggi porsi dana yang tersedia untuk membiayai operasional perusahaan dan kesempatan investasi yang berasal dari laba ditahan, maka tingkat *leverage* akan semakin kecil. Hasil penelitian dari Hartono (2004), Azib (2005), Musyafikin (2005) serta Harjanti dan Tandelilin (2007) memberikan hasil yang konsisten satu sama lain, yaitu profitabilitas memiliki pengaruh negatif terhadap porsi hutang perusahaan, hal ini sesuai dengan POT. Sedangkan hasil penelitian Mayangsari (2001) menunjukkan tidak ada pengaruh profitabilitas terhadap hutang. Berdasarkan ketidakkonsistenan hasil penelitian di atas, hipotesis yang diajukan adalah :

H₅: Profitabilitas berpengaruh terhadap kebijakan hutang.

Pertumbuhan Perusahaan dan Kebijakan Hutang

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 sehingga pertumbuhan perusahaan mempunyai pengaruh positif terhadap hutang perusahaan.

Menurut Frensidy dan Setyawan (2007), pertumbuhan perusahaan berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang. Semakin tinggi pertumbuhan perusahaan maka penggunaan

hutang untuk membiayai kebutuhan dana perusahaan akan semakin besar. Pertumbuhan perusahaan menunjukkan besarnya dana yang dialokasikan oleh perusahaan ke dalam asetnya. Oleh karena itu, pertumbuhan aktiva akan menuntut perusahaan untuk menyediakan dana yang memadai. Dalam *pecking order theory*, dinyatakan bahwa perusahaan akan cenderung mengutamakan penggunaan dana internal, tapi jika tidak mencukupi, dana eksternal yang menjadi alternatif pertama adalah hutang. Oleh karena itu, jika diasumsikan bahwa aktiva perusahaan mengalami pertumbuhan sedangkan faktor lain dianggap tetap (*ceteris paribus*), maka peningkatan aktiva akan memicu peningkatan *leverage* perusahaan. Hal ini didukung oleh penelitian Fidyati (2003), Saidi (2004), Azib (2005) dan Musyafikin (2005) menunjukkan pengaruh positif pertumbuhan aset terhadap tingkat *leverage*. Berdasarkan ketidakkonsistenan hasil penelitian di atas, hipotesis yang diajukan adalah :

H₆: Pertumbuhan perusahaan berpengaruh terhadap kebijakan hutang.

Risiko Bisnis dan Kebijakan Hutang

Risiko bisnis merupakan indikator ketidakstabilan harga saham dan *return* yang diterima oleh pemegang saham (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 pengujian menunjukkan risiko bisnis mempunyai hubungan positif dan *leverage* dan tidak berpengaruh terhadap *leverage* (Harjanti dan Tandililin 2007). Sedangkan hasil penelitian Junaidi (2006) hubungan antara risiko bisnis dan hutang berlawanan arah (negatif), hal ini berarti perusahaan dengan risiko yang tinggi cenderung memiliki hutang yang rendah. Hasil penelitian tersebut konsisten dengan Yuniningsih (2003), Wahidahwati (2001). Sedang-

kan hasil penelitian Saidi (2004) menunjukkan risiko bisnis tidak berpengaruh terhadap hutang perusahaan.

H₇: Risiko Bisnis berpengaruh terhadap kebijakan hutang.

METODA PENELITIAN

Objek yang digunakan dalam penelitian ini adalah perusahaan non keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) dari 2009 sampai dengan 2011. Dari jumlah total 299 perusahaan yang terdaftar di BEI dari 2009 sampai dengan 2011, jumlah sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah sebanyak 45 perusahaan. Hasil perolehan sampel dapat dilihat pada tabel 1 berikut:

Tabel 1 Prosedur Pemilihan Sampel

Kriteria Sampel	Perusahaan	Total data
Perusahaan yang terdaftar di BEI secara konsisten dan mempublikasikan laporan keuangan per 31 Desember dari 2009 sampai 2011	299	897
Perusahaan yang bergerak dibidang keuangan dari 2009-2011	(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 dalam periode 2009-2011	(105)	(315)
Perusahaan yang tidak memiliki kepemilikan institusional secara konsisten dari 2009-2011	(1)	(3)
Perusahaan yang tidak membayarkan dividen minimal satu kali untuk setiap tahun penelitian (2009-2011)	(87)	(261)
Jumlah data perusahaan sebelum <i>outlier</i>	45	135
Jumlah data perusahaan yang dihilangkan setelah <i>outlier</i>		(15)
Jumlah data perusahaan setelah <i>outlier</i>		120

Kebijakan hutang perusahaan digambarkan dengan *debt ratio*. Menurut Masdupi (2005) kebijakan hutang dapat dihitung dengan membagi jumlah hutang jangka panjang dengan total hutang jangka panjang ditambah dengan ekuitas. Kepemilikan managerial 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 nilai 0 dan 1 (Ismiyati dan Hanafi 2004). Nilai 0 menunjukkan perusahaan yang tidak memiliki kepemilikan manajerial dan nilai 1 menunjukkan yang memiliki kepemilikan manajerial. Kepemilikan institusional menunjukkan persentase saham yang dimiliki oleh pihak institusional pada akhir tahun yang diukur dengan persentase dalam skala rasio. Menurut Murni dan Andriana (2007) kepemilikan institusional (INST) dapat dihitung dengan membagi jumlah saham yang dimiliki institusi dengan jumlah saham beredar.

Kebijakan dividen menggambarkan jumlah dividen yang dibagikan kepada para pemegang saham yang dicerminkan dalam *dividen payout ratio*. Menurut Murni dan Andriana (2007) *dividen payout ratio* dapat dihitung dengan membagi dividen yang dibayarkan dengan *Earning After Tax* (EAT). Penggunaan EAT disebabkan dividen yang dibayarkan kepada pemegang saham merupakan pendapatan bersih setelah dikurangi pajak dan pembayaran bunga pinjaman. Struktur aset menggambarkan jumlah kekayaan (aset) yang dapat dijadikan jaminan oleh perusahaan untuk dapat memperoleh pinjaman. Menurut Junaidi (2002) struktur aset dapat dihitung dengan membagi aset tetap dengan total aset.

Profitabilitas menggambarkan *earnings* untuk pendanaan investasi. Menurut Masdupi (2005) profitabilitas dapat didefinisikan dengan *ratio of operating income to total asset* yaitu dengan membagi *operating income* dengan *total asset*. Pertumbuhan perusahaan adalah

tingkat pertumbuhan total aset. Tingkat pertumbuhan yang tinggi akan menandakan keberhasilan perusahaan dalam menggalang lebih banyak sumber-sumber daya bagi perusahaan. Variabel ini diukur dengan menggunakan persentase perubahan dalam total aset. Risiko bis-

nis merupakan indikator ketidakstabilan harga saham dan return yang diterima oleh pemegang saham. Risiko bisnis dihitung sebagai deviasi standar *return* saham secara bulanan selama satu tahun (Vidyantie dan Handayani 2006).

HASIL PENELITIAN

Untuk mengetahui karakteristik variabel dapat dilihat pada tabel 2 berikut :

Tabel 2 Statistik Deskriptif

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

Hasil dari uji hipotesis dapat dilihat pada tabel 3 berikut :

Tabel 3 Hasil Uji Hipotesis

Variabel	B	T	Sig	VIF
Konstanta	0,377	4,497	0,000	
INSD	-0,040	0,420	0,233	1,112
INST	-0,237	-1,866	0,026	1,090
DPR	-0,073	-2,000	0,402	1,302
AST	0,377	-1,592	0,000	1,115
PROF	-0,521	1,059	0,011	1,182
GROWTH	0,190	-3,938	0,020	1,086
RISK BIS	-0,131	-1,791	0,559	1,051

AdjR² 0,287

Berdasarkan hasil uji pada tabel 3 dapat dilihat bahwa nilai signifikan kepemilikan manajerial (INSD) sebesar 0,233 lebih besar dari 0,05 sehingga H₁ ditolak 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 konsisten dengan penelitian oleh Harjito dan Nurfauziah (2006) dan Wuryaningsih (2004) serta tidak konsisten dengan hasil penelitian Masdupi (2005), Junaidi (2006), dan Wahidahwati (2001).

Berdasarkan hasil uji pada tabel 3 dapat dilihat bahwa nilai signifikan kepemilikan institusional (INST) sebesar 0,026 lebih kecil dari 0,05 sehingga H₂ diterima yang berarti bahwa kepemilikan institusional berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Keberadaan pemilik institusional untuk pengawasan perilaku manajemen dan menyebabkan penggunaan hutang menurun, karena peranan hutang sebagai salah satu alat pengawasan *agency cost* sudah diambil ahli oleh pemilik institusional. Hasil pe-

nelitian ini konsisten dengan penelitian Masdupi (2005), Junaidi (2006), dan Wahidahwati (2001) serta tidak konsisten dengan hasil penelitian Murni dan Andriana (2007) dan Bukhori (2005).

Berdasarkan hasil uji pada tabel 3 dapat dilihat bahwa nilai signifikan kebijakan dividen (DPR) sebesar 0,402 lebih besar dari 0,05 sehingga H_3 ditolak 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. Hubungan tersebut tidak berjalan secara efektif, sehingga kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian Harjito dan Nurfauziah (2006), Wahidahwati (2001) serta tidak konsisten dengan hasil penelitian Murni dan Andriana (2007), Masdupi (2005), Bukhori (2005), Yuniningsih (2003), dan Junaidi (2006).

Berdasarkan hasil uji pada tabel 3 dapat dilihat bahwa nilai signifikan struktur aset (AST) sebesar 0,000, lebih kecil dari 0,05 sehingga H_4 diterima yang berarti bahwa struktur aset berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Semakin tinggi jumlah *fixed asset* dalam *total asset* perusahaan semakin mempermudah perusahaan untuk mendapatkan hutang karena *fixed asset* tersebut dapat dijadikan sebagai jaminan bagi kreditur. Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian Masdupi (2005), Harjito dan Nurfauziah (2006), Wahidahwati (2001) serta tidak konsisten dengan hasil penelitian Yuniningsih (2003), dan Junaidi (2006).

Berdasarkan hasil uji pada tabel 3 dapat dilihat bahwa nilai signifikan profitabilitas (PROF) sebesar 0,011 lebih kecil dari 0,05 sehingga H_5 diterima yang berarti bahwa profitabilitas berpengaruh 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 uji pada tabel 3 dapat dilihat bahwa nilai signifikan pertumbuhan perusahaan (GROWTH) sebesar 0,020 lebih kecil dari 0,05 sehingga H_6 diterima yang berarti bahwa pertumbuhan perusahaan berpengaruh 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 Frensidy dan Setyawan (2007) dan Saidi (2004) serta tidak konsisten dengan hasil penelitian Murni dan Andriana (2007).

Berdasarkan hasil uji pada tabel 3 dapat dilihat bahwa nilai signifikan risiko bisnis (RISK BIS) sebesar 0,559 lebih besar dari 0,05 sehingga H_7 ditolak 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 Saidi (2004) serta tidak konsisten dengan hasil penelitian Harjito dan Nurfauziah (2006), Yuniningsih (2003).

PENUTUP

Penelitian ini dapat diambil simpulan sebagai berikut kepemilikan institusional, struktur aset, profitabilitas dan pertumbuhan perusahaan berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Sedangkan kepemilikan managerial, kebijakan

dividen dan risiko bisnis tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Masalah pendanaan merupakan bagian yang sangat penting bagi dunia usaha, karena berkaitan dengan kepentingan banyak pihak, seperti kreditur, pemegang saham, serta pihak manajemen perusahaan sendiri. Pendanaan dapat berasal dari internal dan eksternal perusahaan. Pendanaan internal dapat berupa laba di tahan, sedangkan dana yang diperoleh dari sumber eksternal adalah dana yang berasal dari para kreditur dan pemilik perusahaan.

Keterbatasan dan saran penelitian ini antara lain (1) Penelitian ini hanya menggunakan

periode pengamatan selama 3 tahun, yaitu dari 2009 sampai dengan 2011. Penelitian selanjutnya sebaiknya menggunakan periode penelitian minimal lima tahun; (2) Penelitian ini hanya menggunakan tujuh variabel independen, yaitu kepemilikan managerial, kepemilikan institusional, kebijakan dividen, profitabilitas, struktur aset, pertumbuhan perusahaan dan risiko bisnis. Penelitian selanjutnya dapat menambahkan variabel lain seperti ukuran perusahaan, *free cash flow* dan investasi; (3) Penelitian ini hanya menggunakan perusahaan yang bergerak di bidang non keuangan.

REFERENSI :

- Azib. 2005. Pengaruh Karakteristik Perusahaan Terhadap Tingkat Leverage Pada Perusahaan Publik Di Bursa Efek Jakarta. *Performa*, Vol. II No. 2, hlm. 160-184.
- Fidyati, Nisa. 2003. Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang Perusahaan. *Jurnal Ekonomi Manajemen dan Akuntansi*, Januari 2003, Vol. 1, No. 1, hlm.17-34.
- Ghozali, Imam. 2006 *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS*. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Gitman, Lawrence, J. 2000. *Principles of Management Finance*, Eleventh Edition.
- Harjanti, Theresia T., & Eduardus Tandellin. 2007. Pengaruh Firm Size, Tangible Assets, Growth, Profitability, & Business Risk pada Struktur Modal Perusahaan Manufaktur di Indonesia: Studi Kasus di BEJ. *Jurnal Ekonomi & Bisnis*, Vol.1 No.1, hlm. 1-10.
- Harjito, D, Agus, dan Nurfauziah. 2006. Hubungan Kebijakan Hutang, *Insider Ownership* dan Kebijakan Dividen Dalam Mekanisme Pengawasan Masalah Agensi di Indonesia. *JAAI*, Desember, Vol. 10, No. 2, hlm. 161-182.
- Hartono. 2004. Pengaruh Profitabilitas, Kesempatan Investasi, dan Defisit Arus kas Terhadap Kebijakan Pendanaan Perusahaan: Studi Kasus pada Perusahaan Manufaktur yang Tercatat di BEJ. *Perspektif*, Vol. 9 No. 2, hlm. 171-180.
- Ikatan Akuntan Indonesia. 2009. "Standar Akuntansi Keuangan". Salemba Empat.
- Indrawati, Tatik., Suhendra. 2005. Determinasi Capital Structure pada Perusahaan Manufaktur di BEJ 2000-2004. *Jurnal Akuntansi & Keuangan Indonesia*, Vol. 3 No. 1, hlm. 77-105
- 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. dan 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 Risiko 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.

- Mayangsari, S. 2001. Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Keputusan Pendanaan Perusahaan: Pengujian Pecking Order Hypotesis. *Media Riset Akuntansi*, Vol. 1, No. 3, hlm. 1-26.
- Murni, S dan Andriana. 2007. Pengaruh Insider Ownership, Institutional Investor, Dividen Payments, dan Firm Growth Terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan. *Jurnal Akuntansi dan Bisnis*, Februari 2007, Vol. 7, No. 1, hlm. 15-24.
- Musyafikin. 2005. Analisis Pengaruh Profitabilitas, Leverage Operasi, Tingkat Pertumbuhan, dan Struktur Aktiva terhadap Struktur Modal Perusahaan Industri Properti yang Go Public di BES. *Jurnal Ekonomi, Bisnis, & Sosial*, Vol. 6 No. 1, hlm. 42-61
- Nasser, Ety M. dan Fielyandi Firlano. 2006. Pengaruh Kepemilikan Institusional, Ukuran Perusahaan, Profitabilitas dan Hutang Sebagai Variabel Intervening Terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Ekonomi STEI*, No. 2, hlm. 105-121.
- 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.
- Rahardjo, Shiddiq N., & Berty Hartantiningrum. 2006. Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Struktur Utang Perusahaan Go Public yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta. *Jurnal Akuntansi & Bisnis*, Vol.6 No.1, hlm. 1-12
- Saidi. 2004. Faktor-faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal pada Perusahaan Manufaktur Go Public di BEJ. *Jurnal Bisnis & Ekonomi*, Vol. 1 No. 11, hlm. 44-58
- Vidyantie, Deasy Nathalia dan Ratih Handayani, 2006. *The Analysis of The Effect of Debt Policy, Dividend Policy, Institutional Investor, Business Risk, Firm Size and Earning Volatility to Managerial Ownership Based on Agency Theory Perspective*. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, Vol. 8, No. 2, April.
- 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.