



Faktor-Faktor yang Berpengaruh terhadap Kebijakan Utang Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI

Arintia Budi Ningrum
Intan Immanuela
Haris Wibisono

Prodi Akutansi Fakultas Ekonomi Universitas Katolik Widya Mandala Madiun
arintia.budingrum@gmail.com

ABSTRACT

The purpose of this research is to prove empirically that the dividend policy, managerial ownership structure, institutional ownership structure, asset structure, profitability, firm size, free cash flow, and investment opportunity set (IOS) effect on debt policy. Sample used research were 96 annual report companies listed in Indonesia Stock Exchange in period 2010-2012 related to the manufactur company. The result of this study shows that variable assets structure, profitability, firm size and investment opportunity set effect on debt policy. While dividend policy, managerial ownership structure, institutional ownership structure, and free cash flow does not affect the debt policy.

Keywords: *debt policy, dividend policy, investment opportunity set*

PENDAHULUAN

Seiring dengan perkembangan zaman perusahaan baik besar maupun kecil mengembangkan usahanya untuk mengantisipasi persaingan yang semakin tajam di dalam pasar modal, tetapi dalam pengembangan usahanya memiliki berbagai kendala, salah satunya yaitu masalah pendanaan. Masalah pendanaan ini meliputi masalah keputusan pendanaan berkaitan dengan pemilihan sumber dana baik dari *internal* maupun *eksternal*. Keputusan pendanaan yang bersumber *eksternal* dapat dilakukan dengan berbagai cara, salah satu cara yang sering digunakan oleh manajer yaitu dengan kebijakan hutang. Kebijakan hutang dapat mengurangi konflik keagenan yang terjadi antara pemegang saham dengan manajer (Murtiningtyas, 2012).

Ada beberapa faktor yang mempengaruhi hutang suatu perusahaan, namun dalam penelitian ini, peneliti hanya membatasi beberapa faktor-faktor yang akan diteliti yang diduga berpengaruh terhadap hutang. Faktor-faktor yang mempengaruhi hutang tersebut antara lain kebijakan dividen, struktur kepemilikan manajerial, struktur kepemilikan institusional, struktur asset, profitabilitas, ukuran perusahaan, *free cash flow* dan set peluang investasi. Faktor-faktor tersebut merupakan faktor intern perusahaan.

Penelitian ini menguji ulang penelitian Susilawati, Agustina, dan Tin (2012) dengan menambah satu variabel yaitu IOS (*Investmen Opportunity Cost*) atau set kesempatan investasi dari penelitian Susanto (2011) pada periode penelitian selama 5 tahun.

TINJAUAN PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Teori Keagenan (*Agency Theory*)

Teori keagenan dikemukakan oleh Jensen dan Meckling (1976) dalam Indahningrum dan Handayani (2009). Hubungan keagenan (*agency relationship*) didefinisikan sebagai kontrak antara *principal* (pemegang saham) dan *agent* (manajer) untuk melakukan usaha bagi kepentingan *principal* (pemegang saham), yang melibatkan pendelegasian otoritas pengambilan keputusan kepada *agent* (manajer). Menurut Jansen dan Mackling (1976) dalam Indahningrum

dan Handayani (2009) masalah keagenan timbul, ketika manajer memiliki kurang dari 100% saham perusahaan sehingga manajer cenderung bertindak untuk mengejar kepentingan dirinya dan sudah tidak berdasarkan memaksimalkan nilai dalam pengambilan keputusan pendanaan.

Pengaruh Kebijakan Dividen terhadap Kebijakan Hutang

Perusahaan yang memiliki *dividen payout ratio* yang tinggi menyukai pendanaan dengan modal sendiri (Yeniatie dan Destriana, 2010). Hal ini sejalan dengan penelitian Ismiyanti dan Hanafi (2003) menghasilkan adanya pengaruh negatif antara kebijakan dividen dengan kebijakan hutang. Berbeda dengan hasil penelitian Mahadwartha dan Hartono (2002) dalam Ismiyanti dan Hanafi (2003) menghasilkan adanya pengaruh positif antara kebijakan dividen dengan kebijakan hutang. Sedangkan penelitian Djabid (2009), Susilowati, dkk (2012), Indahningrum dan Handayani (2009) membuktikan bahwa kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Hasil penelitian yang tidak signifikan dimungkinkan adanya faktor lain yang mempengaruhi misalnya perusahaan menerapkan kebijakan pembagian deviden stabil dimana perusahaan tetap membayar dividen meskipun perusahaan rugi atau mempunyai utang. Berdasarkan penelitian tersebut, maka hipotesis yang diajukan adalah :

H1 : kebijakan dividen berpengaruh terhadap kebijakan hutang.

Pengaruh Struktur Kepemilikan Manajerial terhadap Kebijakan Hutang

Kepemilikan manajerial yang meningkat akan membuat kekayaan pribadi manajemen terikat dengan kekayaan perusahaan sehingga manajemen akan berusaha mengurangi risiko kehilangan kekayaannya dengan cara mengurangi risiko keuangan perusahaan melalui penurunan tingkat utang (Wahidahwati, 2001 dalam Djabid, 2009). Penelitian sejalan dengan Wahidahwati (2001) dalam Djabid (2009), Susanto (2011) dan Yeniatie dan Destriana (2010) bahwa terdapat pengaruh negatif antara kepemilikan manajer dengan kebijakan hutang. Sedangkan penelitian Ismiyanti dan Hanafi (2003) menunjukkan bahwa terdapat pengaruh positif antara kepemilikan manajerial dengan kebijakan hutang. Berbeda dengan hasil penelitian Djabid (2009), Susilowati, dkk (2012) dan Indahningrum dan Handayani (2009) yang menunjukkan bahwa struktur kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Proporsi kepemilikan saham oleh manajer masih sangat kecil, sehingga dimungkinkan manajer belum merasakan manfaat yang berarti dengan adanya kepemilikan tersebut. Berdasarkan penelitian tersebut, maka hipotesis yang diajukan adalah :

H2 : struktur kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap kebijakan hutang.

Pengaruh Struktur Kepemilikan Institusional terhadap Kebijakan Hutang

Semakin tinggi variabel kepemilikan institusional maka diharapkan semakin kuat kontrol internal terhadap perusahaan dimana akan dapat mengurangi biaya keagenan pada perusahaan, serta penggunaan utang oleh manajer. Adanya kontrol ini akan menyebabkan manajer menggunakan utang pada tingkat rendah untuk mengantisipasi kemungkinan terjadinya *financial distress* dan risiko kebangkrutan (Cruchley *et al*, 1999, dalam Djabid, 2009).

Penelitian Yeniatie dan Nicken Destriana (2010) yang mengatakan bahwa terdapat pengaruh negatif antara kepemilikan institusional dengan kebijakan utang. Sedangkan penelitian Murni dan Andriana (2007) dalam Indahningrum dan Handayani (2009) menyatakan bahwa terdapat pengaruh positif antara kepemilikan institusional dengan kebijakan hutang. Penelitian Djabid (2009) serta Susilawati, dkk, (2012) bahwa kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap kebijakan utang. Kepemilikan institusional bukan faktor utama dalam pengambilan kebijakan hutang perusahaan. Berdasarkan penelitian tersebut, maka hipotesis yang diajukan adalah :

H3 : struktur kepemilikan institusional berpengaruh terhadap kebijakan hutang.

Pengaruh Struktur Aset terhadap Kebijakan Hutang

Aktiva tetap yang digunakan sebagai jaminan dapat mengurangi risiko kreditur, apabila perusahaan tidak mampu melunasi kewajibannya maka aktiva tersebut akan diambil alih oleh kreditur sebagai bentuk pelunasan. Penelitian Susilawati, dkk, (2012) serta Steven dan Lina (2011) bahwa struktur aset berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan utang. Berbeda

dengan penelitian Kurniati (2007) yang menyatakan bahwa struktur aset berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang. Investor akan lebih mudah memberikan pinjaman hutang kepada perusahaan bila perusahaan memiliki jaminan yang lebih besar dengan struktur aset yang lebih fleksibel dan mudah untuk dicairkan. Berdasarkan penelitian tersebut, maka hipotesis yang diajukan adalah :

H4 : struktur aset berpengaruh terhadap kebijakan hutang.

Pengaruh Profitabilitas terhadap Kebijakan Hutang

Bringham dan Gapenski (1999) dalam Ikbal, Sutrisno dan Djamhuri (2011) mengatakan bahwa perusahaan dengan tingkat pengembalian yang tinggi atas investasi menggunakan utang yang relatif kecil. Tingkat pengembalian yang tinggi memungkinkan untuk membiayai sebagian besar kebutuhan pendanaan dengan dana yang dihasilkan secara internal. Penelitian Susilawati, dkk, (2012) serta Steven dan Lina (2011) menemukan bahwa probabilitas berpengaruh negatif terhadap kebijakan utang. Berdasarkan penelitian tersebut, maka hipotesis yang diajukan adalah:

H5 : profitabilitas berpengaruh terhadap kebijakan hutang.

Pengaruh Ukuran Perusahaan terhadap Kebijakan Hutang

Perusahaan besar cenderung lebih mudah memperoleh pinjaman, karena kemampuan mengakses kepada pihak lain atau jaminan yang dimiliki berupa aktiva bernilai lebih besar dibandingkan perusahaan kecil (Susanto, 2011). Penelitian Susilawati, dkk, (2012) menemukan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang. Berdasarkan penelitian tersebut, maka hipotesis yang diajukan adalah :

H6 : ukuran perusahaan berpengaruh terhadap kebijakan hutang.

Pengaruh *Free Cash Flow* terhadap Kebijakan Hutang

Perusahaan-perusahaan dengan *free cash flow* besar yang mempunyai level hutang yang tinggi akan menurunkan *agency cost free cash flow*. Penelitian ini sejalan dengan penelitian Wihananto (2009), Syafii (2011), Setiana dan Sibagariang (2013) yang menghasilkan adanya pengaruh positif antara *free cash flow* dengan kebijakan hutang. Sedangkan penelitian Narita (2012) menghasilkan tidak ada pengaruh antara *free cash flow* dengan kebijakan hutang. Berdasarkan penelitian tersebut, maka hipotesis yang diajukan adalah :

H7 : *free cash flow* berpengaruh terhadap kebijakan hutang.

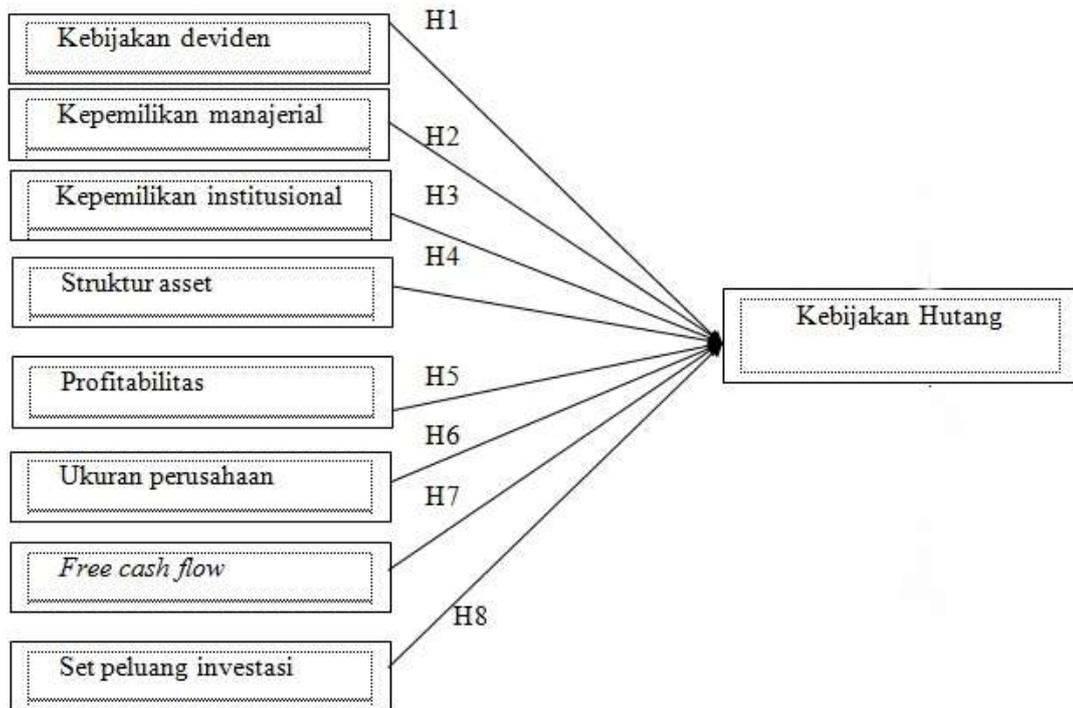
Pengaruh Set Peluang Investasi (*Investment Opportunity Set*) terhadap Kebijakan Hutang

Perusahaan yang mempunyai peluang pertumbuhan cenderung ingin melakukan investasi (Dewandoko, Landung dan Moerdiyanto, 2013). Investasi tersebut dapat didanai dengan utang karena beban bunga utang dapat menjadi pengurang pajak perusahaan sehingga akan menambah kesejahteraan pemegang saham dan kenaikan dividen. Akibatnya, secara tidak langsung perusahaan membayarkan sebagian biaya dari modal utang, atau, dengan cara lain utang memberikan manfaat perlindungan pajak. Penelitian ini sejalan dengan penelitian Dewandoko, dkk, (2013) yang menghasilkan bahwa terdapat pengaruh positif antara set kesempatan investasi dengan kebijakan hutang. Berdasarkan penelitian tersebut, maka hipotesis yang diajukan adalah:

H8 : set peluang investasi berpengaruh terhadap kebijakan hutang.

Kerangka Konseptual atau Model Penelitian

Model penelitian ini dapat digambarkan sebagai berikut :



Gambar 1. Kerangka Konseptual atau Model Penelitian

METODE PENELITIAN

Populasi, Sampel, dan Teknik Pengambilan Sampel

Populasi dari penelitian ini adalah perusahaan manufaktur *go public* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dari tahun 2007-2011. Sampel dalam penelitian adalah sebagian perusahaan manufaktur *go public* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode lima tahun yang memenuhi syarat-syarat atau kriteria dalam penelitian ini.

Pemilihan sampel dilakukan dengan menggunakan metode *purposive sampling*. Adapun kriteria sampel yang akan digunakan adalah sebagai berikut:

1. Perusahaan manufaktur *go public* yang terdaftar berturut-turut di Bursa Efek Indonesia (BEI) dari tahun 2007-2011.
2. Perusahaan tersebut memperoleh laba bersih secara berturut-turut selama periode 2007-2011, karena perusahaan yang mengalami kerugian pada sampel penelitian ini tidak membayar dividen sehingga tidak dapat digunakan dalam menghitung variabel lainnya yaitu variabel pembayaran dividen.
3. Perusahaan tersebut membayar dividen tunai selama periode 2007-2011.

Definisi Operasional Variabel dan Pengukuran Variabel

Kebijakan Hutang

Kebijakan hutang merupakan segala jenis hutang yang dibuat atau diciptakan oleh perusahaan baik hutang lancar maupun hutang jangka panjang (Nasser dan Firlano, 2006 dalam Indahningrum dan Handayani, 2009). Rasio ini dirumuskan sebagai berikut :

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

Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen adalah bagian dari *monitoring* aktivitas perusahaan oleh *principal* terhadap pihak manajemen sebagai *agent* (Wahidahwati 2002 dalam Susilowati, dkk, 2012). Variabel ini diukur dengan rumus *Dividen Payout Ratio* (DPR).

$$DPR = \frac{\text{Dividen per lembar saham}}{\text{Laba per lembar saham}}$$

Struktur Kepemilikan Managerial

Djabid (2009) mengatakan bahwa kepemilikan manajerial merupakan pemegang saham dari pihak manajemen yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan perusahaan (direktur dan komisaris).

$$SKM = \frac{\text{Jumlah saham yang dimiliki pihak manajemen}}{\text{Jumlah saham beredar akhir tahun}} \times 100\%$$

Struktur Kepemilikan Institusional

Kepemilikan institusional merupakan pemegang saham dari pihak institusional seperti bank, lembaga asuransi, perusahaan investasi dan institusi lainnya (Djabid, 2009).

$$SKI = \frac{\text{Jumlah saham yang dimiliki institusi}}{\text{Jumlah saham beredar akhir tahun}} \times 100\%$$

Struktur Aset

Struktur aktiva adalah penentuan berapa besar alokasi untuk masing-masing komponen aktiva, baik dalam aktiva lancar maupun dalam aktiva tetap (Susilawati, dkk, 2012).

$$SA = \frac{\text{Aktiva tetap}}{\text{Total Aktiva}}$$

Profitabilitas

Profitabilitas merupakan tingkat keuntungan bersih yang mampu diraih oleh perusahaan pada saat menjalankan operasionalnya (Susilawati, dkk, 2012).

$$PROF = \frac{\text{EBIT}}{\text{Total Asset}}$$

Ukuran Perusahaan

Susilawati, dkk, (2012) mengatakan bahwa ukuran perusahaan adalah suatu skala yang dapat diklasifikasikan dalam besar kecilnya perusahaan dengan berbagai cara, antara lain dengan total aktiva, *log size*, nilai pasar saham, dan stabilitas penjualan.

$$UP = \text{Ln Sales}$$

Free cash flow

Free cash flow merupakan kas perusahaan yang dapat didistribusikan kepada kreditor atau pemegang saham yang tidak diperlukan untuk modal kerja atau investasi pada aset (Susilawati, dkk, 2012).

$$FCF_{it} = AKO_{it} - PM_{it} - NWC_{it}$$

Keterangan :

FCF_{it} : *free cash flow*

AKO_{it} : aliran kas operasi perusahaan I pada tahun t

PM_{it} : pengeluaran modal perusahaan I pada tahun t

NWC_{it} : modal kerja bersih perusahaan I pada tahun t

Set Peluang Investasi (Investment Opportunity Set)

Set peluang investasi merupakan keputusan investasi dalam bentuk kombinasi aktiva yang dimiliki (*asset-in-place*) dan pilihan pertumbuhan/*growth option* pada masa yang akan datang (Myers, 1977 dalam Lestari, 2004).

$$E/P = \frac{\text{Earning per share}}{\text{Harga jual Saham}}$$

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Penelitian dilakukan terhadap 96 laporan tahunan perusahaan, yang merupakan hasil pemilihan dari perusahaan-perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI berdasarkan kriteria-kriteria yang telah ditetapkan dari tahun 2007-2011.

Tabel 1. Hasil Uji Statistik Deskriptif

| Variabel | N | Minimum | Maximum | Mean | Std. Deviation |
|----------|----|-------------|-----------|-------------|----------------|
| DER | 96 | .1000 | 9.5700 | 1.321354 | 1.4750897 |
| DPR | 96 | 5.0400 | 203.7331 | 38.681220 | 31.0266032 |
| SKM | 96 | .01 | 28.10 | 5.5787 | 9.12734 |
| SKI | 96 | 12.32 | 96.65 | 65.3965 | 20.58255 |
| SA | 96 | .04 | .58 | .2815 | .13787 |
| Prof | 96 | .00327 | .24961 | .1053500 | .06112170 |
| UP | 96 | 11.440 | 19.750 | 14.76491 | 1.863379 |
| FCF | 96 | -17720991.0 | 4699037.8 | -667020.574 | 2.5737E6 |
| IOS | 96 | .0103 | .9716 | .169219 | .1741559 |

Pada tabel 1, hasil statistik deskriptif menggambarkan banyaknya jumlah sampel (n) yaitu 96 pengamatan. Variabel kebijakan hutang (DER) memiliki nilai mean sebesar 1,321 kali berarti bahwa perusahaan menggunakan sumber hutang masih lebih kecil daripada menggunakan modal sendiri.

Variabel *dividen payout ratio* (DPR) memiliki nilai mean sebesar 38,68% berarti bahwa perusahaan menggunakan *dividen* masih lebih kecil daripada menggunakan laba per lembar saham. Variabel struktur kepemilikan manajerial (SKM) menunjukkan nilai mean sebesar 5,57% berarti bahwa perusahaan menggunakan SKM masih lebih kecil daripada menggunakan saham beredar akhir tahun. Variabel struktur kepemilikan institusional (SKI) menunjukkan nilai mean sebesar 65,396% berarti bahwa perusahaan menggunakan SKI cukup besar daripada menggunakan saham beredar akhir tahun. Variabel struktur aset (SA) menunjukkan nilai mean sebesar 0,281% berarti bahwa perusahaan menggunakan SA masih kecil daripada menggunakan total aktiva.

Variabel profitabilitas (PROF) menunjukkan nilai mean sebesar 0,105% berarti bahwa perusahaan menggunakan profitabilitas masih kecil daripada menggunakan total aktiva. Variabel ukuran perusahaan (UP) menunjukkan nilai mean sebesar 14,76 berarti bahwa perusahaan menggunakan UP masih kecil daripada menggunakan penjualan. Variabel *free cash flow* (FCF) menunjukkan nilai mean sebesar -667.020,574 berarti bahwa selama periode penelitian rata-rata perusahaan memiliki FCF sebesar -667.020,574 dari jumlah aktiva. Variabel set kesempatan investasi (IOS) menunjukkan nilai mean sebesar 0,169219 berarti bahwa perusahaan menggunakan IOS masih kecil daripada menggunakan harga jual saham.

Tabel 2. Hasil Uji Multikolinieritas

| Model | | Unstandardized Coefficients | | Standardized Coefficients | | Collinearity Statistics | | |
|-------|------------|-----------------------------|------------|---------------------------|--------|-------------------------|-----------|-------|
| | | B | Std. Error | Beta | T | Sig. | Tolerance | VIF |
| 1 | (Constant) | .397 | .451 | | .880 | .381 | | |
| | DPR | -.002 | .001 | -.122 | -1.554 | .124 | .841 | 1.189 |
| | SKM | -.001 | .006 | -.020 | -.182 | .856 | .429 | 2.330 |
| | SKI | -.004 | .002 | -.163 | -1.738 | .086 | .588 | 1.700 |
| | SA | -.765 | .337 | -.208 | -2.268 | .026 | .617 | 1.621 |
| | Prof | -5.676 | .694 | -.685 | -8.180 | .000 | .743 | 1.347 |
| | UP | .116 | .026 | .426 | 4.424 | .000 | .560 | 1.785 |
| | FCF | 1.865E-8 | .000 | .095 | 1.173 | .244 | .797 | 1.254 |
| | IOS | .570 | .234 | .196 | 2.431 | .017 | .802 | 1.247 |

Dependent Variable: DER

Tabel 3. Hasil Uji Autokorelasi

| Model | R | R Square | Adjusted R Square | Std. Error of the Estimate | Durbin-Watson |
|-------|-------------------|----------|-------------------|----------------------------|---------------|
| 1 | .740 ^a | .548 | .506 | .3561801 | .963 |

a. Predictors: (Constant), IOS, SA, UP, SKI, DPR, FCF, Prof, SKM

b. Dependent Variable: DER

Tabel 4. Hasil Uji F

| Model | | Sum of Squares | Df | Mean Square | F | Sig. |
|-------|------------|----------------|----|-------------|--------|-------------------|
| 1 | Regression | 13.362 | 8 | 1.670 | 13.166 | .000 ^a |
| | Residual | 11.037 | 87 | .127 | | |
| | Total | 24.399 | 95 | | | |

Predictors: (Constant), IOS, SA, UP, SKI, DPR, FCF, Prof, SKM

Dependent Variable: DER

Pengujian asumsi klasik multikolinieritas menunjukkan bahwa bahwa nilai *tolerance* lebih dari 0,1 dan nilai VIF kurang dari 10. Hasil tersebut menunjukkan bahwa tidak ada korelasi antar variabel bebas (independen). Pengujian asumsi klasik autokorelasi dilakukan dengan Durbin-Watson dan diperoleh nilai sebesar 0,963. Dengan demikian menunjukkan nilai $-2 < d < +2$, yaitu $-2 < 0,963 < +2$. Sehingga dapat disimpulkan bahwa regresi ini tidak terdapat masalah autokorelasi (Santoso, 2014). Pengujian asumsi klasik heteroskedastisitas tidak ada pola yang jelas, serta titik-titik menyebar di atas dan di bawah angka 0 pada sumbu Y, maka tidak terjadi heteroskedastisitas. Uji normalitas Grafik normal probabilitas plot menunjukkan bahwa titik-titik menyebar di sekitar dan mengikuti arah garis diagonal, namun ada beberapa data yang menjauh dari garis diagonal.

Dari hasil regresi dapat diketahui bahwa secara simultan variabel DPR, SKM, SKI, SA, Prof, UP, FCF, dan IOS berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang (DER). Hal ini ditunjukkan dengan hasil uji F sebesar 0,000 lebih kecil dari 0,05.

H₁: kebijakan dividen berpengaruh terhadap kebijakan hutang

Hasil output SPSS pada tabel 2 diperoleh nilai signifikansi sebesar 0,124. Nilai signifikansi $0,124 > 0,05$ dan pengaruhnya negatif 0,002, hal ini berarti kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Oleh karena itu, dapat disimpulkan hipotesis pertama ditolak. Hal ini menunjukkan bahwa ada atau tidaknya kebijakan dividen oleh perusahaan tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang terlihat dalam prosentase DPR yang kecil yaitu sebesar

38,68%. Dapat diidentifikasi kemungkinan adanya faktor lain yang mempengaruhinya misalnya perusahaan menerapkan kebijakan pembagian dividen stabil dimana perusahaan tetap membayar dividen meskipun perusahaan rugi atau mempunyai hutang (Djabid, 2009).

H₂: struktur kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap kebijakan hutang

Hasil output SPSS pada tabel 2 diperoleh nilai signifikansi sebesar 0,856. Nilai signifikansi $0,856 > 0,05$ dan pengaruhnya negatif 0,001, hal ini berarti struktur kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang, sehingga hipotesis kedua ditolak. Hal ini terjadi karena proporsi kepemilikan saham oleh manajer masih sangat kecil, sehingga dimungkinkan manajer belum merasakan manfaat yang berarti dengan adanya kepemilikan tersebut. Terbukti dalam uji deskriptif dengan melihat nilai rata-rata yang terpaut jauh dengan nilai maksimum. Menurut teori kepemilikan manajerial yang meningkat akan membuat kekayaan perusahaan sehingga manajemen akan berusaha mengurangi risiko kehilangan kekayaan dengan cara mengurangi penurunan tingkat hutang.

H₃: struktur kepemilikan institusional berpengaruh terhadap kebijakan hutang

Hasil output SPSS pada tabel 2 diperoleh nilai signifikansi sebesar 0,086. Nilai signifikansi $0,086 > 0,05$ dan pengaruhnya negatif 0,004, hal ini berarti struktur kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang, sehingga hipotesis ketiga ditolak. Hasil ini menunjukkan kepemilikan institusional menjadi pertimbangan dalam pengambilan keputusan kebijakan hutang walaupun belum menjadi faktor penentu utama karena nilai rata-rata kepemilikan institusional sebesar 65.40 %. Besarnya presentase saham yang dimiliki oleh pihak institusional tidak akan menyebabkan usaha pengawasan menjadi lebih efektif. Sebagian investor tidak terlalu peduli dengan penggunaan hutang sebagai sumber dana perusahaan. Perusahaan lebih memperhatikan hasil akhir, yaitu perusahaan memiliki kinerja yang bagus yang dilihat dari laba, aliran kas masuk operasi dan kemampuan membayar hutang.

H₄: struktur aset berpengaruh terhadap kebijakan hutang

Hasil output SPSS pada tabel 2 diperoleh nilai signifikansi sebesar 0,026. Nilai signifikansi $0,026 < 0,05$ dan pengaruhnya negatif 0,765, hal ini berarti struktur aset berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang, sehingga hipotesis keempat diterima. Hasil ini mengidentifikasi koefisien regresi sebesar -0,765 menunjukkan bahwa setiap kenaikan struktur aset 1%, maka kebijakan hutang perusahaan akan turun 0,765% dengan asumsi variabel independen yang lain konstan. Penemuan ini menunjukkan bahwa aset yang dimiliki perusahaan besar (tingkat profitabilitas yang tinggi). Sehingga debitur dapat memberikan pinjaman karena adanya tingkat profitabilitas yang tinggi tersebut.

H₅: profitabilitas berpengaruh terhadap kebijakan hutang

Hasil output SPSS pada tabel 2 diperoleh nilai signifikansi sebesar 0,000. Nilai signifikansi $0,000 < 0,05$ dan pengaruhnya negatif 5,676, hal ini berarti profitabilitas berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang, sehingga hipotesis lima diterima. Hasil ini mengidentifikasi bahwa perusahaan dengan tingkat pengembalian yang tinggi atas investasi menggunakan utang yang relatif kecil karena tingkat pengembalian yang tinggi memungkinkan perusahaan untuk membiayai sebagian besar pendanaan internal. Dengan adanya laba ditahan yang besar, perusahaan akan menggunakan laba ditahan tersebut sebelum memutuskan untuk menggunakan hutang.

H₆: ukuran perusahaan berpengaruh terhadap kebijakan hutang

Hasil output SPSS pada tabel 2 diperoleh nilai signifikansi sebesar 0,000. Nilai signifikansi $0,000 < 0,05$ dan pengaruhnya positif 0,116, hal ini berarti ukuran perusahaan berpengaruh terhadap kebijakan hutang, sehingga hipotesis keenam diterima. Hasil ini mengidentifikasi bahwa perusahaan besar cenderung lebih mudah memperoleh pinjaman, karena kemampuan mengakses kepada pihak lain atau jaminan yang dimiliki berupa aktiva bernilai lebih besar dibandingkan perusahaan kecil. Semakin besar ukuran suatu perusahaan, maka kecenderungan menggunakan modal asing juga semakin besar. Hal ini disebabkan karena

perusahaan besar membutuhkan dana yang besar pula untuk menunjang operasionalnya, dan salah satu alternatif pemenuhannya adalah dengan modal asing apabila modal sendiri tidak mencukupi.

H₇: free cash flow berpengaruh terhadap kebijakan hutang

Hasil output SPSS pada tabel 2 diperoleh nilai signifikansi sebesar 0,244. Nilai signifikansi $0,244 > 0,05$ dan pengaruhnya positif $1,865E-8$, hal ini berarti *free cash flow* tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang, sehingga hipotesis tujuh ditolak. Hasil pengolahan data secara deskriptif terhadap variabel *free cash flow* menunjukkan nilai mean sebesar -667.020,574. Nilai mean yang negative bukan berarti perusahaan yang diteliti tidak memiliki *free cash flow*. Dengan kata lain *free cash flow* yang dimiliki perusahaan tergolong rendah. Perusahaan dengan tingkat *free cash flow* rendah dan tingkat hutang yang rendah, tidak harus mengandalkan hutang sebagai mekanisme untuk mengurangi konflik *free cash flow*, karena apabila perusahaan menerbitkan hutang baru dan menggunakan hasilnya untuk membeli kembali saham biasa yang terutang maka manajemen wajib membayar tunai untuk menutupi hutang ini, secara simultan mengurangi jumlah arus kas yang ada pada manajemen untuk dipertahankan (Narita, 2012).

H₈: set kesempatan investasi berpengaruh terhadap kebijakan hutang

Hasil output SPSS pada tabel 2 diperoleh nilai signifikansi sebesar 0,017. Nilai signifikansi $0,017 < 0,05$ dan pengaruhnya positif $0,570$, hal ini berarti set kesempatan investasi berpengaruh terhadap kebijakan hutang, sehingga hipotesis delapan diterima. Hasil ini menunjukkan bahwa penggunaan hutang yang tinggi dapat membuat keputusan investasi perusahaan meningkat. Perusahaan yang mempunyai peluang pertumbuhan cenderung ingin melakukan investasi. Investasi tersebut di danai oleh utang (Dewandoko, dkk, 2013). Dengan harapan investasi tersebut dapat memberikan *return*. Sehingga *return* dapat digunakan dalam pelunasan hutang.

SIMPULAN DAN SARAN

Berdasarkan hasil pengujian dan pembahasan yang telah dilakukan dapat diambil kesimpulan bahwa variabel struktur aset, profitabilitas, ukuran perusahaan dan set kesempatan investasi berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Variabel kebijakan dividen, struktur kepemilikan managerial, struktur kepemilikan institusional, dan *free cash flow* tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang.

Saran untuk penelitian selanjutnya untuk memperbanyak jumlah sampel, dapat mempertimbangkan pengaruh dari struktur kepemilikan yang lain, seperti struktur kepemilikan publik. Mempertimbangkan pula faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan hutang selain dari penelitian ini, seperti risiko sistematis dan pertumbuhan perusahaan.

DAFTAR PUSTAKA

- Djabid, Abdullah.W. 2009. Kebijakan Dividen dan Struktur Kepemilikan terhadap Kebijakan Utang: Sebuah Perspektif *Agency Theory*. *Jurnal Keuangan dan Perbankan*, Vol.13, No.2, hal.249-259.
- Dewandoko, Landung dan Moerdiyanto, 2013. Pengaruh set kesempatan investasi terhadap kebijakan utang yang dimoderasi oleh ukuran perusahaan dan kepemilikan institusional pada perusahaan nonkeuangan yang terdaftar di bursa efek Indonesia periode 2009-2012. *Jurnal manajemen bisnis Indonesia*. Vol.2, Edisi IV
- Ikbal, Muhammad, Sutrisno dan Djamhuri, Ali. 2011. Pengaruh Profitabilitas Dan Kepemilikan *Insider* Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Kebijakan Utang Dan Kebijakan Dividen Sebagai Variabel *Intervening* (Studi pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia). *Simposium Nasional AkuntansiXIV*, Aceh.
- Indahningrum, R.P dan Handayani, R. 2009. Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Dividen, Pertumbuhan Perusahaan, Free Cash Flow dan Profitabilitas Terhadap Kebijakan Utang Perusahaan. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, Vol.11, No.3, hal.189-207.

- Ismiyanti, Fitri, dan Mamduh, M. Hanafi. 2003. Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Risiko, Kebijakan Utang dan Kebijakan Dividen: Analisis Persamaan Simultan. *Simposium Nasional Akuntansi VI*, Surabaya.
- Kurniati, Wahyuning. 2007. "Pengaruh Struktur Kepemilikan Terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan (Studi pada Perusahaan/Garment di Bursa efek Jakarta)". <http://eprints.undip.ac.id/17643>. 17 November, 2014.
- Lestari, Holydia. 2004. Pengaruh Kebijakan Utang, Kebijakan Deviden, Resiko dan Profitabilitas Perusahaan terhadap Set Kesempatan Investasi. *Simposium Nasional Akuntansi VII*, Denpasar.
- Murtiningtyas, Andhika, Ivona. 2012. Kebijakan Deviden, Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Profitabilitas, Resiko Bisnis terhadap Kebijakan Hutang. *Accounting Analysis Journal*, Vol 1, No.2.
- Narita, Rona, Mersi. 2012. Analisis Kebijakan Hutang. *Accounting Analysis Journal*, Vol.1 No.2
- Santoso, Singgih, 2014. Statistik Parametrik Konsep dan Aplikasi dengan SPSS Edisi Revisi. Penerbit PT Elex Media Komputindo.
- Setiana, Esa dan Sibagariang, Reffina. 2013. Pengaruh *Free Cash Flow* dan Kepemilikan Manajerial terhadap Kebijakan Hutang pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). *Jurnal Telaah Akuntansi*, Vol.15, No.01.
- Steven dan Lina. 2011. Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang Perusahaan Manufaktur. *Jurnal Bisnis dan akuntansi*, Vol.13.No.3, hal.163-181.
- Susanto, Y.K. 2011. Kepemilikan Saham, Kebijakan Deviden, Karakteristik Perusahaan, Risiko Dan Kebijakan Hutang. *Jurnal Bisnis dan akuntansi*, Vol.13.No.3, hal.195-210.
- Susilawati, C.D.K, Agustian, L dan Tin, Se. 2012. Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Utang Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Keuangan dan Perbankan*, Vol.16, No.2, hal.178-187.
- Syafii, Imam. 2011. Managerial Ownership, Free Cash Flow dan Growth Opportunity terhadap Kebijakan Utang. *Jurnal Media Mahardika*, Vol.10, No.1.
- Wihananto. 2009. Beberapa Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang Perusahaan Manufaktur Publik. *Kajian Akuntansi*, Vol.4, No.1, hal.40-52.
- Yeniatie dan Destriana, Nicken. 2010. Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kebutuhan Hutang pada Perusahaan Non Keuangan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Bisnis dan akuntansi*, Vol.12.No.1, hal.1-16.



Hak Kopi (*copy right*) atas Jurnal Riset Manajemen dan Akuntansi ada pada penerbit dengan demikian isinya tidak diperkenankan untuk dikopi atau di-*email* secara masal atau dipasang diberbagai situs tanpa ijin tertulis dari penerbit. Namun demikian dokumen ini dapat diprint diunduh, atau di-*email* untuk kepentingan atau secara individual.