

Faktor-faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang
(Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia)

Christine Dwi K.S
 buwenfa@yahoo.co.uk

Lidya Agustina

Se Tin

Dosen Tetap Fakultas Ekonomi Jurusan Akuntansi Universitas Kristen Maranatha

Jl. Suria Sumantri 65 Bandung 40164

ABSTRACT

In the last several years, there has been increased theoretical emphasis on the agent-principal problem as it applies to corporate finance. This paper is an attempt to empirically test for the presence of the agency costs and their relation to the debt policy of corporations. This research analyze the factors influence debt policy at manufacturing firms in Indonesia. Analyzing tools in this research is multiple regression analysis. The result of this research shows firms size, profitability and free cash flow have significant influence to debt policy. But manajer ownership, institutional ownership, dividend policy and structure asset don't have significant influence to debt policy. The simultant result for the seven variables have significant influence to debt policy 15,2% with p-value=0,000

Kata Kunci: *debt policy, the factors influenced, manufacturing firms*

ABSTRAK

Dalam beberapa tahun ini terjadi peningkatan pada penelitian berbasis konsep keagenan pada korporasi keuangan. Penelitian ini bertujuan secara menguji secara empiris konsep keagenan pada kebijakan hutang perusahaan. Penelitian ini menganalisis faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan hutang pada perusahaan manufaktur di Indonesia. Alat analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah analisis regresi berganda. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa ukuran perusahaan, profitabilitas dan *free cash flow* mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan hutang. Sedangkan kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, kebijakan dividendan struktur aset tidak berpengaruh significant terhadap kebijakan hutang. Tetapi secara simultan ketujuh variabel ini berpengaruh terhadap kebijakan hutang sebesar 15,2% secara signifikan dengan p-value=0,000.

Kata Kunci: kebijakan hutang, faktor-faktor yg mempengaruhi, perusahaan manufaktur

PENDAHULUAN

Tujuan utama perusahaan yang telah *go public* adalah meningkatkan kemakmuran pemilik atau para pemegang saham melalui peningkatan nilai perusahaan (Salvatore 2005). Untuk mencapai tujuan tersebut, pemilik modal menyerahkan pengelolaan perusahaan kepada manajer. Namun, seringkali pihak manajer perusahaan atau *insider* mempunyai tujuan lain yang bertentangan dengan tujuan utama tersebut, sehingga timbul konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham (Rizka Putri Indahningrum & Ratih Handayani 2009).

Konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham dapat diminimumkan dengan suatu mekanisme pengawasan yang dapat mensejajarkan kepentingan-kepentingan yang terkait tersebut (Abdul Manan 2004). Namun, dengan adanya mekanisme pengawasan tersebut dapat memunculkan biaya yang disebut sebagai *agency cost*. Menurut Bringham *et al* (1990), *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.

Utang merupakan suatu mekanisme lain yang bisa digunakan untuk mengurangi atau mengontrol konflik keagenan. Jensen (1976) dalam Indahningrum dan Handayani (2009), berpendapat bahwa dengan utang maka perusahaan harus melakukan pembayaran periodik atas bunga dan *principal*. Secara empiris, penelitian mengenai faktor - faktor yang mempengaruhi kebijakan hutang telah sering dilakukan, antara lain oleh Wahidahwati (2002), Listyani (2003), Abdul Manan (2004), Murni & Andriana (2007), Indahningrum & Handayani (2009), dan Yeniatie & Destriana (2010). Dimana hasil penelitiannya menunjukkan beberapa

ketidakkonsistenan. Wahidahwati (2002), Listyani (2003), Muhamad Faisal (2004), Masdupi (2005), dan Junaidi (2006) dalam penelitiannya menemukan pengaruh negative yang signifikan antara kepemilikan manajerial dengan kebijakan hutang. Sedangkan menurut Manan (2004), Murni & Andriana (2007), Yeniatie & Destriana (2010), serta Indahningrum & Handayani (2009), Pithaloka (2009) dan Larasati (2011) menemukan bahwa kepemilikan manajerial tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang perusahaan.

Wahidahwati (2002), Listyani (2003), Manan (2004), Masdupi (2005), Junaidi (2006), dan Yeniatie & Destriana (2010) menemukan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang. Hasil penelitian tersebut berbeda dengan hasil penelitian yang dilakukan Murni & Andriana (2007), dan Indahningrum & Handayani (2009) yang menunjukkan kepemilikan institusional memiliki pengaruh yang positif dan signifikan terhadap kebijakan hutang. Murni dan Andriana (2007) dan Larasati (2011) mengatakan terdapat pengaruh negatif yang signifikan antara kebijakan dividen terhadap kebijakan hutang. Sedangkan pada hasil penelitian yang dikemukakan Masdupi (2005) mengatakan bahwa terdapat pengaruh positif yang signifikan antara kebijakan dividen terhadap kebijakan hutang.

Berdasarkan pemaparan diatas, peneliti tertarik untuk meneliti kembali analisis faktor - faktor yang mempengaruhi kebijakan hutang pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia, dengan periode waktu tahun 2006 - 2010. Motivasi dilakukannya penelitian ini adalah karena peneliti menemukan ketidak-konsistenan beberapa hasil penelitian terdahulu.

RERANGKA TEORETIS DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Kebijakan Hutang

Kebijakan hutang termasuk kebijakan pendanaan perusahaan yang bersumber dari eksternal. Kebijakan ini memiliki dampak pada konflik dan biaya keagenan. Jensen dan Meckling (1976) dalam Indahningrum dan Handayani (2009) menyatakan bahwa dengan hutang maka perusahaan akan melakukan pembayaran periodik atas bunga dan pokok pinjaman. Kebijakan hutang akan memberikan dampak pada pendisiplinan bagi manajer untuk mengoptimalkan penggunaan dana yang ada. Karena hutang yang cukup besar akan menimbulkan kesulitan keuangan dan atau risiko kebangkrutan.

Kepemilikan Manajerial & Kebijakan Hutang

Kepemilikan Manajerial (*managerial ownership*) adalah tingkat kepemilikan saham pihak manajemen yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan, misalnya direktur dan komisaris (Wahidahwati, 2002). Kepemilikan manajerial dapat diukur dengan proporsi saham yang dimiliki perusahaan pada akhir tahun dan dinyatakan dalam presentase. Semakin besar proporsi kepemilikan manajemen dalam perusahaan maka manajemen akan berusaha lebih giat untuk kepentingan pemegang saham yang notabene adalah mereka sendiri (Trisyanti, 2009).

Kepemilikan manajerial atas sekuritas perusahaan dapat menyamakan kepentingan manajerial dengan pihak ekstern dan akan mengurangi peranan hutang sebagai mekanisme untuk meminimumkan agency cost. Semakin meningkatnya kepemilikan oleh manajerial, akan menyebabkan manajerial semakin berhati-hati dalam menggunakan hutang dan menghindari perilaku opportunistik karena mereka ikut menanggung konsekuensi dari tindakannya, sehingga mereka cenderung

menggunakan hutang yang rendah (Faisal 2000 dalam Murni dan Andriana 2007; Putri dan Nasir, 2006)

Berdasarkan uraian diatas, maka hipotesis alternatif yang akan diuji adalah sebagai berikut:

H1: Kepemilikan Manajerial berpengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan.

Kepemilikan Institusional dan Kebijakan Hutang

Meningkatnya kepemilikan saham oleh *institutional ownership* dapat mengimbangi kebutuhan terhadap penggunaan hutang. Ini berarti *institutional ownership* dapat menggantikan peran hutang dalam memonitor manajer dalam perusahaan dan mengurangi masalah keagenan dalam perusahaan (Manan 2004). Dengan demikian semakin besar persentase saham yang dimiliki *institutional ownership* dapat menyebabkan usaha monitoring menjadi semakin efektif.

Hal ini menunjukkan institutional investor memiliki wewenang lebih besar jika dibandingkan dengan pemegang saham lainnya, untuk memilih proyek yang lebih berisiko untuk memperoleh keuntungan yang tinggi. Berdasarkan uraian diatas, maka hipotesis alternatif yang akan diuji adalah sebagai berikut:

H2: Kepemilikan institusional berpengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan.

Kebijakan Dividen dan Kebijakan Hutang

Rozeff (1982) dalam wahidahwati (2002) menyatakan bahwa pembayaran dividen adalah bagian dari *monitoring* aktivitas perusahaan oleh *principal* terhadap pihak manajemen sebagai *agent*. Perusahaan akan cenderung untuk membayar dividen yang lebih besar jika manajemen memiliki proporsi saham yang lebih rendah.

Brigham et.al (1999) dalam Larasati (2011) menyatakan bahwa untuk mengurangi biaya keagenan diperlukan pembayaran dividen. Dalam konteks ini perusahaan yang memiliki *dividen payout ratio* yang tinggi menyukai pendanaan dengan modal sendiri sehingga mengurangi *agency cost*. Disamping itu pembayaran dividen dapat dilakukan setelah kewajiban terhadap pembayaran bunga dan cicilan hutang dipenuhi. Adanya kewajiban tersebut akan membuat manajer semakin berhati-hati dan efisien menggunakan hutang.

Berdasarkan uraian diatas, maka hipotesis alternatif yang akan diuji adalah sebagai berikut:

H3: Kebijakan dividen berpengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan.

Struktur aset dan Kebijakan Hutang

Struktur aktiva adalah penentuan berapa besar alokasi untuk masing - masing komponen aktiva, baik dalam aktiva lancar maupun dalam aktiva tetap. Perusahaan dengan aset yang dapat digunakan untuk jaminan akan lebih memilih untuk menggunakan penggunaan hutangnya lebih banyak. Besarnya aktiva tetap suatu perusahaan dapat menentukan besarnya penggunaan hutang. Perusahaan yang memiliki aktiva tetap dalam jumlah besar dapat menggunakan hutang dalam jumlah besar karena aktiva tersebut dapat digunakan sebagai jaminan pinjaman (Mamduh, 2004).

Struktur aset berhubungan dengan jumlah kekayaan (aset) yang dapat dijadikan jaminan. Perusahaan yang struktur asetnya lebih fleksibel akan cenderung menggunakan hutang lebih besar dari pada perusahaan yang struktur asetnya tidak fleksibel (Manan, 2004).

Berdasarkan uraian diatas, maka hipotesis alternatif yang akan diuji adalah sebagai berikut:

H4: Struktur aset perusahaan berpengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan.

Profitabilitas dan Kebijakan Hutang

Profitabilitas merupakan tingkat keuntungan bersih yang mampu diraih oleh perusahaan pada saat menjalankan operasionalnya. Profitabilitas menggambarkan pendapatan yang dimiliki perusahaan untuk membiayai investasi. Profitabilitas menunjukkan kemampuan dari modal yang diinvestasikan dalam keseluruhan aktiva untuk menghasilkan keuntungan bagi investor.

Perusahaan dengan tingkat pengembalian yang tinggi atas investasi menggunakan hutang yang relatif kecil karena tingkat pengembalian yang tinggi memungkinkan perusahaan untuk membiayai sebagian besar pendanaan internal. Dengan laba ditahan yang besar, perusahaan akan menggunakan laba ditahan sebelum memutuskan untuk menggunakan hutang. Hal ini sejalan dengan pendapat Myers (1984) dalam Indahningrum & Handayani (2009) yang menyarankan manajer untuk menggunakan *pecking order theory* untuk keputusan pendanaan. *Pecking order* merupakan urutan penggunaan dana untuk investasi yaitu laba ditahan sebagai pilihan pertama, kemudian selanjutnya oleh hutang dan ekuitas. Implikasinya adalah adanya hubungan negative antara profitabilitas perusahaan dengan *debt ratio*.

Berdasarkan uraian diatas, maka hipotesis alternatif yang akan diuji adalah sebagai berikut:

H5: Profitabilitas perusahaan berpengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan.

Ukuran Perusahaan dan Kebijakan Hutang

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 (Hol dan Wijst, 2006). Penentuan ukuran perusahaan ada juga didasarkan pada total asset perusahaan (Soejoko & Soubiantoro, 2007). Besar kecilnya ukuran suatu perusahaan akan berpengaruh terhadap struktur modal, semakin besar perusahaan maka akan semakin besar pula dana yang dibutuhkan perusahaan untuk melakukan investasi. Semakin besar ukuran suatu perusahaan, maka kecenderungan menggunakan modal juga semakin besar, hal ini disebabkan karena perusahaan besar membutuhkan dana yang besar pula untuk menunjang operasionalnya.

Hubungan antara ukuran perusahaan dan *leverage* dipengaruhi oleh akses perusahaan ke pasar modal. Perusahaan besar dapat dengan mudah mengakses pasar modal. Kemudahan untuk mengakses pasar modal berarti perusahaan memiliki fleksibilitas dan kemampuan untuk mendapat dana lebih banyak (Manan, 2004). Berdasarkan uraian diatas, maka hipotesis alternatif yang akan diuji adalah sebagai berikut:

H6: Ukuran perusahaan berpengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan.

***Free Cash Flow* dan Kebijakan Hutang**

Free cash flow merupakan kas perusahaan yang dapat didistribusikan kepada kreditor atau pemegang saham yang dapat didistribusikan kepada kreditor atau pemegang saham yang tidak diperlukan untuk modal kerja atau investasi pada aset. Kas

tersebut biasanya menimbulkan konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham. Manajer lebih menginginkan dana tersebut diinvestasikan lagi pada proyek-proyek yang dapat menghasilkan keuntungan, karena hal ini dapat meningkatkan insentif yang diterimanya. Sedangkan disisi lain, pemegang saham mengharapkan sisa dana tersebut dibagikan dalam bentuk dividen sehingga akan menambah kesejahteraan mereka (Hutomo & Perdana, 2006).

Hipotesis Jensen (1986) dalam Faisal (2004) mengenai *free cash flow* menyatakan bahwa tekanan pasar akan mendorong manajer untuk mendistribusikan *free cash flow* kepada pemegang saham atau risiko akan kehilangan kendali terhadap perusahaan. *Free Cash Flow* biasanya menimbulkan konflik kepentingan antara pemegang saham dan manajer. Konflik kepentingan ini dapat diminimalisasi dengan adanya hutang. Penambahan hutang dapat mengurangi *free cash flow* karena adanya pembayaran kembali bunga dan pokok pinjaman, serta dapat mengurangi kemampuan manajer dalam melakukan tindakan pemborosan. Hal ini membuat manajemen lebih disiplin sehingga penggunaan sumber daya perusahaan menjadi lebih produktif.

Berdasarkan uraian diatas, maka hipotesis alternatif yang akan diuji adalah sebagai berikut:

H7: *Free cash flow* perusahaan berpengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan.

METODE PENELITIAN

Populasi dan Sampel

Populasi yang akan diamati dalam penelitian ini adalah kelompok industry manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) yang melaporkan laporan

keuangannya secara lengkap dan dipublikasikan secara umum dari tahun 2006 – 2010. Sumber data yang digunakan dalam penelitian ini seluruhnya diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory* tahun 2006 – 2010 sejumlah 105 perusahaan dengan total sampel 535 item laporan keuangan

Dalam penelitian ini, semua perusahaan yang memenuhi kriteria akan dimasukkan sebagai sampel penelitian. Adapun teknik sampling yang digunakan adalah purposive sampling dengan kriteria: pertama, perusahaan tersebut selalu menyajikan laporan keuangan selama periode pengamatan (2006 – 2010); kedua, perusahaan yang secara berturut-turut terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode pengamatan.

Pengukuran Variabel

1. **Kebijakan Hutang**, Variabel kebijakan hutang dilambangkan dengan *debt to equity ratio* yang dapat dirumuskan sebagai berikut (Indahningrum & Handayani, 2009):

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

2. **Kepemilikan Manajerial**, Variabel kepemilikan manajerial sebagai dummy diwakili dengan angka 0 dan 1. Angka 0 menunjukkan bahwa perusahaan tidak memiliki kepemilikan manajerial, sedangkan nilai 1 menunjukkan perusahaan memiliki kepemilikan manajerial (Manan, 2004).
3. **Kepemilikan Institusional**, dapat dirumuskan sebagai berikut (Masdupi 2005):

$$\text{Kepemilikan institusional} = \frac{\text{Jumlah saham yang dimiliki institusi}}{\text{Jumlah saham beredar akhir tahun}}$$

4. **Kebijakan Dividen** , dirumuskan sebagai berikut :

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

5. **Struktur aset**, dengan rumus sebagai berikut:

$$\text{Struktur aset} = \frac{\text{Aktiva tetap}}{\text{Total aktiva}}$$

6. **Profitabilitas**, dapat diukur sebagai berikut:

$$\text{Profitabilitas} = \frac{EBIT}{\text{Total asset}}$$

7. **Ukuran Perusahaan** , merupakan rasio nilai logaritma natural dari penjualan (*sales*)., Variabel ini dirumuskan sebagai berikut :

$$\text{Ukuran Perusahaan} = \text{Ln Sales}$$

8. **Free Cash Flow**, diukur dengan menggunakan rumus yang dikemukakan Ross *et al* (2000) dalam Handayani dan Perdana (2006), yang dirumuskan sebagai berikut:

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

Keterangan:

FCFit: *Free cash flow*

AKOit: Aliran kas operasi perusahaan i pada tahun t

PMit: Pengeluaran modal perusahaan i pada tahun t

NWCit: Modal kerja bersih perusahaan i pada tahun t = aset lancar-kwjbn
lancar

ANALISIS DATA DAN PEMBAHASAN

Pengujian Hipotesis

Uji Regresi Berganda

Analisis data menggunakan Pengujian regresi berganda (*multiple regression*) bertujuan untuk menguji apakah variabel independen yang terdiri dari kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, kebijakan dividen, struktur aset, profitabilitas, ukuran perusahaan, dan *free cash flow* berpengaruh terhadap variable dependen yaitu kebijakan hutang (Ghozali, 2006) .

Hasil Pengujian Hipotesis

Hasil Uji Signifikan Simultan (Uji Statistik F).

Pengujian hipotesis secara simultan menggunakan uji statistik F, terbukti kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, kebijakan dividen, struktur aset, profitabilitas, ukuran perusahaan, dan *free cash flow* berpengaruh terhadap variable dependen yaitu kebijakan hutang secara signifikan dengan nilai p-value $0,000 < \alpha = 0,05$, yang ditunjukkan pada Tabel 1.

Tabel 1

Anova

Model	Sum of square	df	Mean square	F	Sig
Regression	143,813	7	20,545	14,712	0,000
Residual	737,718	527	1,396		
Total	882,531	534			

Sumber: Hasil Olah Data SPSS

Hasil Koefisien Determinasi (R^2)

Peneliti menggunakan nilai adjusted *R square* menunjukkan besar pengaruh variabel-variabel independen yaitu kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, kebijakan dividen, struktur aset, profitabilitas, ukuran perusahaan, dan *free cash flow* terhadap variabel dependen yaitu kebijakan hutang sebesar 15,2%. Artinya masih banyak faktor lain yang mempengaruhi kebijakan hutang sebesar 84,8% dari faktor-faktor lain.

Tabel 2

Model summary

R	R Square	Adjusted R-Square	Durbin Watson
0.404	16.3	15.2	1.979

Sumber: Hasil Olah Data SPSS

Uji Signifikan Parameter Individual (Uji statistik t)

Tabel 3
Coefficients

Variabel Independen	Unstandardized Coefficient		Standardized Coefficient	T	Sig	Colinerarity Statistics		Mean	Std. Dev
	B	Std.Error	Beta			Tolerance	VIF		
(constant)	-3.030	0.710		-4.270	0.000				
Str.Aset	0.319	0.173	0.079	1.850	0.065	0.862	1.160	0.5103	0.318
Uk. Perush.	0.128	0.026	0.203	4.888	0.000	0.916	1.092	26.379	2.032
DPR	-0.0061	0.001	-0.007	-0.170	0.865	0.991	1.009	-2.5726	53.90
Profit	-2.175	0.461	-0.206	-4.716	0.000	0.829	1.207	0.0594	0.12
K. Manajer	-0.146	0.124	-0.047	-1.179	0.239	0.980	1.020	0.2216	0.416
K. Institusional	-0.088	0.002	-0.068	-1.672	0.095	0.969	1.032	49.85	22.35
FCF	0.001	0.000	0.261	6.434	0.000	0.959	1.042	-53.159	239,2

Sumber: Hasil Olah Data SPSS

Dari hasil tabel 3 menunjukkan pengaruh tiap variabel independen yaitu struktur aset, ukuran perusahaan, kebijakan dividen (dpr), profitabilitas, kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional dan *free cash flow* terhadap variabel dependen kebijakan hutang secara parsial yang sesuai dengan hipotesis penelitian. Hasilnya diuraikan secara lengkap dibawah ini.

Pengaruh Kepemilikan Manajerial terhadap Kebijakan Hutang

Kepemilikan manajerial terbukti tidak berpengaruh signifikan dengan nilai $p\text{-value}=0,239 > \alpha=0,05$. Hal ini sesuai dengan penelitian sebelumnya dari Manan (2004), Murni & Andriana (2007), Yenziatie & Destriana (2010) Indahningrum & Handayani (2009) , Pithaloka (2009) dan Larasati (2011) menemukan bahwa kepemilikan manajerial tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang perusahaan. Tapi berbeda dengan hasil penelitian Wahidahwati (2002), Faisal (2004), Masdupi (2005), dan Junaidi (2006) dalam penelitiannya, menemukan pengaruh negatif yang signifikan antara kepemilikan manajerial dengan kebijakan hutang.

Hasil ini menunjukkan bahwa manajer perusahaan manufaktur di Indonesia bukanlah sebagai faktor penentu dalam kebijakan pendanaan dari hutang karena kepemilikan saham oleh manajer pada perusahaan manufaktur masih kurang dengan nilai rata-rata 0,2216 artinya hanya 22,16% dari 535 sampel.

Pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap Kebijakan Hutang

Kepemilikan institusional terbukti tidak berpengaruh signifikan dengan pada tingkat signifikansi 5 % nilai $p\text{-value}=0,095 > \alpha=0,05$ tapi masih $< \alpha=0,10$ artinya masih menunjukkan pengaruh pada signifikansi 10% dengan koefisien beta -0.088 dengan pengaruh negatif terhadap kebijakan hutang. Hasil ini konsisten dengan penelitian sebelumnya Wahidahwati (2002), Manan (2004), Masdupi (2005), Junaidi (2006), Sujoko & Soebiantoro (2007) , dan Yenziatie & Destriana (2010) menemukan bahwa kepemilikan institusional dapat mengurangi hutang perusahaan. Dengan demikian hasil penelitian mereka menunjukkan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang. Hasil penelitian tersebut berbeda

dengan hasil penelitian yang dilakukan Murni & Andriana (2007), Larasati (2011), dan Indahningrum & Handayani (2009) yang menunjukkan kepemilikan institusional memiliki pengaruh yang positif dan signifikan terhadap kebijakan hutang.

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 49,85%, masih dibawah dari nilai 50 %.

Pengaruh Kebijakan Dividen terhadap Kebijakan Hutang

Kebijakan Dividen terbukti tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang dengan nilai $p\text{-value}=0,865 > \alpha=0,05$. Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan Wahidahwati (2002), dan Indahningrum & Handayani (2009) mengatakan tidak terdapat pengaruh yang signifikan antara kebijakan dividen terhadap kebijakan hutang. Tapi hasil ini berbeda dengan hasil penelitian sebelumnya Murni dan Andriana (2007) dan Larasati (2011) yang mengatakan terdapat pengaruh negatif yang signifikan antara kebijakan dividen terhadap kebijakan hutang. Sedangkan pada hasil penelitian yang dikemukakan Masdupi (2005) mengatakan bahwa terdapat pengaruh positif yang signifikan antara kebijakan dividen terhadap kebijakan hutang.

Hasil ini menunjukkan bahwa informasi kebijakan dividen belum menjadi informasi bagi perusahaan dalam menentukan kebijakan hutang oleh karena banyak perusahaan manufaktur yang secara konsisten tidak membagikan dividen.

Pengaruh Struktur Aset terhadap Kebijakan Hutang

Struktur aset berpengaruh terhadap kebijakan hutang dengan nilai koefisien 0,319 dengan signifikansi 10% dengan $p\text{-value}=0,065 > \alpha=0,05$ tapi masih $< \alpha=0,10$, artinya struktur aset mempunyai pengaruh positif yang signifikan terhadap tingkat kebijakan hutang pada taraf nyata 0,10 (10%). Hasil ini sesuai dengan hasil penelitian Wahidahwati (2002), Manan (2004), dan Yenie & Destriana (2010) yang mengatakan bahwa struktur aset mempunyai pengaruh positif yang signifikan terhadap tingkat kebijakan hutang.

Hasil ini menunjukkan proporsi aktiva tetap perusahaan manufaktur cukup besar dengan rata-rata 0,5103 sebagai pertimbangan bagi perusahaan dalam menentukan kebijakan hutang walaupun belum menjadi faktor penentu utama karena standar deviasi yang cukup tinggi sebesar 0,318.

Pengaruh Profitabilitas terhadap Kebijakan Hutang

Profitabilitas berpengaruh terhadap kebijakan hutang dengan nilai $p\text{-value}=0,000 < \alpha=0,05$ dan nilai koefisien -2,175 artinya profitabilitas berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang. Hasil ini sesuai dengan hasil penelitian yang dilakukan Harjanti dan Tandelilin (2007) dalam Yenie & Destriana (2010), Sujoko & Soebiantoro (2007) yang menyatakan bahwa profitabilitas memiliki pengaruh negatif terhadap kebijakan hutang. Dan hasil penelitian tersebut juga konsisten dengan hasil penelitian Faisal (2000).

Hasil ini menunjukkan profitabilitas erat kaitannya dengan kebijakan hutang semakin tinggi profitabilitas maka akan semakin rendah kebijakan hutangnya, karena perusahaan ingin mengembangkan perusahaan dengan potensi profitabilitas

tinggi tapi menghindari atau menurunkan risiko hutang dengan menurunkan pendanaan dari hutang dan meningkatkan sumber pendanaan sesuai dengan *pecking order theory* dari laba ditahan dulu yaitu dari akumulasi profit tahun sebelumnya.

Pengaruh Ukuran Perusahaan terhadap Kebijakan Hutang

Ukuran perusahaan berpengaruh terhadap kebijakan hutang dengan nilai $p\text{-value}=0,000 < \alpha=0,05$ dan nilai koefisien 0,128 artinya ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang. Hasil ini sesuai dengan penelitian Moh'd et al (1998), Wahidahwati (2002), Manan (2004), Sujoko & Soebiantoro (2007) ,dan Lopez et.al (2008) mengatakan bahwa ukuran perusahaan mempunyai pengaruh positif yang signifikan terhadap kebijakan hutang perusahaan. Hasil ini menunjukkan bahwa tingkat penjualan suatu perusahaan menjadi indikator penentu utama kebijakan hutang perusahaan, karena jika pertumbuhan penjualan tinggi maka membutuhkan pendanaan hutang untuk perluasan pasar & operasionalnya.

Pengaruh *Free Cash Flow* terhadap Kebijakan Hutang

Free cash flow berpengaruh positif secara signifikan terhadap kebijakan hutang dengan $p\text{-value}=0,000 < \alpha=0,05$ dan nilai koefisien 0,001. Hal ini sesuai dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Faisal (2004) dan Indahningrum & Handayani (2009) yang mengatakan bahwa terdapat pengaruh positif yang signifikan antara *free cash flow* perusahaan terhadap kebijakan hutang perusahaan.

Hasil ini menunjukkan adanya kelebihan kas untuk investasi yang cukup berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang, dengan aliran *Free cash flow* yang

baik, mendorong perusahaan meningkatkan pendanaan hutang karena pendanaan di tahun sebelumnya menghasilkan arus kas yang menguntungkan dengan nilai FCF yang tinggi.

KESIMPULAN, KETERBATASAN & SARAN, IMPLIKASI

Kesimpulan

Dari hasil penelitian pada Bab IV dapat disimpulkan bahwa :

a) Tinggi rendahnya ukuran perusahaan, profitabilitas dan *free cash flow* menjadi faktor penentu utama bagi perusahaan manufaktur dalam menentukan kebijakan hutang. Dan yang dijadikan bahan pertimbangan juga diantaranya adalah struktur asset dan kepemilikan institusional dalam penentuan kebijakan hutang. b) Kebijakan hutang sangat berperan penting terhadap dengan tumbuh kembangnya perusahaan sebagai sumber pendanaan eksternal potensial, maka masih banyak faktor lainnya yang dideteksi mempunyai pengaruh juga terhadap kebijakan hutang yaitu indikator kinerja perusahaan lain seperti rasio keuangan, manajemen pemasaran, manajemen strategik. Dan juga selain indikator kinerja perusahaan, faktor ekonomi secara global seperti inflasi, kebijakan pemerintah, suku bunga bank, tingkat persaingan industri, harga BBM, tarif listrik dan krisis global yang terjadi ikut mempengaruhi kebijakan hutang suatu perusahaan

Keterbatasan Penelitian dan Saran

Untuk penelitian selanjutnya disarankan, dari keterbatasan penelitian:

a) Untuk menambah item variabel independen lain yang berpengaruh terhadap kebijakan hutang dari faktor ekonomi lainnya seperti di kesimpulan. b) Dan

memperluas cakupan penelitian tidak hanya sebatas pada perusahaan manufaktur dan hanya pada rentang tahun 2006-2010.

Implikasi

a) Bagi para debitor yang memberikan sumber pendanaan hutang, lebih memperhatikan aspek profitabilitas, ukuran perusahaan dan *free cash flow* perusahaan, karena perusahaan akan semakin memburuhkan pendanaan yang besar jika nilai ketiga item tadi tinggi. b) Bagi para investor, dalam mengambil keputusan investasi untuk menanamkan saham di suatu perusahaan perlu memperhatikan potensi tumbuh kembang perusahaan dengan nilai kebijakan hutang yang baik yang didukung oleh nilai ukuran perusahaan, profitabilitas dan *free cash flow* yang memadai atau baik pula. c) Bagi pengembangan ilmu, khususnya agar dianalisis lagi lebih mendalam dan lebih luas menggunakan faktor lainnya, sebagai bahan referensi dari kesimpulan peneliti faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan hutang ternyata ada tiga faktor utama yaitu ukuran perusahaan, profitabilitas dan *free cash flow*. Dan ada dua faktor lainnya yang dipertimbangkan yaitu struktur aset dan kepemilikan institusional.

Daftar Pustaka

- Faisal, Muhamad. 2004. Analisis Pengaruh Free Cash Flow, Set Kesempatan Investasi, Kepemilikan Manajerial, dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Hutang (Studi Empiris Pada Perusahaan Sektor Industri Manufaktur di Bursa Efek Jakarta). Tesis Pascasarjana Universitas Diponegoro.
- Ghozali, Imam. 2006. *Aplikasi Analisis Multivariate Dengan Program SPSS*. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Hutomo, Y.B. Sigit & Perdana, M. Roland. 2006. EKSEKUTIF Vol. 5 No. 1 April: 75-85
- Hol, Suzan & Wijst, Nico Van Der. 2006. The Financing Structure of Non Listed Firms. Discussion Papers No. 468. Statistiscs Norway. Research Department. August: 1-30

- Junaidi. 2006. Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Institusional Terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan: Sebuah Perspektif Agency Theory Dengan Variabel Kontrol Dividend Payout Ratio, Ukuran Perusahaan, Aset Structure dan Risiko Bisnis (Studi Pada Perusahaan yang Go Publik di Bursa Efek Jakarta). *Jurnal Ilmiah Bidang Manajemen dan Akuntansi*. Vol.3 No.2: 214-228.
- Larasati, Eva. 2011. Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional dan Kebijakan Dividen terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan. *Jurnal Ekonomi Bisnis*, Th. 16 No. 2, Juli :103-107
- Lopez, Jose and Fransisco Sogorb. 2008. Testing Trade-Of and Pecking Order Theories Financing SME s". *Smal Bunes Economics*. Vol. 31, pp 17-136
- Manan, Abdul. 2004. Analisis Faktor-faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang Pada Industri Keuangan yang Go Publik di BEJ Tahun 1999-2002: Sebuah Pendekatan *Agency Theory*. Tesis Pascasarjana Universitas Diponegoro.
- Masdupi, Erni. 2005. Analisis Dampak Struktur Kepemilikan Pada Kebijakan Hutang Dalam Mengontrol Konflik Keagenan. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*. Vol.20. No.1: 57-69.
- Murni, Sri dan Andriana. 2007. Pengaruh Insider Ownership, Institutional Investor, Dividend Payment, & Firm Growth Terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan (Studi Kasus Pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta). *Jurnal Akuntansi dan Bisnis*. Vol.7. No.1: 15-24.
- Pithaloka, Nina Diah. 2009. Pengaruh Faktor-Faktor Intern Perusahaan terhadap Kebijakan Hutang dengan Pendekatan Pecking Order Theory. Skripsi. Universitas Lampung, Bandar Lampung.
- Putri, F. Irmanda & Nasir, Mohamad. 2006. Analisis Persamaan Kepemilikan Manajerila, Kepemilikan Institusional, Risiko, Kebijakan Hutang dan Kebijakan dividen dalam Perspektif Teori Keagenan. *SNA 9*, 23-26 Agustus 2006, Padang:1-25.
- Indahningrum, R. Putri dan Handayani, Ratih. 2009. Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Dividen, Pertumbuhan Perusahaan, Free Cash Flow dan Profitabilitas terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi* vol.11. No.3: 189-207.
- Salvatore, Dominick. 2005. *Ekonomi Manajerial dalam Perekonomian Global*. Jakarta: Salemba Empat.
- Sujoko dan Soebiantoro, Ugy. 2007. "Pengaruh Struktur Kepemilikan, Leverage, Faktor Intern, dan Faktor Ekstern Terhadap Nilai Perusahaan (Studi Empirik pada Perusahaan Manufaktur dan Non Manufaktur di Bursa Efek Jakarta), *Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan*, Vol.9 No.1, Maret 2007:41-48
- Trisyanti. 2009. Analisis Pengaruh Karakteristik Perusahaan dan Karakteristik Pemilik Saham terhadap Initial Returnpada Perusahaan yang Melakukan IPO di BEI. Skripsi Universitas Lampung. Bandar Lampung.
- Wahidahwati. 2002. Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Institusional Pada Kebijakan Hutang Perusahaan: Sebuah Perspektif Theory Agency. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*. Vol.5. No.1: 1-16.
- Yeniatie dan Nicken Destriana. 2010. Faktor-faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang Pada Perusahaan Nonkeuangan Yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*. Vol.12. No.1: 1-16.