

**Analisis pengaruh kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional,
kebijakan dividen, profitabilitas, ukuran perusahaan dan struktur
asset terhadap kebijakan hutang pada perusahaan manufaktur
yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2010-2012**

*Dewi Purwasih
Restu Agusti
Al Azhar L*

*Faculty of Economic Riau University, Pekanbaru, Indonesia
Email : dewi_purwasih2010@yahoo.co.id*

The purpose of this study is to analyze the factors that influence debt policy. The factors tested in this study is the managerial ownership, institutional ownership, dividend policy, profitability, firm size and asset structure of the debt policy on companies listed in Indonesia Stock Exchange. Debt policy as a dependent variable in this study is measured by Debt Ratio.

Research using purposive sampling method for taking samples. Based on the defined criteria, the sample obtained 30 companies of Manufacturing Firms listed in Indonesia Stock Exchange during 2010 to 2012, therefore the number of data samples in this study is 90 samples.

The results of research that profitability and firm size significantly influence debt policy at a significance level (alpha) 5 %. While the variables of managerial ownership, institutional ownership, dividend policy and asset structure do not significantly influence debt policy. The influence of independent variables on the dependent variable (debt ratio) which can be described by the equation by 10,3%. While 89,7% influenced by another factors not included on the regression model.

KEYWORDS : Debt Policy, Managerial Ownership, Institutional Ownership, Dividend Policy, Profitability, Firm Size and Asset Structure

PENDAHULUAN

Latar Belakang Masalah

Pengendalian perusahaan dewasa ini sering diserahkan kepada manajer profesional yang bukan merupakan pemilik perusahaan. Pemilik tidak mampu lagi karena keterbatasannya mengendalikan perusahaan yang menjadi semakin besar dan kompleks. Para manajer diberi

kekuasaan oleh para pemilik perusahaan yaitu pemegang saham untuk mengambil keputusan, dimana hal ini akan menciptakan potensi konflik kepentingan yang dikenal sebagai teori keagenan (*agency theory*).

Konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham dapat diminimumkan dengan suatu mekanisme pengawasan yang dapat mensejajarkan kepentingan terkait.

Akibat dari munculnya mekanisme pengawasan tersebut menyebabkan timbulnya suatu *cost* yang disebut *agency cost* (Sartono, 2010:12).

Untuk mengurangi *agency cost* dapat dilakukan dengan beberapa alternatif. Alternatif pertama adalah meningkatkan kepemilikan saham perusahaan oleh manajemen (Jensen dan Meckling, 1976 dalam Brigham dan Houston, 2009:27). Kepemilikan ini akan mensejajarkan kepentingan manajemen dengan pemegang saham. Dengan demikian maka kepemilikan saham oleh manajemen merupakan insentif bagi para manajer untuk meningkatkan kinerja perusahaan dan manajer akan menggunakan hutang secara optimal.

Alternatif kedua adalah meningkatkan *dividend payout ratio* (Crutchley dan Hansen, 1989 dalam Aji dan Prastiwi, 2011). Apabila manajer keuangan memutuskan untuk membagikan laba yang diperoleh dalam bentuk dividen, maka tidak tersedia cukup banyak *free cash flow* dan manajemen terpaksa mencari pendanaan dari luar untuk membiayai investasinya.

Alternatif ketiga adalah dengan cara mengaktifkan monitoring melalui investor-investor institusional (Sartono, 2010:13). Hasil penelitian Indahningrum dan Handayani (2009) menunjukkan bahwa kepemilikan institusional memiliki kewenangan yang lebih besar dibandingkan dengan pemegang saham kelompok lain untuk cenderung akan memilih proyek yang lebih berisiko dengan harapan akan memperoleh keuntungan yang lebih tinggi. Untuk membiayai proyek tersebut, investor lebih memilih pembiayaan melalui hutang.

Dengan kebijakan tersebut mereka dapat mengalihkan penanggungan risiko kepada pihak kreditur apabila proyek mereka gagal.

Selain ketiga faktor di atas, Mamduh (2004) dalam Muliarti (2010) menyebutkan bahwa profitabilitas, ukuran perusahaan dan struktur asset merupakan beberapa faktor yang memiliki pengaruh terhadap kebijakan hutang.

Keterkaitan profitabilitas dengan kebijakan hutang sangatlah erat. Perusahaan yang memiliki tingkat profitabilitas yang tinggi dalam menghasilkan laba akan cenderung memilih model pendanaan internal (modal sendiri) karena perusahaan telah memiliki jumlah dana yang memadai yang dapat digunakan dalam pendanaan yang diperoleh dari keuntungan atau laba perusahaan yang tinggi.

Hal ini sejalan dengan Myers (1984) dalam Indahningrum dan Handayani (2009) yang menyarankan manajer untuk menggunakan *Pecking Order Theory* untuk keputusan pendanaan. *Pecking Order Theory* menyatakan bahwa perusahaan lebih cenderung memilih pendanaan yang berasal dari internal perusahaan (*internal financing*) yang bersumber dari aliran kas, laba ditahan dan depresiasi daripada berasal dari eksternal perusahaan (*eksternal financing*).

Ukuran perusahaan berpengaruh terhadap kebijakan hutang dalam suatu perusahaan. 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 (Susilawati dkk., 2012).

Struktur asset juga memiliki pengaruh terhadap kebijakan hutang. Struktur aktiva dapat dijadikan jaminan bagi investor agar investor tersebut percaya bahwa perusahaan dapat melunasi hutangnya. Hal ini menunjukkan bahwa struktur asset perusahaan memiliki pengaruh positif terhadap kebijakan hutang perusahaan terutama bagi perusahaan yang memiliki aktiva tetap dalam jumlah besar.

Rumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang yang telah dikemukakan diatas, maka dapat dirumuskan permasalahan sebagai berikut :

1. Apakah kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, kebijakan dividen, profitabilitas, ukuran perusahaan dan struktur asset berpengaruh terhadap kebijakan hutang pada perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia?

Tujuan Penelitian

Adapun tujuan penelitian ini adalah :

1. Untuk menguji pengaruh kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, kebijakan dividen, profitabilitas, ukuran perusahaan dan struktur asset terhadap kebijakan hutang pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

TINJAUAN TEORI

Kebijakan Hutang

Kebijakan hutang merupakan keputusan yang sangat penting dalam perusahaan dimana kebijakan hutang merupakan salah satu bagian dari kebijakan pendanaan perusahaan. Kebijakan hutang adalah kebijakan yang diambil oleh pihak manajemen dalam rangka memperoleh sumber pembiayaan bagi perusahaan sehingga dapat digunakan untuk membiayai aktivitas operasional perusahaan (Riyanto, 2004 dalam Rahmawati, 2012).

Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang

1. Kepemilikan Manajerial

Pemegang saham dan manajer masing-masing berkepentingan memaksimalkan tujuannya. Konflik kepentingan terjadi jika keputusan manajer hanya akan memaksimalkan kepentingannya dan tidak sejalan dengan kepentingan pemegang saham. Keputusan dan aktivitas manajer yang memiliki saham perusahaan tentu akan berbeda dengan manajer yang murni sebagai manajer. Manajer yang memiliki saham perusahaan berarti manajer tersebut sekaligus adalah pemegang saham. Manajer yang memiliki saham perusahaan tentunya akan menselaraskan kepentingannya dengan kepentingannya sebagai pemegang saham (Brigham dan Houston, 2009:27)

Hasil penelitian Soesetio (2008) menunjukkan bahwa peningkatan persentase kepemilikan manajerial akan mengurangi penggunaan hutang dan sebaliknya penurunan kepemilikan manajerial akan meningkatkan penggunaan

hutang. Penggunaan hutang pada tingkat tinggi menyebabkan beban perusahaan semakin tinggi menyebabkan risiko perusahaan semakin tinggi sehingga manajerial mengurangi kepemilikan saham untuk memperkecil resiko.

2. Kepemilikan Institusional

Adanya pemegang saham seperti *institutional ownership* memiliki arti penting dalam memonitor manajemen. Adanya kepemilikan oleh institusional seperti perusahaan asuransi, bank, perusahaan-perusahaan investasi dan kepemilikan oleh institusi-institusi lain akan mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja manajemen (Sartono, 2010:13).

Kepemilikan institusional dapat mempengaruhi keputusan pendanaan apakah melalui hutang atau *right issue*. Pihak institusional diharapkan mampu melakukan pengawasan lebih baik terhadap kebijakan manajer dikarenakan dari segala skala ekonomi, pihak institusional memiliki keuntungan lebih untuk memperoleh informasi dan menganalisis segala hal yang berkaitan dengan kebijakan manajer (Brigham dan Houston, 2009:29).

3. Kebijakan Dividen

Rozeff (1982) dan Easterbook (1984) dalam Indahningrum dan Handayani (2009) juga menyatakan bahwa pembayaran dividen kepada pemegang saham akan mengurangi sumber-sumber dana yang dikendalikan oleh manajemen. Semakin tinggi dividen yang dibayarkan kepada pemegang saham maka *free cash flow* dalam perusahaan semakin kecil. Hal ini mengakibatkan manajemen harus

memikirkan cara untuk memperoleh sumber dana yang relevan dengan hutang (Sartono, 2010 :7).

Menurut Easterbook (1984) dalam Indahningrum dan Handayani (2009) menyatakan bahwa untuk mengurangi biaya keagenan diperlukan pembayaran dividen. Dalam konteks ini perusahaan yang memiliki *divident 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 dengan menggunakan hutang.

4. Profitabilitas

Profitabilitas merupakan faktor yang dipertimbangkan dalam menentukan struktur modal perusahaan. Hal ini dikarenakan jika kemampuan perusahaan dalam memperoleh laba semakin tinggi maka perusahaan lebih mengandalkan dana internal untuk biaya operasionalnya (Brigham dan Houston, 2011:188).

Dengan laba ditahan yang besar, perusahaan akan menggunakan laba ditahan sebelum memutuskan untuk menggunakan menggunakan hutang. Hal ini sesuai dengan *Pecking Order Theory* yang menyarankan bahwa manajer lebih senang menggunakan pembiayaan yang pertama yaitu laba yang ditahan kemudian hutang dan terakhir penjualan saham baru (Sartono, 2010:249)

5. Ukuran Perusahaan

Ukuran perusahaan adalah suatu skala dimana dapat diklasifikasikan besar

kecil perusahaan menurut berbagai cara antara lain total aktiva, *log size*, nilai pasar saham, dan lain- lain. 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 (Susilawati dkk., 2012).

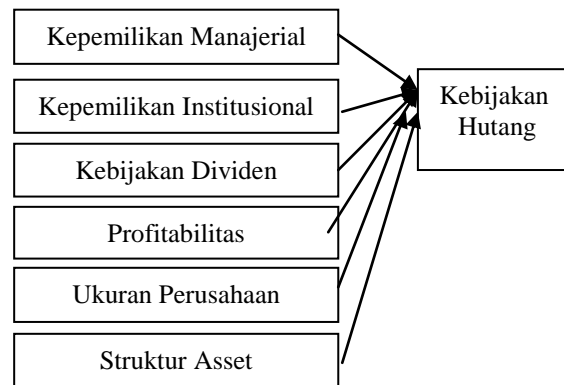
6. Struktur Asset

Menurut Syamsudin (2007:9), struktur asset adalah penentuan berapa besar alokasi dana untuk masing-masing komponen aktiva, baik dalam aktiva lancar maupun dalam aktiva tetap.

Perusahaan dengan asset 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 (Brigham dan Houston, 2011:188).

Kerangka Penelitian

Untuk lebih menjelaskan variabel dependen dan variabel independen yang digunakan dalam penelitian ini, maka berikut digambarkan model penelitian :



Hipotesis

- H₁ : Kepemilikan manajerial berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang
- H₂ : Kepemilikan institusional berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan hutang
- H₃ : Kebijakan Dividen berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang
- H₄ : Profitabilitas berpengaruh secara negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang
- H₅ : Ukuran perusahaan berpengaruh secara positif dan signifikan terhadap kebijakan hutang
- H₆ : Struktur asset berpengaruh secara positif dan signifikan terhadap kebijakan hutang

METODOLOGI PENELITIAN

Populasi dan Sampel

Populasi dari penelitian ini adalah seluruh perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada tahun 2010-2012. Sampel dalam penelitian ini dipilih dengan metode *purposive sampling*.

Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel

- Variabel Dependen

Kebijakan hutang diukur dengan *Debt ratio*, dihitung dengan rumus :

$$\text{Debt ratio} = \frac{\text{Total Hutang}}{\text{Total Aktiva}}$$

- Variabel Independen

1. Kepemilikan Saham Manajerial (MOWN)

$$MOWN = \frac{\text{Jumlah saham manajerial}}{\text{Jumlah saham beredar}}$$

2. Kepemilikan Institusional (INST)

$$INST = \frac{\text{Jumlah saham institusi}}{\text{Jumlah saham beredar}}$$

3. Kebijakan Dividen (DPR)

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

4. Profitabilitas (ROA)

$$ROA = \frac{\text{Laba Bersih setelah Pajak}}{\text{Total Aktiva}}$$

5. Ukuran Perusahaan (SIZE)

$$SIZE = \text{Ln Total Asset}$$

6. Struktur Asset (ASSET)

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

Model Analisis Data

Analisis regresi berganda tersebut digunakan untuk melakukan pengujian hipotesis, sedangkan perhitungan dilakukan dengan menggunakan program SPSS versi 16. Berdasarkan pengembangan hipotesis di atas maka dapat diterapkan model regresi berganda sebagai berikut :

$$DER = \alpha + \beta \text{ MOWN} + \beta \text{ INST} + \beta \text{ DPR} + \beta \text{ ROA} + \beta \text{ SIZE} + \beta \text{ ASSET}$$

Uji Normalitas Data

Tujuan untuk menguji apakah dalam sebuah model regresi, variabel dependen,

variabel independen atau keduanya mempunyai distribusi normal atau tidak. Dari hasil pengujian tersebut jika data menyebar di sekitar garis diagonal dan mengikuti arah garis diagonal maka data tersebut terdistribusi normal (Sugiono, 2009).

Pengujian Asumsi Klasik

Dalam penelitian ini akan membahas mengenai penyimpangan asumsi klasik yaitu multikolinearitas, heteroskedastisitas dan autokorelasi.

Pengujian Hipotesis

Pengujian hipotesis ini dengan melihat hasil penelitian variabel independen secara parsial dengan variabel dependen.

a) Apakah t hitung $>$ t tabel atau t hitung $<$ t tabel dan p -value $<$ α . Hal ini menunjukkan bahwa variabel independen (kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, kebijakan dividen, profitabilitas, ukuran perusahaan dan struktur asset) secara parsial mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap variabel dependen (kebijakan hutang).

b) Apabila t hitung $<$ t tabel atau t hitung $>$ t tabel atau p -value $>$ α . Hal ini menunjukkan bahwa variabel independen (kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, kebijakan dividen, profitabilitas, ukuran perusahaan dan struktur asset) secara parsial tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap variabel dependen (kebijakan hutang).

Koefisien Determinan

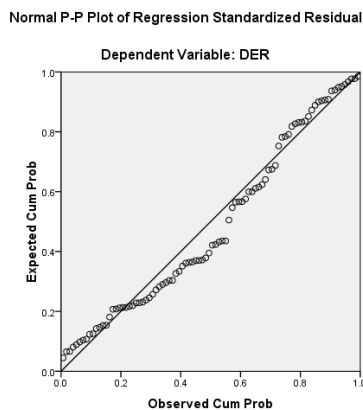
Koefisien determinansi adalah sebuah koefisien yang menunjukkan persentase pengaruh semua variabel independen terhadap variabel dependen. Banyak peneliti yang menganjurkan untuk menggunakan nilai *adjusted R²* untuk mengevaluasi model regresi terbaik jika variabel independen lebih dari dua (Ghozali, 2005).

HASIL PEMBAHASAN

Hasil Uji Normalitas Data

Hasil pengujian normalitas data dapat dilihat pada grafik normal *P-P Plot of Regression Standardized Residual* pada gambar 1.

Gambar 1. Hasil uji normalitas data



Dari hasil uji normalitas data pada gambar 4.1 diatas, diketahui bahwa data berada di sekitar garis diagonal dan mengikuti arah garis diagonalnya pada grafik *normal probability plot*. Dengan demikian model regresi telah memenuhi asumsi normalitas.

Hasil Pengujian Asumsi Klasik

1. Uji autokorelasi

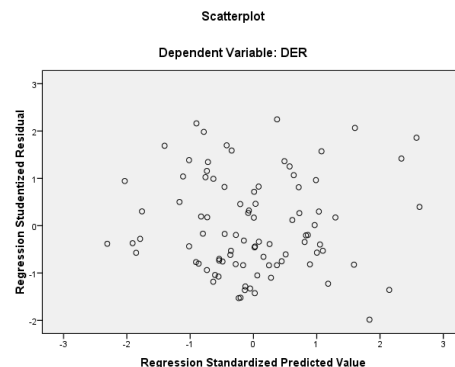
Hasil uji autokorelasi memperlihatkan bahwa nilai Durbin-

Watson (DW) pada model regresi ini berada di antara -4 sampai +4 yaitu sebesar 2,228. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa model penelitian ini tidak terjadi autokorelasi.

2. Uji heteroskedastitas

Hasil uji heteroskedastisitas dapat dilihat pada gambar 2.

Gambar 2. Hasil uji heteroskedastisitas



Dari gambar 4.2 diatas dapat dilihat bahwa titik-titiknya menyebar, maka dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat heteroskedastisitas.

3. Uji multikolinieritas

Hasil uji multikolinieritas dapat dilihat pada tabel 2.

Tabel 2. Hasil uji multikolinieritas

Coefficients ^a			
Model		Collinearity Statistics	
		Tolerance	VIF
1	(Constant)		
	MOWN	0,518	1,931
	INST	0,557	1,795
	DPR	0,908	1,101
	ROA	0,838	1,193
	SIZE	0,669	1,495
	ASSET	0,895	1,117

Dari tabel 4.10 dapat diketahui bahwa semua variabel independen memiliki nilai *tolerance* berada di atas 0,1 dan nilai VIF di bawah angka 10. Hal ini menunjukkan dalam model ini tidak terjadi multikolinieritas.

Hasil Analisis Regresi Berganda

Pengujian hipotesis dalam penelitian ini dilakukan dengan menggunakan uji t (pengujian secara parsial) untuk melihat pengaruh yang ditimbulkan dari masing-masing variabel independen secara individual terhadap variabel dependen. Hasil analisis regresi berganda yang telah dilakukan dapat dilihat pada tabel 3.

Tabel 3. Hasil Analisis Regresi Berganda

Coefficients ^a			
	Unstandardized Coefficients	t	Sig.
(Constant)	-0,658	-1,509	0,135
MOWN	1,017	1,833	0,070
INST	0,131	0,832	0,408
DPR	0,073	1,883	0,063
ROA	-0,701	-2,957	0,004
SIZE	0,034	2,513	0,014
ASSET	0,114	0,818	0,416

Dari tabel di atas, maka persamaan regresi yang dihasilkan sebagai berikut:

$$\text{Ln_DER} = - 0,658 + 1,017 \text{ MOWN} + 0,131 \text{ INST} + 0,073 \text{ DPR} - 0,701 \text{ ROA} + 0,034 \text{ SIZE} + 0,114 \text{ ASSET}$$

Dari persamaan regresi di atas dapat dilihat bahwa :

1. besarnya konstanta adalah - 0,658. Hal ini menunjukkan bahwa jika semua variabel independen tidak berpengaruh, maka besarnya DER adalah - 0,658.
2. Koefisien regresi untuk variabel kepemilikan manajerial (MOWN)

sebesar 1,017 mengandung arti bahwa apabila faktor yang lainnya konstan, maka pertambahan 1 % pada variabel kepemilikan manajerial akan menyebabkan bertambahnya kebijakan hutang sebesar 1,017 %.

3. Koefisien regresi untuk variabel kepemilikan institusional (INST) sebesar -0,131 mengandung arti bahwa apabila faktor yang lainnya konstan, maka pertambahan 1 % pada variabel kepemilikan institusional akan menyebabkan berkurangnya kebijakan hutang sebesar 0,131 %.
4. Koefisien regresi untuk variabel kebijakan dividen (DPR) sebesar 0,073 mengandung arti bahwa apabila faktor yang lainnya konstan, maka pertambahan 1 % pada variabel kebijakan dividen akan menyebabkan bertambahnya kebijakan hutang sebesar 0,073 %.
5. Koefisien regresi untuk variabel profitabilitas (ROA) sebesar -0,701 mengandung arti bahwa apabila faktor yang lainnya konstan, maka pertambahan 1 % pada variabel profitabilitas akan menyebabkan berkurangnya kebijakan hutang sebesar 0,701 %.
6. Koefisien regresi untuk variabel ukuran perusahaan (SIZE) sebesar 0,034 mengandung arti bahwa apabila faktor yang lainnya konstan, maka pertambahan 1 % pada variabel kepemilikan manajerial akan menyebabkan bertambahnya kebijakan hutang sebesar 0,034 %.
7. Koefisien regresi untuk variabel struktur asset (ASSET) sebesar 0,114 mengandung arti bahwa apabila faktor

yang lainnya konstan, maka pertambahan 1 % pada variabel struktur asset akan menyebabkan bertambahnya kebijakan hutang sebesar 0,114 %.

Pengujian Hipotesis

Dengan melihat hasil analisis regresi berganda pada tabel 3 dan memperhatikan t tabel ($n-k$; $\alpha/2 = 90-7=83$; $0,025$) adalah 1,989, maka hasil pengujian untuk masing-masing variabel independen adalah sebagai berikut :

1. Variabel kepemilikan manajerial (MOWN) dengan t hitung = 1,883 dan p value = 0,070. Dengan memperhatikan syarat t hitung ($1,883 < t$ tabel (1,989) dan p value (0,070) $> \alpha$ (0,05), maka hasil untuk pengujian hipotesis pertama menunjukkan bahwa tidak terdapat pengaruh signifikan kepemilikan manajerial terhadap kebijakan hutang. Arah hubungan positif dari hasil penelitian ini menunjukkan bahwa semakin tinggi kepemilikan manajerial, maka akan semakin tinggi kebijakan hutang perusahaan.
2. Variabel kepemilikan institusional (INST) dengan t hitung = 0,832 dan p value = 0,408. Dengan memperhatikan syarat t hitung ($0,832 > t$ tabel (-1,989) dan p value (0,408) $> \alpha$ (0,05), maka hasil untuk pengujian hipotesis kedua menunjukkan bahwa tidak terdapat pengaruh signifikan kepemilikan institusional terhadap kebijakan hutang. Arah hubungan positif dari hasil penelitian ini menunjukkan bahwa semakin tinggi kepemilikan institusional, maka akan semakin tinggi kebijakan hutang perusahaan.
3. Variabel kebijakan dividen (DPR) dengan t hitung = 1,883 dan p value = 0,063. Dengan memperhatikan syarat t hitung ($1,883 < t$ tabel (1,989) dan p value (0,063) $> \alpha$ (0,05), maka hasil untuk pengujian hipotesis ketiga menunjukkan bahwa tidak terdapat pengaruh signifikan kebijakan dividen terhadap kebijakan hutang. Arah hubungan positif dari hasil penelitian ini menunjukkan bahwa semakin tinggi kebijakan dividen, maka akan semakin tinggi kebijakan hutang perusahaan.
4. Variabel profitabilitas (ROA) dengan t hitung = -2,957 dan p value = 0,004. Dengan memperhatikan syarat t hitung ($-2,957 < -t$ tabel (-1,9890) dan p value (0,004) $< \alpha$ (0,05), maka hasil untuk pengujian hipotesis keempat menunjukkan bahwa profitabilitas berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang. Arah hubungan negatif dari hasil penelitian ini menunjukkan bahwa semakin tinggi profitabilitas, maka akan semakin rendah kebijakan hutang perusahaan.
5. Variabel ukuran perusahaan (SIZE) dengan dengan t hitung = 2,513 dan p value = 0,014. Dengan memperhatikan syarat t hitung ($2,513 > t$ tabel (1,9890) dan p value (0,014) $< \alpha$ (0,05), maka hasil untuk pengujian hipotesis kelima menunjukkan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang. Arah hubungan positif dari hasil penelitian ini menunjukkan bahwa semakin besar ukuran perusahaan, maka akan semakin besar kebijakan hutang perusahaan.
6. Variabel struktur asset (ASSET) dengan t hitung = 0,818 dan p value = 0,416.

Dengan memperhatikan syarat t hitung ($0,818 < t$ tabel ($1,9890$) dan p value ($0,416 > \alpha$ ($0,05$)), maka hasil untuk pengujian hipotesis keenam menunjukkan bahwa tidak terdapat pengaruh signifikan struktur asset terhadap kebijakan hutang. Arah hubungan positif dari hasil penelitian ini menunjukkan bahwa semakin tinggi struktur asset, maka akan semakin tinggi kebijakan hutang perusahaan.

Pembahasan Hasil Penelitian

Kepemilikan Manajerial dan Kebijakan Hutang

Dalam struktur kepemilikan dimana pemilik perusahaan dari pihak dalam (*insider*) mempunyai kekuatan yang besar untuk melakukan kebijakan hutang. Semakin tinggi kepemilikan manajerial maka semakin tinggi kebijakan manajerial dalam memanfaatkan hutang. Hal ini karena kontrol yang besar dari manajer menyebabkan mereka mampu melakukan investasi dengan lebih baik sehingga memerlukan tambahan dana melalui hutang untuk pendanaannya (Jensen, 1998 dalam Rahmawati, 2012).

Penelitian Larasati (2011) mendapati hasil bahwa manajer perusahaan publik di Indonesia bukanlah sebagai faktor penentu dalam pengambilan kebijakan pendanaan dari hutang disebabkan jumlah saham yang dimiliki pihak manajer pada perusahaan manufaktur yang *go* publik di Indonesia masih sangat kecil. Kepemilikan manajerial pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada periode pengamatan 2010-2012 masih rendah dengan nilai rata-rata 0,0125. Masih rendahnya kepemilikan saham oleh

manajer dibandingkan dengan kelompok lainnya dalam perusahaan mengakibatkan manajer tidak dapat mengambil keputusan berdasarkan atas keinginannya sendiri (Yeniatie dan Nicken, 2010). Hasil penelitian ini sejalan dengan hasil penelitian Indahningrum dan Handayani (2009) dan Murtiningtyas (2012).

Kepemilikan Institusional dan Kebijakan Hutang

Hasil penelitian ini mendukung teori kepemilikan institusional memiliki wewenang yang lebih besar bila dibandingkan dengan pemegang saham kelompok lainnya, akan cenderung memilih proyek yang lebih berisiko dengan harapan akan memperoleh keuntungan yang tinggi. Untuk membiayai proyek tersebut, investor memilih pembiayaan melalui hutang. Dengan kebijakan tersebut mereka mengalihkan penanggunguhan risiko kepada pihak kreditor apabila proyek gagal. (Faisal, 2000 dalam Indahningrum dan Handayani, 2009).

Susanto (2011) mendapati hasil penelitian bahwa kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Besarnya persentase saham yang dimiliki oleh pihak institusional tidak akan menyebabkan usaha pengawasan terhadap kebijakan hutang perusahaan menjadi lebih efektif. Sebagian investor tidak terlalu peduli dengan penggunaan hutang sebagai sumber dana perusahaan. Mereka lebih memperhatikan hasil akhir yaitu perusahaan yang memiliki kinerja yang bagus yang dilihat dari laba, aliran kas masuk operasi dan kemampuan membayar hutang.

Kebijakan Dividen dan Kebijakan Hutang

Rozeff (1982) dan Easterbook (1984) dalam Indahningrum dan Handayani (2009) menyatakan bahwa pembayaran dividen kepada pemegang saham akan mengurangi sumber-sumber dana yang dikendalikan oleh manajemen. Semakin tinggi dividen yang dibayarkan kepada pemegang saham maka *free cash flow* dalam perusahaan semakin kecil. Hal ini mengakibatkan manajemen harus memikirkan cara untuk memperoleh sumber dana yang relevan dengan hutang (Sartono, 2010 :7).

Hasil penelitian Indahningrum dan Handayani (2009) menunjukkan bahwa jika perusahaan meningkatkan pembayaran dividennya, maka dana yang tersedia untuk pendanaan (laba ditahan) akan semakin kecil. Untuk memenuhi kebutuhan dana perusahaan, maka manajer lebih cenderung untuk menggunakan hutang lebih banyak. Hasil ini sejalan dengan hasil penelitian Ismiyanti dan Hanafi (2003), Putri dan Nasir (2006), Indahningrum dan Handayani (2009), Djabid (2009) dan Murtiningtyas (2012).

Profitabilitas dan Kebijakan Hutang

Menurut Weston (1997) dalam Susilawati dkk. (2012), 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. Hal ini sesuai dengan *Pecking Order Theory* (Sartono, 2010:249).

Murtiningtyas (2012) mendapati hasil bahwa profitabilitas berpengaruh

negatif terhadap kebijakan hutang. Jika profitabilitas meningkat, perusahaan cenderung akan mengurangi hutang. Perusahaan akan menggunakan laba dari dalam perusahaan terlebih dahulu dalam mencukupi kebutuhan operasionalnya sebelum memutuskan untuk menggunakan dana dari luar perusahaan. Hasil ini sejalan dengan hasil penelitian Soesetio (2008), Djabid (2009), Indahningrum dan Handayani (2009), Yeniatie dan Destriana (2010), Susilawati dkk (2012).

Ukuran Perusahaan dan Kebijakan Hutang

Menurut Weston dan Brigham (2000) dalam Mulianti (2010) menyatakan bahwa suatu perusahaan yang besar dan mapan (stabil) akan lebih mudah untuk ke pasar modal. Kemudahan untuk ke pasar modal maka berarti fleksibilitas bagi perusahaan besar lebih tinggi serta kemampuan untuk mendapatkan dana dalam jangka pendek juga lebih besar daripada perusahaan kecil.

Susilawati dkk. (2012) mendapati hasil bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang. 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. Hasil ini sejalan dengan hasil penelitian Djabid (2009), Pithaloka (2009) dan Mulianti (2010).

Struktur Asset dan Kebijakan Hutang

Perusahaan dengan asset 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 (Brigham dan Houston, 2011:188).

Struktur asset tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang karena porsi aktiva tetap perusahaan manufaktur cukup kecil dengan rata-rata 0,278836 dengan standar deviasi cukup tinggi yaitu 0,143439.

Koefisien Determinasi

Hasil koefisien determinasi (*adjusted R²*) adalah 0,103. Hal ini berarti variabel-variabel independen yang digunakan dalam penelitian ini hanya dapat menjelaskan variabel dependen sebesar 10,3 %, sedangkan sisanya dijelaskan oleh variabel lainnya.

KESIMPULAN DAN SARAN

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, kebijakan dividen, profitabilitas, ukuran perusahaan, struktur asset terhadap kebijakan hutang. Objek penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2010 - 2012. Sampel yang digunakan dalam penelitian ini berjumlah 90.

Berdasarkan hasil penelitian dan pengujian hipotesis yang diajukan dapat ditarik kesimpulan sebagai berikut :

a. Hasil pengujian normalitas data menunjukkan bahwa data dalam

penelitian ini terdistribusi normal, dengan demikian model regresi telah memenuhi asumsi normalitas.

- b. Hasil pengujian asumsi klasik terhadap data penelitian menunjukkan bahwa model regresi yang digunakan terbebas dari gangguan autokorelasi, multikolinearitas dan heterokedastisitas.
- c. Hasil pengujian terhadap hipotesis pertama (MOWN) menunjukkan bahwa variabel kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang namun tidak signifikan, dimana nilai t hitung (1,883) < t tabel (1,9890) dan p value (0,070) > α (0,05). Maka **H₀ diterima dan H_a ditolak**. Hal ini disebabkan karena masih rendahnya kepemilikan saham oleh manajer dibandingkan dengan kelompok lainnya dalam perusahaan sehingga manajer tidak dapat mengambil keputusan berdasarkan atas keinginannya sendiri (Yeniati dan Nicken, 2010).
- d. Hasil pengujian terhadap hipotesis kedua (INST) menunjukkan bahwa variabel kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang namun tidak signifikan, dimana nilai t hitung (0,832) > t tabel (-1,9890) dan p value (0,408) > α (0,05). Maka **H₀ diterima dan H_a ditolak**. Besarnya persentase saham yang dimiliki oleh pihak institusional tidak akan menyebabkan usaha pengawasan terhadap kebijakan hutang perusahaan menjadi lebih efektif. Sebagian investor tidak terlalu peduli dengan penggunaan hutang sebagai sumber dana perusahaan. Mereka lebih memperhatikan hasil akhir yaitu perusahaan yang memiliki kinerja yang bagus yang dilihat dari laba, aliran

- kas masuk operasi dan kemampuan membayar hutang (Susanto, 2011).
- e. Hasil pengujian terhadap hipotesis ketiga (DPR) menunjukkan bahwa variabel kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang namun tidak signifikan, dimana nilai t hitung ($1,883$) $<$ t tabel ($1,9890$) dan p value ($0,063$) $>$ α ($0,05$). Maka **H_0 diterima dan H_a ditolak**. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa jika perusahaan meningkatkan pembayaran dividennya, maka dana yang tersedia untuk pendanaan (laba ditahan) akan semakin kecil. Untuk memenuhi kebutuhan dana perusahaan, maka manajer lebih cenderung untuk menggunakan hutang lebih banyak.
 - f. Hasil pengujian terhadap hipotesis keempat (ROA) menunjukkan bahwa variabel profitabilitas berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan hutang dimana nilai t hitung ($-2,957$) $<$ $-t$ tabel ($-1,9890$) dan p value ($0,004$) $<$ α ($0,05$). Maka **H_a diterima dan H_0 ditolak**. Profitabilitas meningkat, perusahaan cenderung akan mengurangi hutang. Tingkat pengembalian yang tinggi memungkinkan perusahaan untuk membiayai sebagian besar kebutuhan pendanaan mereka dengan dana yang dihasilkan secara internal sehingga perusahaan tidak memerlukan sumber dana eksternal.
 - g. Hasil pengujian terhadap hipotesis kelima (SIZE) menunjukkan bahwa variabel ukuran perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan hutang, dimana nilai t hitung ($2,513$) $>$ t tabel ($1,9890$) dan p value ($0,014$) $<$ α ($0,05$). Maka **H_a diterima dan H_0 ditolak**. 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.
 - h. Hasil pengujian terhadap hipotesis keenam (ASSET) menunjukkan bahwa variabel struktur asset berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang namun tidak signifikan, dimana nilai t hitung ($0,818$) $<$ t tabel ($1,9890$) dan p value ($0,416$) $>$ α ($0,05$). Maka **H_0 diterima dan H_a ditolak**. Arah positif dari hasil penelitian ini menunjukkan bahwa semakin tinggi struktur asset, maka akan semakin tinggi kebijakan hutang perusahaan. Struktur asset tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang karena porsi aktiva tetap perusahaan manufaktur cukup kecil dengan rata-rata $0,278836$ dengan standar deviasi cukup tinggi yaitu $0,143$.
 - i. Nilai koefisien determinasi (*adjusted R²*) adalah $0,103$. Hal ini berarti variabel-variabel independen yang digunakan dalam penelitian ini hanya dapat menjelaskan variabel dependen sebesar $10,3\%$, sedangkan sisanya sebesar $89,7\%$ dipengaruhi oleh variabel lain yang tidak dimasukkan dalam model penelitian ini.

Dengan memperhatikan kesimpulan penelitian diatas, penulis memberikan beberapa saran antara lain sebagai berikut :

1. Penelitian selanjutnya perlu mempertimbangkan pemilihan populasi dan sampel dari sektor usaha lainnya untuk melihat adanya pengaruh kebijakan hutang pada sektor usaha tersebut.
2. Selain 6 variabel independen yang diuji dalam penelitian ini, masih terdapat variabel lainnya yang mungkin dapat mempengaruhi kebijakan hutang perusahaan seperti *free cash flow*, pertumbuhan perusahaan, dan lain - lain.
3. Untuk memberikan hasil yang lebih baik, sebaiknya memperpanjang tahun pengamatan untuk mempertinggi daya uji empiris.

DAFTAR PUSAKA

- Aji, Bagus Guntur Wahyu Setyo dan Andri Prastiwi. 2011. "Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Institusional terhadap Kebijakan Hutang pada Perusahaan Manufaktur di Indonesia". Skripsi Fakultas Ekonomi Universitas Diponegoro.
- Brigham, Eugene F. dan Joel F. Houston. 2009. *Dasar - Dasar Manajemen Keuangan*. Jakarta : Salemba Empat.
- Darmayanti, Ni Putu Mirah. "Pengaruh Profitabilitas, Pertumbuhan Aktiva, Dan Struktur Aktiva Terhadap Keputusan Pendanaan Pada Perusahaan Others di BEI". Skripsi Fakultas Ekonomi Universitas Udayana.
- Djabid, Abdullah W. 2009. "Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Kebijakan Dividen, Ukuran Perusahaan, Struktur Aktiva dan Profitabilitas terhadap Kebijakan Hutang". *Jurnal Keuangan dan Perbankan*, Vol. 13, No. 2, Mei: 249-259.
- Indahningrum, Rizka Putri dan Ratih Handayani, 2009. "Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Dividen, Pertumbuhan Perusahaan, *Free Cash Flow* dan Profitabilitas terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan". *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, Vol 11, No. 3: 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.
- Keown, Arthur J, dkk. 2011. *Manajemen Keuangan Edisi Kesepuluh Jilid 1*. Jakarta : PT Indeks.
- Larasati, Eva. 2011. "Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, dan Kebijakan Dividen Terhadap Kebijakan Hutang". *Jurnal Ekonomi Bisnis*, Th. 16, No. 2, Juli: 103-107.

- Murtiningtyas, Andhika Ivona. 2012. "Kebijakan Dividen, Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Profitabilitas, Risiko Bisnis terhadap Kebijakan Hutang". *Accounting Analyis Journal*, Vol. 1, No. 2.
- Pithaloka, Nina Diah. 2009. "Pengaruh Faktor Intern Perusahaan Terhadap Kebijakan Hutang: dengan Pendekatan *Pecking Order Theory*". Skripsi Fakultas Ekonomi Universitas Lampung.
- Putri, Imanda Firmantyas dan Mohammad Nasir. 2006. "Analisis Persamaan Simultan Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Risiko, Kebijakan Hutang, dan Kebijakan Dividen dalam Perspektif Teori Keagenan". *Simposium Nasional Akuntansi IX*. Padang.
- Rahmawati, Apriliana Nuzul. 2012. "Analisis Faktor Kebijakan Hutang Yang Mempengaruhi Nilai Perusahaan". Skripsi Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro.
- Sartono, Agus. 2010. *Manajemen Keuangan Teori dan Aplikasi Edisi 4*. Yogyakarta : BPF
- Soesetio, Yuli. 2007. "Kepemilikan Manajerial dan Institusional, Kebijakan Dividen, Ukuran Perusahaan, Struktur Aktiva dan Profitabilitas terhadap Kebijakan Hutang". *Jurnal Keuangan dan Perbankan*. Vol. 12, No. 3, September: 384-398.
- Susanto, Yulius Kurnia. 2011. "Kepemilikan Saham, Kebijakan Dividen, Karakteristik Perusahaan, Risiko Sistematis, Set Peluang Investasi dan Kebijakan Hutang". *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*. Vol. 13, No. 3, Desember: 195-210.
- Susilawati, Christine Dwi Karya, dkk. 2012. "Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia". *Jurnal Keuangan dan Perbankan*. Vol. 16, No. 2, Mei: 178-187.
- Syamsudin, Lukman. 2009. *Manajemen Keuangan Perusahaan*. Jakarta: Rajawali Express.
- Yeniatie dan Nicken Destriana. 2010. "Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang Pada Perusahaan Non Keuangan Yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia". *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*. Vol. 12, No. 1, April: 1-16.
- Yuliningrum, Dwi Ratih. 2008. "Pengaruh Faktor Profitabilitas, Struktur Asset Dan Kebijakan Dividen Terhadap Struktur Pendanaan Pada Perusahaan Manufaktur Di Bursa Efek Indonesia". Skripsi Fakultas Ekonomi Universitas Sumatera Utara