

Pengaruh Struktur Kepemilikan, Kebijakan Dividen, Ukuran Perusahaan, Pertumbuhan Perusahaan, Dan Profitabilitas Terhadap Kebijakan Utang

The Effect of Ownership Structure, Dividend Policy, Firm Size, Firm Growth and Profitability to Debt Policy

Lyna Audiena Wijayanti¹

¹lyna.audiena@gmail.com

One of the most the company's important decisions in relation to the company's continuity is debt policy. Debt policy can be decided by considering several things, including the shareholding structure by managerial and institutional parties, dividend policy and other factors. This study aimed to examine the effect of managerial ownership, institutional ownership, dividend policy, firm size, firm growth and profitability of the company's debt policy on companies listed in Indonesian Stock Exchange during the period 2010-2014. In this study there were 89 samples of manufacturing companies which were selected by using purposive sampling method. The results of this study showed that the level of firm growth has positive effect to debt policy and profitability has negative effect to debt policy. Meanwhile, variable managerial ownership, institutional ownership, dividend policy and firm size is not proven influence to the company's debt policy.

Keywords: managerial ownership, institutional ownership, dividend policy, firm size, firm growth, profitability.

1. PENDAHULUAN

Tujuan dari setiap pengelolaan perusahaan adalah untuk memaksimalkan kemakmuran pemiliknya (Brigham dan Gapenski, 1996). Dalam mewujudkan tujuan tersebut seringkali suatu perusahaan menghadapi berbagai permasalahan, di antaranya keputusan investasi, kebijakan pendanaan, dan kebijakan dalam menentukan berapa besar dividen yang harus dibagikan.

Kebijakan pendanaan merupakan salah satu kebijakan yang sangat penting bagi perusahaan, karena akan berpengaruh terhadap struktur modal. Jika perusahaan menetapkan kebijakan untuk menggunakan sumber dana dari utang, berarti leverage keuangan perusahaan akan meningkat dan perusahaan akan menanggung biaya tetap berupa bunga yang harus dibayarkan. Kebijakan utang dapat digunakan untuk menciptakan nilai perusahaan yang diinginkan, namun penentuan kebijakan utang juga tergantung dari ukuran perusahaan itu sendiri. Dalam komposisi tertentu utang akan meningkatkan produktivitas perusahaan, namun yang harus diperhatikan adalah biaya tetap berupa bunga yang akan menyebabkan semakin meningkatnya leverage keuangan dan semakin tidak pastinya tingkat pengembalian bagi para pemegang saham biasa.

Kepentingan dalam peran manajer dan peran pemegang saham terkadang akan menimbulkan konflik keagenan (agency conflict). Konflik keagenan adalah hal yang merugikan untuk masing-masing pihak. Cara untuk meminimalisasi konflik keagenan adalah dengan meningkatkan kebijakan dividen ataupun kebijakan utang. Variabel lain yang diduga memengaruhi kebijakan utang perusahaan adalah pertumbuhan perusahaan (growth). Dalam penelitiannya Joni dan Lina (2010) menyatakan bahwa pertumbuhan perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan utang. Selanjutnya terdapat variabel lain yang diperkirakan memiliki pengaruh terhadap kebijakan utang perusahaan adalah ukuran perusahaan. Tarjo dan Jogiyanto H.M. (2003) menyatakan bahwa ukuran perusahaan juga menjadi faktor yang perlu dipertimbangkan dalam menentukan level utang perusahaan. Variabel profitabilitas yang diduga turut memengaruhi kebijakan utang perusahaan. Dalam penelitian Masdupi (2005) menyatakan bahwa profitabilitas tidak memiliki pengaruh yang signifikan secara statistik terhadap kebijakan utang.

2. RUMUSAN MASALAH

- a. Apakah terdapat pengaruh kepemilikan manajerial terhadap kebijakan utang?
- b. Apakah terdapat pengaruh kepemilikan institusional terhadap kebijakan utang?
- c. Apakah terdapat pengaruh kebijakan dividen terhadap kebijakan utang?
- d. Apakah terdapat pengaruh ukuran perusahaan terhadap kebijakan utang?
- e. Apakah terdapat pengaruh pertumbuhan perusahaan terhadap kebijakan utang?
- f. Apakah terdapat pengaruh profitabilitas terhadap kebijakan utang?

3. KERANGKA TEORI

Pengertian Utang

Pengertian utang menurut FASB dalam SFAC no. 6 yang dialih bahasakan oleh Ghazali dan Chariri (2007), utang didefinisikan sebagai berikut:

“Utang adalah pengorbanan manfaat ekonomi masa mendatang yang mungkin timbul karena kewajiban sekarang suatu entitas untuk menyerahkan aktiva atau memberikan jasa kepada entitas lain dimasa mendatang sebagai akibat transaksi masa lalu.” Menurut Munawir (2012), utang dapat digolongkan ke dalam dua jenis. Pertama, utang lancar atau utang jangka pendek adalah kewajiban keuangan perusahaan yang pelunasannya atau pembayaran akan dilakukan dalam jangka pendek (satu tahun sejak tanggal neraca) dengan menggunakan aktiva lancar yang dimiliki oleh perusahaan. Kedua, utang jangka panjang adalah kewajiban keuangan yang jangka waktu pembayarannya (jatuh temponya) masih jangka panjang (lebih dari satu tahun sejak tanggal neraca).

Kebijakan Utang

Kebijakan utang adalah segala jenis utang yang dibuat atau diciptakan oleh perusahaan baik utang lancar maupun utang jangka panjang (Nasser dan Firlano dalam Indahningrum dan Handayani, 2009). Kebijakan utang bisa digunakan untuk menciptakan nilai perusahaan yang diinginkan, namun kebijakan utang juga tergantung dari ukuran perusahaan.

Teori Struktur Modal

a. Teori Keagenan

Agency relationship terbentuk dari adanya kontrak antara prinsipal dan agen. Ketika kontrak dibuat tidak meng-cover seluruh dimensi dalam agency relationship tersebut (terjadi kontrak yang tidak efisien) maka akan timbul konflik keagenan. Pihak prinsipal yang mempunyai kekuatan dan kekuasaan lebih besar dibanding agen dapat membuat keputusan yang berbenturan dengan kepentingan manajer. Konflik keagenan dalam perusahaan dapat mempengaruhi jalannya perusahaan dalam mencapai tujuannya yaitu memaksimalkan nilai perusahaan.

Konflik kepentingan yang terjadi dapat berupa: (1) prinsipal menginginkan pengembalian (return) yang sebesar-besarnya dan secepatnya atas investasi yang salah satunya dicerminkan dengan kenaikan porsi deviden dari tiap saham yang dimiliki, sementara itu agen menginginkan laba ditahan perusahaan tidak dibagikan dalam bentuk dividen melainkan digunakan untuk investasi kembali; (2) prinsipal menilai prestasi agen berdasarkan kemampuannya memperbesar laba untuk dialokasikan pada pembagian deviden, sebaliknya agen pun memenuhi tuntutan prinsipal agar mendapatkan kompensasi yang tinggi dari kinerjanya sehingga tanpa pengawasan yang memadai maka sang agen dapat memanipulasi informasi laba. Dalam konflik keagenan ini, laba mempunyai peran penting sebagai denominator ukuran kesejahteraan atau benefit mereka (Harjito dan Nurfauziah, 2006).

b. Teori Trade-Off

Menurut Hanafi (2013), argumen ini mengatakan bahwa dalam kenyataan, ada hal hal yang membuat perusahaan tidak bisa menggunakan utang sebanyak-banyaknya. Satu hal yang terpenting adalah dengan semakin tingginya utang, akan semakin tinggi kemungkinan (probabilitas) kebangkrutan. Sebagai contoh, semakin tinggi utang, semakin besar bunga yang harus dibayarkan. Kemungkinan tidak membayar bunga yang tinggi akan semakin besar. Pemberi pinjaman bisa membangkrutkan perusahaan jika perusahaan tidak bisa membayar utang. Biaya tersebut mencakup dua hal:

- 1) Biaya Langsung: Biaya yang dikeluarkan untuk membayar biaya administrasi, biaya pengacara, biaya akuntan, dan biaya lainnya yang sejenis.
- 2) Biaya Tidak Langsung: Biaya yang terjadi karena dalam kondisi kebangkrutan, perusahaan lain atau pihak lain tidak mau berhubungan dengan perusahaan secara normal.

c. Teori Pecking-Order

Teori ini dikemukakan oleh Donaldson tahun 1961, sedangkan penamaan Pecking Order Theory ini dilakukan oleh Myers (1984) dalam Chen,dkk (2010). Pecking Order Theory menyatakan bahwa perusahaan menyukai internal financing (pendanaan dari hasil operasi perusahaan berwujud laba ditahan). Dalam Pecking Order Theory (Husnan, 2001), perusahaan yang profitabilitasnya tinggi akan menggunakan dana pinjaman yang sedikit. Karena kebutuhan dana sudah tercukupi dari menggunakan sumber dana internal yaitu laba ditahan. Sedangkan perusahaan kurang profitable akan menggunakan utang lebih besar.

d. Teori Signalling

Ross (1977) dalam Hanafi (2013) mengembangkan model di mana struktur modal (penggunaan utang) merupakan signal yang di sampaikan oleh manajer ke pasar. Jika manajer mempunyai keyakinan bahwa prospek perusahaan baik, dan karenanya ingin agar harga saham meningkat, ia ingin mengkomunikasikan hal tersebut ke investor yang salah satu caranya adalah meningkatkan utang. Dengan meningkatkan utang maka kemungkinan kebangkrutan akan meningkat, sehingga seorang manajer tak mungkin memutuskan kebijakan utang dengan gegabah. Karena itu, perusahaan yang meningkatkan utang bisa dipandang sebagai perusahaan yang yakin dengan prospek perusahaan di masa mendatang.

Faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan utang:

a. Struktur Kepemilikan

Struktur kepemilikan di perusahaan dapat dibedakan menjadi kepemilikan orang luar (outsider ownership) dan kepemilikan orang dalam (insider ownership) atau kepemilikan manajerial (managerial ownership).

Kepemilikan manajerial (managerial ownership) adalah suatu kondisi di mana manajer mengambil bagian dalam struktur modal perusahaan atau dengan kata lain manajer tersebut berperan ganda sebagai manajer sekaligus pemegang saham di perusahaan. Kepemilikan institusional berperan sebagai monitoring agent yang melakukan pengawasan optimal terhadap perilaku manajemen di dalam menjalankan perannya mengelola perusahaan. Menurut Moh'd dkk dalam Masdupi (2005), bentuk distribusi saham (shareholder dispersion) antara pemegang saham dari luar (outside shareholder) yaitu investor institusional dapat mengurangi agency cost karena kepemilikan mewakili suatu sumber kekuasaan (source of power) yang dapat digunakan untuk mendukung atau sebaliknya terhadap keberadaan manajemen, maka konsentrasi atau penyebaran kekuasaan menjadi suatu hal yang relevan.

b. Profitabilitas

Sartono (2012) mengemukakan profitabilitas merupakan kemampuan perusahaan memperoleh laba dalam hubungannya dengan penjualan, total aktiva maupun modal sendiri. Dengan demikian bagi investor jangka panjang akan sangat berkepentingan dengan analisis profitabilitas ini misalnya bagi pemegang saham akan melihat keuntungan yang benar-benar akan diterima dalam bentuk dividen. Hanafi (2013) mengemukakan bahwa perusahaan yang mempunyai aliran kas atau profitabilitas yang baik dapat membayar dividen atau meningkatkan dividen.

c. Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen adalah keputusan apakah laba yang diperoleh perusahaan akan dibagikan kepada para pemegang saham sebagai dividen atau akan ditahan dalam bentuk laba ditahan guna pembiayaan investasi di masa datang (Sartono, 2012).

d. Ukuran Perusahaan

Ukuran perusahaan dalam penelitian ini merupakan cerminan dari besar atau kecilnya perusahaan yang nampak dalam nilai total aktiva perusahaan pada neraca akhir tahun. Penentuan ukuran perusahaan ini didasarkan pada total aktiva perusahaan (Ugy dan Sujoko, 2007). Ukuran perusahaan yang besar memiliki sumber daya pendukung yang lebih besar dibanding perusahaan yang lebih kecil dan perusahaan kecil sangat rentan terhadap perubahan kondisi ekonomi dan cenderung kurang menguntungkan (Wahidawati 2002).

e. Pertumbuhan Perusahaan

Pertumbuhan penjualan adalah kenaikan atau penurunan jumlah penjualan dari tahun ke tahun. Semakin meningkat penjualan suatu perusahaan, maka laba yang diperoleh juga meningkat. Perusahaan yang memiliki penjualan relatif stabil memiliki aliran kas yang relatif stabil pula, maka dapat menggunakan utang lebih besar daripada perusahaan dengan penjualan yang tidak stabil. (Sartono, 2012).

4. HIPOTESIS

H₁ : Kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap kebijakan utang.

H₂: Kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap kebijakan utang.

H₃ : Kebijakan Dividen berpengaruh negatif terhadap kebijakan utang.

H₄: Ukuran Perusahaan berpengaruh positif terhadap kebijakan utang.

H₅: Pertumbuhan perusahaan berpengaruh positif terhadap kebijakan utang.

H₆ : Profitabilitas berpengaruh negatif terhadap kebijakan utang.

5. METODE PENELITIAN

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Jumlah populasi dalam penelitian sejumlah 142 perusahaan. Teknik sampling yang digunakan dalam penelitian ini adalah *purposive sampling*, dengan kriteria sebagai berikut: (1) Perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama tahun 2010-2014, (2) Perusahaan manufaktur yang mempublikasikan laporan keuangan selama tahun 2010-2014, (3) Perusahaan membagikan dividen selama periode penelitian 2010-2014, (4) Perusahaan tidak mempublikasi data net sales pada tahun sebelumnya, (5) Perusahaan memiliki data kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional. Berdasarkan kriteria tersebut, jumlah sampel data didapatkan 120 (sebelum *outlier*). Data yang digunakan dalam penelitian ini merupakan data sekunder yang berupa laporan keuangan perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Teknik pengumpulan data yang digunakan dalam penelitian ini adalah dokumentasi yaitu dari laporan tahunan (*annual report*) perusahaan.

Variabel yang digunakan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

Variabel dependen dalam penelitian ini adalah variabel kebijakan utang, di mana kebijakan utang merupakan perimbangan total utang terhadap total modal dengan rasio yang digunakan adalah DER. Rasio ini mengukur seberapa jauh perusahaan dibiayai oleh utang,

dimana semakin tinggi nilai rasio ini menggambarkan gejala yang kurang baik bagi perusahaan (Sartono, 2012). Berikut pengukuran variabel *Debt to Equity Ratio* (DER):

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

Variabel independen yang digunakan dalam penelitian ini adalah kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, ukuran perusahaan, pertumbuhan perusahaan, dan profitabilitas.

Kepemilikan Manajerial (MOWN)

Kepemilikan Manajerial merupakan pemegang saham dari pihak manajemen yang secara aktif ikut dalam mengambil keputusan (direktur dan komisaris). (Hasan 2014).

Pengukuran variabel Kepemilikan Manajerial:

$$MOWN = \frac{\sum \text{Kepemilikan Saham Manajemen}}{\sum \text{Saham Beredar}}$$

Kepemilikan Institusional (INST)

Kepemilikan Institusional adalah proporsi kepemilikan saham perusahaan oleh institusi atau lembaga lain pada akhir tahun yang diukur dalam presentase saham yang dimiliki oleh investor institusional dalam suatu perusahaan. Kepemilikan institusional dirumuskan dengan sebagai berikut (Masdupi, 2005).

Pengukuran variabel Kepemilikan Institusional :

$$INST = \frac{\sum \text{Kepemilikan Saham Institusi}}{\sum \text{Saham Beredar}}$$

Kebijakan Dividen (DPR)

Kebijakan dividen biasanya diukur dengan *Dividend Payout Ratio* (DPR). Menurut Sutrisno (2005), *Dividend Payout Ratio* adalah prosentase laba yang dibagikan sebagai dividen, dimana semakin besar *Dividend Payout Ratio* semakin kecil porsi dana yang tersedia untuk ditanamkan kembali ke perusahaan sebagai laba ditahan. Penelitian ini kebijakan dividen juga diukur menggunakan *Dividend Payout Ratio*.

Handoko (2002) menggunakan perbandingan dividen per lembar saham dengan earning per lembar saham untuk mengukur *Dividend Payout Ratio* sebagai berikut:

$$DPR = \frac{\text{Dividend per shares}}{\text{Earning per shares}}$$

Ukuran Perusahaan (SIZE)

Dalam penelitian ini, ukuran perusahaan dinilai dengan *Log of total assets*. *Log of Total Assets* ini digunakan untuk mengurangi perbedaan signifikan antara ukuran perusahaan yang terlalu besar dengan ukuran perusahaan yang terlalu kecil, maka nilai total asset dibentuk menjadi logaritma, konversi yang terbentuk logaritma ini bertujuan untuk membuat data total aset terdistribusi normal (Djabid dalam Surya dan Ningsih, 2012).

Ukuran perusahaan diukur dengan :

$$SIZE = \text{Log of total assets}$$

Pertumbuhan Penjualan (GROWTH)

Pertumbuhan penjualan adalah ukuran peningkatan atau penurunan penjualan dari tahun ke tahun yang dilakukan oleh perusahaan. Pertumbuhan perusahaan dicerminkan ke dalam rumus penjualan tahun selanjutnya dikurangi penjualan tahun sebelumnya, kemudian dibagi dengan penjualan tahun sebelumnya. Skala yang digunakan dalam rumus ini adalah skala rasio. (Andina, 2013). Berikut pengukuran pertumbuhan perusahaan:

$$\text{GROWTH} = \frac{\text{Penjualan } t - \text{Penjualan } t - 1}{\text{Penjualan } t - 1}$$

Profitabilitas (ROA)

Profitabilitas ini mengukur kemampuan perusahaan dalam menghasilkan *return* dari tingkat penjualan maupun investasi. Profitabilitas diukur dengan *return on asset* di mana kemampuan perusahaan dalam menggunakan sumber daya set untuk menghasilkan profit perusahaan (Chen dan Steiner, Abor dan Bokpin, Mehta dalam Rizqia, Aisjah dan Sumiati, 2013).

Profitabilitas dirumuskan dengan sebagai berikut:

$$\text{ROA} = \frac{\text{Laba Bersih}}{\text{Total Aset}}$$

Langkah-langkah dalam menganalisis data adalah pertama statistik deskriptif memberikan gambaran atau deskripsi suatu data yang dilihat dari nilai rata-rata (mean), standar deviasi, varian, maksimum, minimum, sum, range, kurtosis dan skewness (kemencengan distribusi). (Ghozali, 2011)

Kedua, uji asumsi klasik. (1) Uji normalitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi, variabel pengganggu atau residual memiliki distribusi normal (Ghozali, 2011), (2) Uji heteroskedastisitas bertujuan menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan *variance* dari residual satu pengamatan ke pengamatan yang lain. Jika *variance* dari residual satu pengamatan ke pengamatan lain tetap, maka disebut homokedastisitas dan jika berbeda disebut heteroskedastisitas, (3) Ghozali (2011) mengatakan bahwa uji multikolinieritas bertujuan untuk menguji apakah model regresi ditemukan adanya korelasi antar variabel bebas (independen). Model regresi yang baik seharusnya tidak terjadi korelasi diantara variabel independen. Jika variabel independen saling berkorelasi, maka variabel-variabel ini tidak ortogonal., (4) Uji Autokorelasi adalah menurut Rahmawati dkk, (2014) untuk menguji apakah dalam suatu model regresi linier ada korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode t dengan kesalahan pada periode t-1. Jika terjadi korelasi, maka dinamakan terjadi problem autokorelasi.

Ketiga, secara sistematis model yang dikembangkan untuk menguji penelitian ini adalah dengan menggunakan regresi linear berganda. Model tersebut dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$\text{DER}_{i,t} = \alpha_1 + \beta_{i,t} \cdot \text{MOWN}_{i,t} + \beta_{i,t} \cdot \text{INST}_{i,t} + \beta_{i,t} \cdot \text{DPR}_{i,t} + \beta_{i,t} \cdot \text{SIZE}_{i,t} + \beta_{i,t} \cdot \text{GROWTH}_{i,t} + \beta_{i,t} \cdot \text{ROA}_{i,t} + \epsilon_1$$

Keterangan :

DER = Kebijakan Utang

α = konstanta

$\beta_{i,t}$ = koefisien regresi tiap variabel independen

MOWN= Kepemilikan Manajerial

INST = Kepemilikan Institusional

DPR` = Kebijakan Dividen

SIZE = Ukuran Perusahaan

GROWTH = Pertumbuhan Perusahaan

ROA = Rasio Profitabilitas

ϵ = error term

Langkah selanjutnya adalah pengujian hipotesis (Ghozali, 2011): (1) Uji F ini bertujuan untuk mengetahui ada pengaruh atau tidaknya variabel independen secara simultan terhadap variabel dependen dengan nilai signifikansi $\alpha = 5\%$. (2) Uji t bertujuan untuk mengetahui variabel independen terhadap dependen secara parsial dengan nilai signifikansi $\alpha = 5\%$.

6. HASIL DAN PEMBAHASAN

Berdasarkan metode *purposive sampling* diperoleh 120 data observasi yang memenuhi kriteria dengan data outlier 114. Metode *purposive sampling* merupakan metode pengumpulan data yang didasarkan pada pertimbangan-pertimbangan tertentu sesuai dengan persyaratan sampel yang diperlukan oleh peneliti.

Hasil statistik deskriptif untuk masing-masing variabel pada penelitian ini adalah sebagai berikut:

Tabel 2. Deskriptif Statistik

Variabel	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
DER	0,1041224	4,0113239	0,84593571	0,66731447
MOWN	0,0000072	0,8750882	0,05955653	0,13329518
INST	0,0555556	0,9977827	0,65761709	0,24551765
DPR	0,0001020	0,9782609	0,37174502	0,23328562
SIZE	11,485389	17,9680368	14,2505159	1,46545463
GROWTH	-0,258540	1,5009731	0,14208012	0,19865589
ROA	-0,058837	0,4366392	0,09458158	0,06919392

Sumber: data diolah

Uji Asumsi Klasik

Uji Normalitas data dilakukan dengan metode *One-Sampel Kolmogorov-Smirnov Test*. Hasil pengujian pertama diperoleh nilai *kolmogorov smirnov* berada dibawah nilai kritis 0,05 yang berarti bahwa data berdistribusi tidak normal. Cara untuk mengatasi gejala normalitas ini dilakukan dengan cara deteksi outlier yang disebut *case-wise*, yakni

menghapus data yang memiliki angka residual tinggi. Setelah dilakukan *case-wise*, hasil uji normalitas dengan metode *One-Sample Kolmogorov-Smirnov* ditunjukkan bahwa nilai signifikansi sebesar 0,088 yang berarti lebih besar dari nilai kritis 0,05. Sehingga data menjadi normal dan bisa untuk uji selanjutnya.

Uji Heteroskedastisitas dilakukan dengan uji Park dengan melihat probabilitas signifikansinya di atas tingkat kepercayaan 5%.

Hasil pengujian Park seluruh variabel independen (bebas) memiliki nilai signifikansi di atas nilai kritis 0,05 (5%). Hasil uji tersebut menunjukkan bahwa data tidak terkena penyakit heteroskedastisitas.

**Tabel 4. Uji Heteroskedastisitas
Uji Park**

Variabel Bebas	Sig	Kesimpulan
MOWN	0,703	Tidak Terjadi heterokedastisitas
INST	0,430	Tidak Terjadi heterokedastisitas
DPR	0,830	Tidak Terjadi heterokedastisitas
SIZE	0,789	Tidak Terjadi heterokedastisitas
GROWTH	0,632	Tidak Terjadi heterokedastisitas
ROA	0,112	Tidak Terjadi heterokedastisitas

Sumber: data diolah oleh peneliti

Hasil uji multikolinieritas dengan menggunakan bantuan SPSS terlihat bahwa kelima variabel independen yaitu MOWN, INST, DPR, SIZE, GROWTH dan ROA menunjukkan angka VIF kurang dari 10 dan nilai tolerance di atas 0,10. Dengan demikian dapat disimpulkan model regresi tersebut tidak terkena multikolinieritas maka model regresi yang ada layak untuk dipakai.

Hasil uji autokorelasi dengan Durbin-Watson dapat dilihat bahwa nilai Durbin-Watson sebesar 2,057. Nilai ini akan dibandingkan dengan nilai tabel alpha 5%, jumlah sampel (n) sebesar 114 dan jumlah variabel independen sebesar 6 (k=6), maka didapatkan nilai tabel Durbin Watson yaitu $dL = 1,5855$ dan $du = 1,8065$

Dari nilai Durbin-Watson sebesar 2,057 maka dapat disimpulkan bahwa $DU < DW < (4-DU)$ dengan nilai $1,8065 < 2,057 < 2,1935$ sehingga **dapat dinyatakan bahwa tidak terjadi autokorelasi.**

Tabel 5.
HASIL PENGUJIAN HIPOTESIS DAN REGRESI

Variabel Independen	Koefisien Regresi B	Sig	Keterangan
Konstanta	0,246	0,738	
MOWN	-0,397	0,457	Tidak Signifikan
INST	0,199	0,469	Tidak Signifikan
DPR	-0,395	0,127	Tidak Signifikan
SIZE	0,063	0,127	Tidak Signifikan
GROWTH	0,274	0,364	Tidak Signifikan
ROA	-2,836	0,002	Signifikan
R ² : 0,174			
Adj. R ² : 0,128			
F- statistic : 3,770			
N : 114			
Variabel dependen : DER			

Hasil tabel di atas dapat dilihat bahwa model persamaan ini memiliki nilai F hitung sebesar 3,770 dengan tingkat signifikansi 0,002. Nilai signifikansi sebesar 0,002 lebih kecil dari alpha 0,05 maka menunjukkan bahwa kebijakan utang dapat dijelaskan oleh kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, kebijakan dividen, ukuran perusahaan, pertumbuhan perusahaan, dan profitabilitas. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa variabel independen yang berupa kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, kebijakan dividen, ukuran perusahaan, pertumbuhan perusahaan, dan profitabilitas dalam penelitian ini secara bersama-sama berpengaruh terhadap variabel dependen yaitu kebijakan utang.

Hipotesis pertama terlihat bahwa nilai koefisien kepemilikan manajerial (MOWN) sebesar - 0,397 dengan probabilitas sebesar 0,457. Nilai signifikan di atas α (0,05) menunjukkan bahwa variabel Kepemilikan Manajerial (MOWN) memiliki arah yang negatif dan tidak signifikan terhadap Kebijakan Utang (DER). Dengan demikian berarti bahwa **hipotesis 1 ditolak** yaitu Kepemilikan Manajerial (MOWN) tidak berpengaruh signifikan terhadap Kebijakan Utang (DER). Ini berarti bahwa kepemilikan manajerial di dalam perusahaan manufaktur adalah hanya sebatas mensejajarkan manajer dengan pemegang saham. Dengan adanya peran ganda, perusahaan juga menahan manajer yang kompeten. Dapat dikatakan pula, manajer tidak dapat mengambil keputusan dalam hal pendanaan. Apabila dikaitkan dengan teori *agency*, manajer yang memiliki saham hanya sebagai pengawas saja agar tidak muncul *agency cost*. Hal tersebut sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Seftianne dan Handayani (2011) dan Yuniarti (2013).

Hipotesis kedua menguji pengaruh antara kepemilikan institusional (INST) terhadap kebijakan utang (DER). Variabel Kepemilikan Institusional (INST) memiliki koefisien regresi sebesar + 0,199 dengan probabilitas sebesar 0,496. Nilai signifikansi di atas α (0,05) menunjukkan bahwa variabel Kepemilikan Institusional (INST) memiliki arah yang positif dan tidak signifikan terhadap Kebijakan Utang (DER). Dengan demikian penelitian ini tidak mendukung hipotesis secara tanda maupun nilai signifikansi, maka pada penelitian ini

hipotesis 2 ditolak yaitu tidak ada pengaruh antara Kepemilikan Institusional (INST) terhadap Kebijakan Utang (DER). Pada hasil penelitian ini, persentase kepemilikan institusional cenderung besar dibandingkan dengan kepemilikan saham oleh manajerial tetapi tidak mampu dalam mengambil keputusan di dalam sebuah perusahaan. Kepemilikan institusional hanya berkonsentrasi pada penanaman modal maupun sekedar *controlling* dalam perusahaan dan tidak dapat terlibat pada proses pengambilan keputusan yang dilakukan oleh manajemen. Apabila institusional merasa kurang puas atas kinerja manajemen, mereka akan menjual sahamnya ke pasar, sehingga pihak perusahaan kurang memperhatikan kepemilikan institusional dalam pengambilan keputusan. Hasil ini didukung oleh penelitian Susilawati, dkk (2012) dan Astuti dan Nurlaelasari (2013) yang menyatakan bahwa kepemilikan saham oleh institusional masih sedikit dan ada kelompok lain yang memiliki saham lebih banyak, sehingga pihak institusi hanya sebagai pengawas di dalam sebuah perusahaan dan tidak dapat mengambil keputusan dalam pendanaan.

Hipotesis ketiga didapatkan hasil estimasi variabel Kebijakan Dividen (DPR) memiliki koefisien regresi sebesar $-0,395$ dengan probabilitas $0,127$. Nilai signifikansi di atas $\alpha (0,05)$ menunjukkan bahwa variabel Kebijakan Dividen (DPR) memiliki arah yang negatif dan tidak signifikan terhadap Kebijakan Utang (DER). Dengan demikian penelitian ini mendukung hipotesis secara tanda tetapi tidak mendukung nilai signifikansi, maka pada penelitian ini **hipotesis 3 ditolak** yaitu tidak ada pengaruh antar Kebijakan Dividen (DPR) terhadap Kebijakan Utang (DER). Hal ini menandakan bahwa beberapa perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI telah menetapkan kebijakan pembayaran dividen yang relatif stabil setiap tahunnya. Peneliti menduga bahwa perusahaan yang secara konsisten membayar dividen atau bahkan meningkatkan pembayaran dividen tidak menjadikan perusahaan tersebut mengalami kekurangan komposisi pendanaan yang kemudian mewajibkannya untuk mencari dana lain melalui utang. Utang yang dimiliki perusahaan tidak menjadikan beban perusahaan dalam hal kebijakan dividen. Dividen telah diproyeksikan sejak lama oleh perusahaan. Sehingga, perusahaan tidak selalu harus membayar utang ketika perusahaan membayarkan dividen. Hasil penelitian ini juga konsisten dengan teori *Pecking Order* di mana apabila perusahaan telah memiliki banyak laba, perusahaan tidak perlu mencari dana eksternal yakni utang untuk pembayaran dividen. Hasil ini didukung oleh penelitian Indahningrum dan Handayani (2009), Yeniatie dan Destriana (2010), Murtiningtyas (2012) serta Surya dan Rahayuningsih (2012) yang menyatakan bahwa kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap kebijakan utang karena kebijakan dividen sifatnya konstan setiap tahunnya sehingga perusahaan tidak harus meningkatkan kebijakan utang perusahaan.

Hipotesis keempat menguji pengaruh antara ukuran perusahaan (SIZE) terhadap kebijakan utang (DER). Hasil regresi Uji t yaitu koefisien regresi sebesar $+0,063$ dengan probabilitas $0,127$. Nilai signifikansi di atas $\alpha (0,05)$ menunjukkan bahwa tidak ada pengaruh antara ukuran perusahaan (SIZE) terhadap kebijakan utang (DER). Dari hasil analisis di atas, ukuran perusahaan yang besar tidak menjamin kelangsungan hidup perusahaan maupun lancarnya kegiatan operasional perusahaan. Menurut Steven dan Lina (2011), ukuran perusahaan bukanlah penentu sumber pendanaan yang dipilih oleh perusahaan, sebab yang

dipikirkan perusahaan adalah bagaimana memperoleh dana atau modal yang mempunyai *borrowing cost* sekecil mungkin. Seperti yang telah dijelaskan dalam teori *Trade-off* yang pada intinya menyeimbangkan manfaat dan pengorbanan yang timbul akibat penggunaan utang, bahwa semakin banyak utang semakin tinggi beban biaya kebangkrutan atau risiko yang ditanggung perusahaan. Sehingga ukuran perusahaan tidak mempengaruhi kebijakan utang perusahaan secara langsung. Pengujian hipotesis kelima bahwa pertumbuhan perusahaan (GROWTH) berpengaruh signifikan positif terhadap kebijakan utang (DER) dengan koefisien koefisien regresi sebesar + 0,274 dengan probabilitas 0,364. Hal ini tidak sesuai dengan hipotesis yang menyatakan bahwa pertumbuhan perusahaan (GROWTH) tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan utang (DER). Pertumbuhan perusahaan merupakan perusahaan yang sedang dalam masa pertumbuhan, artinya perusahaan akan melakukan ekspansi atau memperluas usahanya. Dalam masa ini perusahaan memiliki penjualan yang stabil. Sesuai dengan teori *Pecking Order* bahwa apabila dana internal mencukupi, maka perusahaan tidak menggunakan dana eksternal melainkan cukup dengan dana internal sendiri. Sehingga dapat dikatakan perusahaan tidak selalu mengandalkan dan eksternal dan tidak ada pengaruh terhadap kebijakan utang.

Hipotesis keenam menguji pengaruh profitabilitas terhadap kebijakan utang. Hasil analisis regresi linier berganda menunjukkan bahwa profitabilitas berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan utang yaitu koefisien regresi sebesar - 2,836 dengan probabilitas 0,002. Hasil penelitian ini mengindikasikan bahwa perusahaan yang memiliki profitabilitas yang tinggi, cenderung menggunakan kebijakan utang yang lebih rendah karena sesuai dengan teori *Pecking Order* yang menjelaskan bahwa ketika perusahaan mendapatkan laba ditahan yang lebih banyak dari tahun ke tahun, perusahaan akan menekan pendanaannya dalam hal kebijakan utang. Hasil penelitian ini mendukung hasil penelitian Ismiyanti dan Hanafi (2003), Masdupi (2005), Indahningrum dan Handayani (2009), Joni dan Lina (2010), Steven dan Lina (2011) serta Murtiningtyas (2012) yang menyatakan bahwa profitabilitas berpengaruh negatif terhadap kebijakan utang. Hal ini menunjukkan konsistensi terhadap teori *Pecking Order* yang menyatakan bahwa perusahaan cenderung mendahulukan pendanaan internal, dalam hal ini berupa laba ditahan yang berasal dari laba yang diperolehnya. Perusahaan dengan profitabilitas tinggi akan cenderung menggunakan dana internal dari *retained earnings* sehingga perusahaan tidak akan terlalu membutuhkan dana yang bersumber dari utang.

Koefisien Determinasi Square (R^2)

Koefisien determinasi (Adjusted R Square) yang terlihat pada tabel berikut mengindikasikan kemampuan persamaan regresi berganda untuk menunjukkan tingkat penjelasan model terhadap variabel dependen. Hasil koefisien determinasi (R^2) disajikan pada tabel 5 bahwa besarnya koefisien determinasi (adjusted R Square) adalah 0,174 atau 17,4% yang berarti kemampuan variabel dependen yaitu kebijakan utang (DER) dapat dijelaskan oleh enam variabel independen yaitu kepemilikan manajerial (MOWN), kepemilikan institusional (INST), kebijakan dividen (DPR), ukuran perusahaan (SIZE),

pertumbuhan perusahaan (GROWTH), dan profitabilitas (ROA). Sedangkan sisanya (100% - 17,4%) 82,6% dijelaskan oleh variabel lain di luar model penelitian.

7. SIMPULAN

Berdasarkan hasil analisis data dan pembahasan yang telah dikemukakan, dapat diambil beberapa kesimpulan sebagai berikut:

- a. Secara simultan variabel kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, kebijakan dividen, ukuran perusahaan, pertumbuhan perusahaan dan profitabilitas sebagai independen bersama-sama memiliki pengaruh yang signifikan terhadap variabel kebijakan utang sebagai dependen.
- b. Secara parsial dapat diketahui bahwa masing-masing variabel yaitu kepemilikan institusional, kebijakan dividen, ukuran perusahaan, pertumbuhan perusahaan, dan profitabilitas memiliki pengaruh yang berbeda-beda terhadap kebijakan utang berdasarkan hasil penelitiannya adalah sebagai berikut :
 - 1) Kepemilikan Manajerial tidak berpengaruh terhadap Kebijakan Utang.
 - 2) Kepemilikan Institusional tidak berpengaruh terhadap Kebijakan Utang.
 - 3) Kebijakan Dividen tidak berpengaruh terhadap Kebijakan Utang.
 - 4) Ukuran Perusahaan tidak berpengaruh terhadap Kebijakan Utang.
 - 5) Pertumbuhan Perusahaan tidak berpengaruh terhadap Kebijakan Utang.
 - 6) Profitabilitas berpengaruh signifikan negatif terhadap Kebijakan Utang.

8. SARAN

Berdasarkan pada penelitian yang telah dilakukan, ada beberapa keterbatasan penelitian. Antara lain adalah sebagai berikut :

- a. Sampel masih terbatas pada perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia, dimungkinkan mengganti dengan perusahaan lain yang lebih luas dan data keuangannya lebih fluktuatif untuk melihat pengaruh secara signifikan terhadap kebijakan utang.
- b. Masih ada beberapa sampel perusahaan yang kurang jelas menyatakan apakah perusahaan yang berkaitan membagikan dividen atau tidak sehingga peneliti membutuhkan waktu yang lebih lama untuk proses pengambilan sampel.
- c. Masih ada beberapa sampel perusahaan yang kurang jelas menyatakan apakah perusahaan memiliki data kepemilikan manajerial maupun kepemilikan institusional sehingga peneliti membutuhkan waktu yang lebih lama untuk proses pengambilan sampel.

9. DAFTAR PUSTAKA

Ahmad, G., N., & Wardani, V., K., 2014, "*The Effect of Fundamental Factor to Dividen Policy: Evidence in Indonesia Stock Exchange*", *International Journal of Business and Commerce*, Vol. 4, No.2

- Andina, Zulfia, 2013, "Analisis Pengaruh Profitabilitas, Likuiditas, Pertumbuhan Penjualan, Pertumbuhan Perusahaan, dan Ukuran Perusahaan terhadap Kebijakan Hutang.", *Skripsi*, Semarang : Universitas Diponegoro
- Astuti, W., A., & Nurlaelasari, 2013, "Pengaruh Arus Kas Bebas dan Profitabilitas terhadap Kebijakan Utang", *Trikonomika*
- Brigham, E., F., dan Gapenski, Louis C., 1996, *Intermediate Finance Management*. Harbor Drive : The Dryden Press
- Chen, S., Chen, X., Cheng, Q., & Shevlin, T., 2010, "Are Family Firms More Tax Aggressive Than Non-Family Firms?", *Journal of Finance*
- Fidyati, Nisa, 2003, "Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang Perusahaan", *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, Vol. 1, No. 1
- Firnati, F., 2011, "Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal Perusahaan Manufaktur", *Jurnal Manajemen dan Akuntansi*, Vol. 13, No. 2
- Ghozali, I., 2011, *Aplikasi Analisis Multivariate Dengan Program SPSS*, Semarang: BPFE Universitas Diponegoro
- Hanafi, M., 2013, *Manajemen Keuangan*, Edisi: 1, Yogyakarta: BPFE
- Handoko, J., 2002, "Pengaruh *agency cost* terhadap kebijakan dividen perusahaan-perusahaan *go public* di Bursa Efek Jakarta", *Jurnal Widya Manajemen Akuntansi*, Hal. 180-190
- Harjito, D., & Nurfauziah, 2006, "Hubungan Kebijakan Hutang, Insider Ownership dan Kebijakan Dividen dalam Mekanisme Pengawasan Masalah Agensi di Indonesia", *Jurnal Akuntansi dan Auditing Indonesia*, Vol. 10, No. 2, hal. 121-136
- Hasan, M., A., 2014, "Pengaruh kepemilikan manajerial, *free cash flow* dan ukuran perusahaan terhadap kebijakan utang (Studi Pada Perusahaan-Perusahaan Industri Dasar dan Kimia Yang Terdaftar Di BEI)", *Jurnal Akuntansi*, hal. 90-100
- Husnan, S., 2001, *Manajemen Keuangan : Teori Dan Penerapan (Keputusan Jangka Pendek)*, Edisi Keempat, Yogyakarta: BPFE-Yogyakarta
- Indahningrum, R., & Handayani, R., 2009, "Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Kebijakan Dividen, Pertumbuhan Perusahaan, Free Cash Flow, dan Profitabilitas terhadap Kebijakan Utang Perusahaan", *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, hal. 189-207
- Ismiyanti, F., & Hanafi, M., 2003, "Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Risiko, Kebijakan Utang dan Kebijakan Dividen; Analisa persamaan simultan", *Simposium Nasional Akuntansi VI, Ikatan Akuntansi Indonesia*, Ikatan Akuntansi Indonesia

- Joni dan Lina, 2010, "Faktor-Faktor yang Memengaruhi Struktur Modal" *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, Vol.12, No. 2, Hal. 81-96.
- Larasati, Eva, 2011, "Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, dan Kebijakan Dividen terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan", *Jurnal Ekonomi dan Bisnis*, hal. 103-107
- Masdupi, E., 2005, "Analisis Dampak Struktur Kepemilikan pada Kebijakan Hutang dalam Mengontrol Konflik Keagenan", *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*, Vol. 20, No.1, hal 57-69
- Munawir, D., S., 2012, *Analisa Laporan Keuangan*, Yogyakarta: Liberty
- Murtiningtyas, A., I., 2012, "Kebijakan Dividen, Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Profitabilitas, Resiko Bisnis terhadap Kebijakan Utang", *Accounting Analysis Journal*,
- Pramastuti, S., 2007, "Analisis Kebijakan Dividen: Anteseden dan Dampaknya Terhadap Harga Saham", *Manajemen Kewirausahaan*, Hal. 1-17
- Rahmawati, A., Fajarwati, & Fauziyah, 2014, *Statistika*, Yogyakarta : Penerbit Laboratorium Manajemen FE UMY
- Rizqia D. A., dkk, 2013, "Effect of Managerial Ownership, Financial Leverage, Profitability, Firm Size, and Investment Opportunity on Dividend Policy and Firm Value", *Research Journal of Finance and Accounting*, Vol. 4, No 11
- Saidi, 2004, "Faktor-faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal pada Perusahaan Manufaktur Go-Public di BEJ Tahun 1997-2002", *Jurnal Bisnis dan Ekonomi*, Hal. 44-58
- Sartono, R., 2012, *Manajemen Keuangan (Teori dan Aplikasi)*, Yogyakarta: BPFE
- Seftianne, & Handayani, R., 2011, "Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal pada Perusahaan Publik Sektor Manufaktur", *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, Vol. 13, No. 1, hal. 39-56
- Steven, & Lina, 2011, "Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang Perusahaan Manufaktur", *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, Vol. 13, No.3., Hal. 163-181
- Surya, D., & Rahayuningsih, D., A., 2012, "Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Utang Perusahaan Non Keuangan yang terdaftar dalam Bursa Efek Indonesia", *Jurnal dan Bisnis Akuntansi*, Vol. 14, No.3, Hal. 213-225
- Sutrisno, 2005, *Manajemen Keuangan Teori Konsep dan Aplikasi*, Yogyakarta: Ekonosia

Syadeli, Moh., 2013, “Struktur Kepemilikan, Profitabilitas Dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan Pemanufakturan Di Bursa Efek Indonesia”, *Jurnal Manajemen dan Akuntansi*, Vol. 2, No. 2

Tarjo, & Jogiyanto, H., 2003, “Analisa Free Cash Flow dan Kepemilikan Manajerial Terhadap Kebijakan Hutang Pada Perusahaan Publik di Indonesia”, *Simposium Nasional Akuntansi VI, Ikatan Akuntansi*, Hal. 278-293

Taswan, 2003, “Analisis Pengaruh Insider Ownership, Kebijakan Hutang dan Dividen terhadap Nilai Perusahaan serta Faktor-Faktor yang Mempengaruhinya”, *Jurnal Bisnis dan Ekonomi*, Vol. 10, No.2, hal. 162-181

Ugy, & Sujoko, S, 2007, “Pengaruh Struktur Kepemilikan Saham, Leverage, Faktor Intern Dan Faktor Ekstern Terhadap Nilai Perusahaan”, *Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan*, Hal. 41-48,

Yeniatie, & Destriana, N., 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., Hal. 1-16

www.idx.co.id (diakses pada tanggal 19/10/2015 ; 15,00 WIB)

www.investordaily.com (diakses pada tanggal 20/12/2015 ; 19,00 WIB)