

PENGARUH KEPEMILIKAN MANAJERIAL, KEBIJAKAN DIVIDEN, STRUKTUR AKTIVA, PERTUMBUHAN PENJUALAN, DAN UKURAN PERUSAHAAN TERHADAP KEBIJAKAN UTANG

M. SYAFIUDIN HIDAYAT

Jurusan Manajemen, Fakultas Ekonomi, Universitas Negeri Surabaya,
Kampus Ketintang Surabaya 60231

E-mail: m_s_hidayat@yahoo.com

Abstract: *This research was conducted to examine the effect of managerial ownership, dividend policy, assets tangibility, sales growth, and firm size on company's debt policy. The objective of research to know the influence of managerial ownership, dividend policy, assets tangibility, sales growth, and firm size on company's debt policy that go public on manufacture firms on Indonesian Stock Exchange (IDX), from 2008 to 2010. Samples taken in this study consisted of 13 companies. This study used a purposive sampling. The analysis used is multiple regression analysis to see the independent variables influence the dependent variable either jointly or individually. The results showed that dividend policy negative effect on debt policy, assets tangibility and sales growth positive effect on debt policy, while managerial ownership and firm size does not affect on debt policy. Simultaneously, all the independent variables significantly influence the debt policy.*

Keywords: *debt policy, manajerial ownership, dividend policy, asset tangibility, sales growth, and firm size.*

PENDAHULUAN

Persaingan dalam dunia bisnis dan ekonomi telah membuat suatu perusahaan berusaha meningkatkan nilai perusahaan. Suatu perusahaan didirikan dengan berbagai tujuan yang hendak dicapai. Tujuan utama dari perusahaan adalah untuk memaksimalkan kemakmuran dan keuntungan bagi para pemegang sahamnya (Brigham dan Houston, 2006). Salah satu cara untuk mencapai tujuan perusahaan adalah dengan meningkatkan nilai perusahaan tersebut. Tujuan lain dari perusahaan yaitu mendapatkan laba dari tahun ke tahun serta menjaga kelangsungan hidup perusahaan. Berkaitan dengan kelangsungan hidup perusahaan tersebut, salah satu keputusan yang dihadapi oleh manajer keuangan adalah keputusan pendanaan. Keputusan pendanaan yaitu suatu keputusan keuangan

yang berkaitan dengan komposisi modal dan utang.

Kebijakan utang termasuk kebijakan pendanaan perusahaan yang bersumber dari eksternal. Modigliani dan Miller (1963) menyatakan bahwa semakin tinggi proporsi utang maka semakin tinggi nilai perusahaan. Hal ini berkaitan dengan adanya keuntungan dari pengurangan pajak karena adanya bunga yang dibayarkan akibat penggunaan utang tersebut mengurangi penghasilan yang terkena pajak. Manajer harus mengambil keputusan bisnis terbaik untuk meningkatkan kemakmuran pemilik atau para pemegang saham sehingga tujuan utama perusahaan dalam meningkatkan nilai perusahaan dapat tercapai (Brigham dan Houston, 2006). Namun demikian pemegang saham tidak dapat mengatasi semua keputusan dan aktivitas yang dilakukan oleh manajer. Suatu ancaman bagi

pemegang saham jika manajer akan bertindak untuk kepentingannya sendiri, bukan untuk kepentingan pemegang saham. Inilah yang menjadi masalah dasar timbulnya konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham yang sering disebut konflik keagenan (*agency conflict*) selain dapat juga terjadi karena perbedaan informasi yang disebut sebagai *asymmetric information*.

Kepemilikan saham oleh manajerial merupakan insentif bagi para manajer untuk meningkatkan kinerja perusahaan dan manajer akan menggunakan utang secara optimal karena manajer juga bertindak sebagai pemegang saham. Hal ini menunjukkan bahwa struktur kepemilikan memiliki pengaruh dalam kebijakan yang diambil oleh perusahaan termasuk kebijakan utang. *Manajerial ownership* dapat memengaruhi keputusan pencarian dana apakah melalui utang atau *right issue*. Jika pendanaan diperoleh dengan utang berarti rasio utang terhadap *equity* akan meningkat, sehingga akhirnya meningkatkan risiko. Hasil penelitian yang dilakukan Soesetio (2008) dan Diana dan Irianto (2008) menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap kebijakan utang. Sedangkan hasil penelitian yang dilakukan Djavid (2009) dan Larasati (2011) menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap kebijakan utang.

Pembayaran dividen akan membuat pemegang saham mempunyai tambahan *return* selain dari *capital gain*. Perusahaan akan cenderung untuk membayar dividen yang lebih besar jika manajemen memiliki proporsi saham yang lebih rendah. Rozeff (1982) dan Easterbrook (1984) 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 utang. Hasil penelitian yang dilakukan Soesetio (2008) dan Djavid (2009) menunjukkan bahwa kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap kebijakan utang. Sedangkan hasil penelitian yang dilakukan Larasati (2011) menunjukkan bahwa kebijakan dividen berpengaruh negatif terhadap kebijakan utang.

Struktur aktiva juga cenderung berdampak pada keputusan pinjaman dari suatu perusahaan, karena aktiva tetap dapat digunakan sebagai jaminan (Gaud *et. al.*, 2003). Menurut Brigham dan Houston (2006), secara umum perusahaan yang memiliki jaminan, akan lebih mudah memperoleh utang daripada perusahaan yang tidak mempunyai jaminan. Hasil penelitian yang dilakukan Gaud *et. al.* (2003) dan Ramlall (2009) menunjukkan pengaruh positif terhadap kebijakan utang. Sedangkan hasil penelitian yang dilakukan Soesetio (2008) menunjukkan bahwa struktur aktiva berpengaruh negatif terhadap kebijakan utang.

Kebijakan utang perusahaan juga dipengaruhi oleh pertumbuhan penjualan. Pertumbuhan penjualan/pasar merupakan persepsi tentang peluang bisnis yang tersedia dipasar yang harus diambil oleh perusahaan (Sujoko dan Soebiantoro, 2007). Jika penjualan meningkat per tahun, maka pembiayaan dengan utang dengan beban tertentu akan meningkatkan pendapatan pemegang saham. Hal ini mendorong perusahaan dengan tingkat penjualan yang tinggi akan cenderung menggunakan jumlah

utang yang lebih besar dibandingkan dengan perusahaan-perusahaan yang tingkat pertumbuhan penjualannya rendah. Hasil penelitian yang dilakukan Homaifar *et. al.* (1994) dan Gaud *et. al.* (2003) menunjukkan bahwa pertumbuhan penjualan penjualan berpengaruh negatif terhadap kebijakan utang. Sedangkan hasil penelitian yang dilakukan Ramlall (2009) menunjukkan bahwa pertumbuhan penjualan tidak berpengaruh terhadap kebijakan utang.

Ukuran perusahaan juga perlu dipertimbangkan sebagai faktor yang memengaruhi kebijakan utang perusahaan. Perusahaan besar memiliki keuntungan lebih dikenal oleh publik dibandingkan dengan perusahaan kecil. Perusahaan besar dapat mengakses pasar modal, karena kemudahan tersebut maka perusahaan memiliki fleksibilitas dan kemampuan untuk mendapatkan dana menurut Wahidahwati (2002). Hasil penelitian yang dilakukan Homaifar *et. al.* (1994) dan Gaud *et. al.* (2003) menunjukkan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap kebijakan utang. Hasil penelitian yang dilakukan oleh Ramlall (2009) menunjukkan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh negatif terhadap kebijakan utang. Sedangkan hasil penelitian yang dilakukan Soesetio (2008) menunjukkan bahwa ukuran perusahaan tidak berpengaruh terhadap kebijakan utang.

Dari beberapa penelitian terdahulu masih terjadi perbedaan hasil penelitian (*research gap*) mengenai faktor-faktor yang berpengaruh terhadap kebijakan utang maka penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh kepemilikan manajerial, kebijakan dividen, struktur aktiva, pertumbuhan penjualan, dan ukuran perusahaan terhadap kebijakan utang dan merupakan hal yang menarik untuk diuji lebih lanjut.

KAJIAN PUSTAKA

Keputusan Pendanaan

Fungsi pembelanjaan merupakan hal yang dilakukan oleh perusahaan untuk meningkatkan kemakmuran bagi pemilik atau pemegang saham yaitu dengan meningkatkan nilai perusahaan. Peningkatan nilai perusahaan diikuti dengan adanya keputusan struktur modal yang tepat oleh manajemen keuangan. Dalam menjalankan fungsi pembelanjaan, perusahaan selalu dihadapkan pada tiga masalah utama atau tiga keputusan utama, yaitu: keputusan investasi (*investment decision*), keputusan pendanaan (*financing decision*), dan keputusan mengenai pembagian dividen (*dividend decision*).

Menurut Sartono (2001), keputusan pendanaan merupakan keputusan yang berhubungan dengan masalah penentuan sumber-sumber dana yang akan digunakan, dan masalah perimbangan terbaik antara sumber-sumber dana tersebut. Keputusan mengenai sumber dana yang akan digunakan disebut keputusan pendanaan (*financing decisions*). Sumber dana dapat diperoleh dengan banyak cara, namun pada dasarnya ada dua sumber dana, yaitu dana yang berasal dari sumber asing, atau biasa disebut modal asing, dan dana yang berasal dari dalam perusahaan. Dana yang berasal dari sumber asing dapat diperoleh melalui utang dan melalui pembelanjaan sendiri yaitu dengan jalan penerbitan saham. Apabila suatu perusahaan dalam memenuhi kebutuhan dananya mengutamakan sumber dari dalam perusahaan, maka ketergantungan pihak perusahaan terhadap pihak luar sangat kecil. Tetapi ada saat-saat tertentu dimana semua sumber dana dari dalam perusahaan telah digunakan, sementara kebutuhan dana perusahaan semakin meningkat

sehingga dalam hal ini perusahaan perlu mencari alternatif pendanaan. Alternatif pendanaan ini bisa dilakukan dengan menggunakan sumber-sumber pendanaan dari luar misalnya, melalui utang atau dengan menerbitkan saham baru.

Kebijakan Utang

Kebijakan utang termasuk kebijakan pendanaan perusahaan yang bersumber dari eksternal. Kebijakan ini memiliki dampak pada konflik dan biaya keagenan. Jensen dan Meckling (1976) menyatakan bahwa dengan utang maka perusahaan akan melakukan pembayaran periodik atas bunga dan pokok pinjaman. Kebijakan utang akan memberikan dampak pada pendisiplinan bagi manajer untuk mengoptimalkan penggunaan dana yang ada, karena utang yang cukup besar akan menimbulkan kesulitan keuangan dan atau risiko kebangkrutan. Perusahaan dinilai berisiko apabila memiliki porsi utang yang besar dalam struktur modal, namun sebaliknya apabila perusahaan menggunakan utang yang kecil atau tidak sama sekali maka perusahaan dinilai tidak dapat memanfaatkan tambahan modal eksternal yang dapat meningkatkan operasional perusahaan. Ketika perusahaan menggunakan utang yang terus meningkat maka akan semakin besar kewajibannya.

Agency Theory

Pada *agency theory* principal adalah pemegang saham dan agen adalah manajemen yang mengelola perusahaan. Dalam manajemen keuangan, tujuan utama perusahaan adalah meningkatkan kemakmuran pemiliknya atau pemegang saham. Maka manajer yang diangkat oleh pemegang saham harus bertindak untuk kepentingan pemegang saham. Namun ternyata sering terjadi konflik antara manajemen dan pemegang

saham. Konflik ini disebabkan karena adanya kepentingan antara manajer dan pemegang saham.

Trade off Theory

Teori ini menganggap bahwa penggunaan utang 100 persen sulit dijumpai. Kenyataannya semakin banyak utang, maka semakin tinggi beban yang harus ditanggung. Satu hal yang penting bahwa dengan meningkatnya utang, maka semakin tinggi probabilitas kebangkrutan. Beban yang harus ditanggung saat menggunakan utang yang lebih besar adalah biaya kebangkrutan, biaya keagenan, beban bunga yang semakin besar dan sebagainya.

Pecking Order Theory

Teori *pecking order* menetapkan suatu urutan keputusan pendanaan dimana para manajer pertama kali akan memilih untuk menggunakan laba ditahan, utang dan penerbitan saham sebagai pilihan terakhir. Penggunaan utang lebih disukai karena biaya yang dikeluarkan untuk utang lebih murah dibandingkan dengan biaya penerbitan saham. *Pecking order theory* menjelaskan mengapa perusahaan-perusahaan yang *profitable* (menguntungkan) umumnya meminjam dalam jumlah yang sedikit. Hal tersebut bukan karena perusahaan mempunyai *target debt ratio* yang rendah, tetapi karena memerlukan *external financing* yang sedikit. Sedangkan perusahaan yang kurang *profitable* cenderung mempunyai utang yang lebih besar karena dana internal tidak cukup dan utang merupakan sumber eksternal yang lebih disukai.

Signaling Theory

Brigham dan Houston (2006) menyatakan bahwa sinyal adalah suatu tindakan yang diambil oleh manajemen perusahaan yang

memberikan petunjuk bagi investor tentang bagaimana manajemen memandang prospek perusahaan. Teori ini didasarkan pada asumsi bahwa manajer dan pemegang saham tidak mempunyai akses informasi perusahaan yang sama. Ada informasi tertentu yang hanya diketahui oleh manajer, sedangkan pemegang saham tidak tahu informasi tersebut sehingga terdapat informasi yang tidak simetri (*asymmetric information*) antara manajer dan pemegang saham.

Kepemilikan Manajerial

Menurut Jensen dan Meckling (1976) istilah struktur kepemilikan digunakan untuk menunjukkan bahwa variabel-variabel yang penting dalam keputusan pendanaan tidak hanya ditentukan oleh utang dan ekuitas saja tetapi juga ditentukan oleh presentase kepemilikan saham oleh manajemen. *Agency problem* bisa dikurangi bila manajer mempunyai kepemilikan saham dalam perusahaan. Hal ini perlu sebab akan terjadi penyebaran pengambilan keputusan dan risiko. Para manajer umumnya cenderung untuk menggunakan kelebihan keuntungan untuk konsumsi dan perilaku oportunistik. Dan ini akan menyebabkan beban utang karena risiko kebangkrutan meningkat, sehingga *agency cost of debt* meningkat dan gilirannya akan pada penurunan akan nilai perusahaan.

Kebijakan Dividen

Moh'd *et. al.* (1998) yang menyatakan bahwa pembayaran dividen muncul sebagai pengganti utang dalam keputusan pendanaan. Sedangkan Rozeff (1982) 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. Rozeff (1982) dan Easterbrook (1984) 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 utang. Dengan demikian akan mengurangi kekuasaan manajer.

Struktur Aktiva

Struktur aktiva adalah kekayaan atau sumber-sumber ekonomi yang dimiliki oleh perusahaan yang diharapkan akan memberi manfaat dimasa yang akan datang (Kesuma, 2009). Struktur aktiva (*tangibility of fixed assets*) dapat diukur dengan aktiva tetap dengan total aktiva perusahaan. Aktiva tetap sendiri merupakan aktiva yang digunakan untuk keperluan operasi perusahaan, bersifat jangka panjang dan memiliki bentuk fisik (berwujud).

Pertumbuhan Penjualan

Pertumbuhan penjualan merupakan variabel yang dipertimbangkan dalam keputusan utang. Pertumbuhan penjualan merupakan persepsi tentang peluang bisnis yang tersedia dipasar yang harus diambil oleh perusahaan (Sujoko dan Soebiantoro, 2007). Perusahaan yang memiliki tingkat pertumbuhan yang tinggi cenderung membutuhkan dana dari sumber eksternal yang besar. Penjualan yang tinggi akan meningkatkan perusahaan. Tingginya penjualan akan meningkatkan laba perusahaan,

sehingga akan meningkatkan nilai perusahaan dan menunjang pertumbuhan perusahaan.

Ukuran Perusahaan

Perusahaan besar dapat mengakses pasar modal karena kemudahan tersebut maka berarti bahwa perusahaan memiliki fleksibilitas dan kemampuan untuk mendapatkan dana. Ukuran perusahaan dapat diartikan sebagai besar kecilnya perusahaan dilihat dari besarnya nilai *equity*, nilai perusahaan, ataupun hasil nilai total aktiva dari suatu perusahaan (Riyanto, 1995). Menurut Haruman (2008) ukuran perusahaan (SIZE) berhubungan dengan fleksibilitas dan kemampuan untuk mendapatkan dana dan memperoleh laba dengan melihat pertumbuhan penjualan perusahaan.

Pengaruh Kepemilikan Manajerial Terhadap Kebijakan Utang

Semakin tinggi saham yang dimiliki oleh manajer maka semakin kuat kontrol terhadap perusahaan dimana akan dapat mengurangi *agency cost* pada perusahaan. Adanya kontrol ini akan membuat manajer menggunakan utang pada tingkat rendah untuk mengantisipasi kemungkinan terjadinya kebangkrutan perusahaan. Penelitian yang membahas tentang pengaruh kepemilikan manajerial terhadap kebijakan utang dilakukan oleh Soesetio (2008), Diana dan Irianto (2008), Djabid (2009), dan Larasati (2011). Hasil penelitian yang dilakukan Soesetio (2008) dan Diana dan Irianto (2008) menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap kebijakan utang. Jika struktur kepemilikan saham oleh manajemen tinggi, maka manajer akan semakin berhati-hati dalam menggunakan utang dan menghindari perilaku yang

bersifat oportunistik karena mereka ikut menanggung konsekuensi dari tindakannya sehingga mereka cenderung menggunakan utang yang rendah. Sedangkan hasil penelitian yang dilakukan Djabid (2009) dan Larasati (2011) menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap kebijakan utang. Hal ini disebabkan karena masih rendahnya kepemilikan saham oleh *insider* dibandingkan dengan kelompok lainnya dalam perusahaan, sehingga manajer tidak dapat mengambil keputusan berdasarkan atas keinginannya sendiri.

Pengaruh Kebijakan Dividen Terhadap Kebijakan Utang

Semakin besar jumlah dividen yang dibagikan juga akan meningkatkan jumlah utang yang digunakan. Ketika dividen tidak dibagikan atau semakin kecil, utang yang akan digunakan semakin rendah. Penelitian yang membahas tentang pengaruh kebijakan dividen terhadap kebijakan utang dilakukan oleh Soesetio (2008), Djabid (2009), dan Larasati (2011). Hasil penelitian yang dilakukan Soesetio (2008) dan Djabid (2009) menunjukkan bahwa kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap kebijakan utang. Pembayaran dividen dapat digunakan untuk menggantikan peranan utang dalam pengawasan masalah agensi, namun hubungan tersebut tidak berjalan secara efektif sehingga kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap kebijakan utang. Sedangkan hasil penelitian yang dilakukan Larasati (2011) menunjukkan bahwa kebijakan dividen berpengaruh negatif terhadap kebijakan utang. Penggunaan utang yang tinggi akan menyebabkan pembayaran beban tetap, sehingga akan menyebabkan penurunan laba dan kemudian akan menyebabkan tingkat rasio dividen yang rendah.

Pengaruh Struktur Aktiva Terhadap Kebijakan Utang

Struktur aktiva juga cenderung berdampak pada keputusan pinjaman dari suatu perusahaan, karena aktiva tetap dapat digunakan sebagai jaminan (Gaud *et. al.*, 2003). Menurut Brigham dan Houston (2006), secara umum perusahaan yang memiliki jaminan, akan lebih mudah memperoleh utang dari pada perusahaan yang tidak mempunyai jaminan. Penelitian yang membahas tentang pengaruh struktur aktiva terhadap kebijakan utang dilakukan oleh Gaud *et. al.* (2003), Soesetio (2008), dan Ramlall (2009). Hasil penelitian yang dilakukan Gaud *et. al.* (2003) dan Ramlall (2009) menunjukkan pengaruh positif terhadap kebijakn utang. Sesuai *trade off theory* bahwa aktiva tetap digunakan sebagai persyaratan melakukan pinjaman, sehingga semakin besar nilai aktiva tetap maka ada kecenderungan semakin besar pinjaman yang dapat diperoleh perusahaan. Sedangkan hasil penelitian yang dilakukan Soesetio (2008) menunjukkan bahwa struktur aktiva berpengaruh negatif terhadap kebijakan utang.

Pengaruh Pertumbuhan Penjualan Terhadap Kebijakan Utang

Perusahaan yang memiliki tingkat pertumbuhan yang tinggi cenderung membutuhkan dana dari sumber eksternal yang besar. Penjualan yang tinggi akan meningkatkan perusahaan. Tingginya penjualan akan meningkatkan laba perusahaan, sehingga akan meningkatkan nilai perusahaan dan menunjang pertumbuhan perusahaan. Penelitian yang membahas tentang pengaruh pertumbuhan penjualan terhadap kebijakan utang dilakukan oleh Homaifar *et. al.* (1994), Gaud *et. al.* (2003) dan Ramlall (2009). Hasil

penelitian yang dilakukan Homaifar *et. al.* (1994), dan Gaud *et. al.* (2003) menunjukkan bahwa pertumbuhan penjualan berpengaruh negatif terhadap kebijakan utang. Perusahaan yang bertumbuh akan lebih banyak menggunakan sumber pendanaan dari modal sendiri/ekuitas daripada utang. Hal ini disebabkan jika pertumbuhan perusahaan dibiayai dengan utang, manajer tidak akan melakukan investasi yang optimal. Sedangkan hasil penelitian yang dilakukan Ramlall (2009) menunjukkan bahwa pertumbuhan penjualan tidak berpengaruh terhadap kebijakan utang.

Pengaruh Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Utang

Perusahaan besar dapat mengakses pasar modal karena kemudahan tersebut maka berarti bahwa perusahaan memiliki fleksibilitas dan kemampuan untuk mendapatkan dana. Penelitian yang membahas tentang pengaruh ukuran perusahaan terhadap kebijakan utang dilakukan oleh Homaifar *et. al.* (1994), Gaud *et. al.* (2003), Soesetio (2008), dan Ramlall (2009). Hasil penelitian yang dilakukan Homaifar *et. al.* (1994) dan Gaud *et. al.* (2003) menunjukkan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap kebijakan utang. Semakin besar ukuran perusahaan maka kebutuhan modal untuk operasional perusahaan juga akan semakin besar. Hasil penelitian yang dilakukan oleh Ramlall (2009) menunjukkan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh negatif terhadap kebijakan utang karena perusahaan besar cenderung mandiri dalam dana atau tidak tergantung pada utang. Sedangkan hasil penelitian yang dilakukan Soesetio (2008) menunjukkan bahwa ukuran perusahaan tidak berpengaruh terhadap kebijakn utang.

Dari penjelasan materi-materi dan hasil penelitian sebelumnya, maka peneliti menentukan hipotesis sebagai berikut:

- H₁: Kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap kebijakan utang pada perusahaan manufaktur yang *go public* di Bursa Efek Indonesia tahun 2008-2010.
- H₂: Kebijakan dividen berpengaruh terhadap kebijakan utang pada perusahaan manufaktur yang *go public* di Bursa Efek Indonesia tahun 2008-2010.
- H₃: Struktur aktiva berpengaruh terhadap kebijakan utang pada perusahaan manufaktur yang *go public* di Bursa Efek Indonesia tahun 2008-2010.
- H₄: Pertumbuhan penjualan berpengaruh terhadap kebijakan utang pada perusahaan manufaktur yang *go public* di Bursa Efek Indonesia tahun 2008-2010.
- H₅: Ukuran perusahaan berpengaruh terhadap kebijakan utang pada perusahaan manufaktur yang *go public* di Bursa Efek Indonesia tahun 2008-2010.

METODE

Penelitian ini menggunakan jenis penelitian kuantitatif kausal. Sumber data yang digunakan dalam penelitian ini berupa sumber data sekunder dalam bentuk dokumentasi dengan karakteristik berupa laporan keuangan (*financial statement*) utamanya laporan neraca dan laporan laba/rugi, dimana diperoleh melalui situs resmi Bursa Efek Indonesia (www.idx.co.id). Populasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur *go public* di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama kurun waktu penelitian tahun 2008-2010. Dari seluruh emiten yang terdaftar di BEI tidak semua dijadikan sampel penelitian, karena dalam penelitian ini yang dijadikan sampel

adalah perusahaan manufaktur yang *go public* di BEI periode 2008-2010 berdasarkan kriteria yang telah ditetapkan. Beberapa sampel akan digugurkan apabila tidak memenuhi kriteria yang telah ditetapkan dan karena ketidaklengkapan data. Berdasarkan kriteria-kriteria, maka diperoleh 13 sampel perusahaan manufaktur yang dapat dijadikan objek penelitian.

Variabel terikat merupakan variabel yang dipengaruhi oleh variabel independen. Dalam penelitian ini yang menjadi variabel terikat adalah kebijakan utang (Y).

Variabel bebas merupakan variabel yang diduga secara bebas berpengaruh terhadap variabel dependen. Dalam penelitian ini yang menjadi variabel bebas adalah sebagai berikut: 1) Kepemilikan Manajerial (X1), 2) Kebijakan Dividen (X2), 3) Struktur Aktiva (X3), 4) Pertumbuhan Penjualan (X4), 5) Ukuran Perusahaan (X5).

Dalam penelitian ini yang menjadi variabel dependen yaitu kebijakan utang. Kebijakan utang adalah besarnya penggunaan utang sebagai sumber pendanaan perusahaan yang dilihat dari total utang perusahaan dibagi dengan total aktiva. Menurut Soesetio (2008) kebijakan utang dihitung menggunakan rumus:

$$\text{DAR} = \frac{\text{Total Utang}}{\text{Total Aktiva}}$$

Kepemilikan manajerial (*managerial ownership*) adalah tingkat atau jumlah persentase kepemilikan saham pihak manajemen yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan, misalnya direktur dan komisaris. Dalam penelitian ini kepemilikan manajerial dihitung menggunakan rumus:

$$\text{INSD} = \frac{\text{Jumlah saham manajerial}}{\text{Jumlah saham beredar}} \times 100\%$$

Kebijakan dividen merupakan besarnya dividen yang dibagikan kepada pemegang saham untuk

mengetahui porsi pembayaran dividen kepada pemegang saham. Dalam penelitian ini kebijakan dividen dihitung menggunakan rumus:

$$DPR = \frac{DPS}{EPS}$$

Keterangan :

DPR : *Dividend Payout Ratio*

DPS : *Dividend Per Share* (dividen per saham)

EPS : *Earning Per Share* (laba per saham)

Struktur aktiva (*tangibility of fixed assets*) merupakan perbandingan antara aktiva tetap dengan total aktiva perusahaan. Aktiva sendiri merupakan aktiva yang digunakan untuk keperluan operasi perusahaan. Dalam penelitian ini struktur aktiva dihitung menggunakan rumus:

$$STA = \frac{\text{Aktiva tetap}}{\text{Total aktiva}}$$

Perubahan penjualan dinilai dari prosentase perubahan dalam total penjualan, pertumbuhan penjualan dinyatakan dalam rumus:

$$GS = \frac{\text{Penjualan}_t - \text{Penjualan}_{t-1}}{\text{Penjualan}_{t-1}}$$

Ukuran perusahaan (*firm size*) merupakan besar atau kecilnya perusahaan yang dapat dilihat dari total aktiva perusahaan dan dihitung dengan menggunakan rumus:

$$SIZE = \text{Log}(\text{total aktiva})$$

Teknik analisis data yang dilakukan pada penelitian ini adalah sebagai berikut: 1) Perhitungan variabel dependen dan variabel independen, 2) Uji Normalitas, 3) Uji Asumsi Klasik, 4) Analisis regresi berganda, 5) Uji hipotesis simultan (F) dan parsial (t), dan 6) Koefisien determinasi (R^2).

HASIL

Berdasarkan hasil penelitian dapat diketahui pada tabel sebagai berikut:

Tabel 1 Hasil Penelitian

Variabel Y	Variabel X	Nilai Sig. F	Nilai Sig. t	Koefisien Determinasi
DAR	INSD	0,025	0,888	0,206
	DPR		0,006	
	STA		0,012	
	GS		0,030	
	SIZE		0,966	

Sumber: Diolah Penulis (2012)

Pada penelitian ini ada pengaruh yang signifikan secara bersama-sama kepemilikan manajerial (INSD), kebijakan dividen (DPR), struktur aktiva (STA), pertumbuhan penjualan (GS), dan ukuran perusahaan (SIZE) terhadap kebijakan utang (DAR).

Secara individual (parsial) variabel kebijakan dividen berpengaruh negatif terhadap kebijakan utang, struktur aktiva dan pertumbuhan penjualan berpengaruh positif terhadap kebijakan utang, sedangkan kepemilikan manajerial dan ukuran perusahaan tidak berpengaruh terhadap kebijakan utang.

Nilai koefisien determinan (R^2) diperoleh sebesar 0,206 atau 20,6%. Hal ini menunjukkan bahwa 20,6% kebijakan utang (DAR) dipengaruhi oleh variabel INSD, DPR, STA, GS, dan SIZE, sedangkan sisanya sebesar 79,4% dijelaskan oleh variabel lain di luar penelitian ini.

PEMBAHASAN

Pengaruh Kepemilikan Manajerial terhadap Kebijakan Utang

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial tidak berpengaruh

terhadap kebijakan utang. Hal ini disebabkan karena masih rendahnya kepemilikan saham oleh *insider*, sehingga manajer tidak dapat mengambil keputusan penggunaan utang berdasarkan atas keinginannya sendiri. Kepemilikan Manajerial adalah tingkat kepemilikan saham pihak manajemen yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan. Pihak prinsipal fokus terhadap kesejahteraan pribadinya melalui pembagian dividen yang diperoleh. Sedangkan pihak agen akan komisi atas kerja kerasnya dalam menjalankan operasional perusahaan. Tujuan ini terkadang saling berlawanan, pihak pemilik sering kali tidak dapat merealisasikan dividen atas modal ketika perusahaan dibawah kontrol manajemen telah menggunakan utang yang relatif tinggi. Kas seharusnya dibagikan menjadi dividen justru digunakan membayar utang beserta bunganya. Dari sinilah konflik kepentingan mulai terjadi. Dalam menyelaraskan kepentingan kedua belah pihak maka langkah yang bisa diambil salah satunya dengan peningkatan kepemilikan saham oleh pihak manajerial. Dengan peningkatan ini diharapkan pihak manajemen juga akan merasa memiliki perusahaan serta merasakan langsung akibat atas pengambilan keputusan yang kurang tepat.

Penelitian yang membahas tentang pengaruh kepemilikan manajerial terhadap kebijakan utang dilakukan oleh Soesetio (2008), Diana dan Irianto (2008), Djabid (2009), dan Larasati (2011). Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Djabid (2009) dan Larasati (2011) yang menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap kebijakan utang.

Hasil penelitian ini bertentangan dengan penelitian yang dilakukan oleh Soesetio (2008) dan

Diana dan Irianto (2008) yang menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap kebijakan utang. Jika struktur kepemilikan saham oleh manajemen tinggi, maka manajer akan semakin berhati-hati dalam menggunakan utang dan menghindari perilaku yang bersifat oportunistik karena mereka ikut menanggung konsekuensi dari tindakannya sehingga mereka cenderung menggunakan utang yang rendah.

Pengaruh Kebijakan Dividen terhadap Kebijakan Utang

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa kebijakan dividen berpengaruh negatif terhadap kebijakan utang. Hal ini disebabkan karena tingkat rasio dividen yang rendah akan membuat penggunaan utang yang tinggi. Dividen pada dasarnya merupakan bagian dari keuntungan perusahaan yang akan dibagikan kepada pemilik perusahaan atau investor. Kebijakan dividen ini diambil terkait dengan jumlah arus kas di dalam perusahaan. Ketika perusahaan menggunakan dana yang ada untuk membiayai operasional dan membagikan tingkat dividen yang rendah kepada pemilik saham, maka perusahaan akan meningkatkan pendanaan melalui utang. Demikian juga sebaliknya ketika tingkat pembagian dividen yang tinggi, maka perusahaan akan cenderung menurunkan tingkat utang yang digunakan perusahaan.

Penelitian yang membahas tentang pengaruh kebijakan dividen terhadap kebijakan utang dilakukan oleh Soesetio (2008), Djabid (2009), dan Larasati (2011). Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Larasati (2011) yang menunjukkan bahwa kebijakan dividen berpengaruh negatif terhadap kebijakan utang.

Hasil penelitian ini bertentangan dengan penelitian yang dilakukan oleh Soesetio (2008) dan Djabid (2009) yang menunjukkan bahwa kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap kebijakan utang. Pembayaran dividen dapat digunakan untuk menggantikan peranan utang dalam pengawasan masalah agensi, namun hubungan tersebut tidak berjalan secara efektif sehingga kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap kebijakan utang.

Pengaruh Struktur Aktiva terhadap Kebijakan Utang

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa struktur aktiva berpengaruh positif terhadap kebijakan utang. Sesuai *trade off theory* bahwa aktiva tetap digunakan sebagai persyarataan melakukan pinjaman, sehingga semakin besar nilai aktiva tetap maka ada kecenderungan semakin besar pinjaman yang dapat diperoleh perusahaan. Struktur aktiva juga cenderung berdampak pada keputusan pinjaman dari suatu perusahaan, karena aktiva tetap dapat digunakan sebagai jaminan (Gaud *et. al.*, 2003). Menurut Brigham dan Houston (2006), secara umum perusahaan yang memiliki jaminan, akan lebih mudah memperoleh utang dari pada perusahaan yang tidak mempunyai jaminan. Sesuai *trade off theory* bahwa aktiva tetap digunakan sebagai persyarataan melakukan pinjaman, sehingga semakin besar nilai aktiva tetap maka ada kecenderungan semakin besar pinjaman yang dapat diperoleh perusahaan (Gaud *et. al.*, 2003).

Penelitian yang membahas tentang pengaruh struktur aktiva terhadap kebijakan utang dilakukan oleh Gaud *et. al.* (2003), Soesetio (2008), dan Ramlall (2009). Hasil penelitian ini sejalan dengan

penelitian yang dilakukan oleh Gaud *et. al.* (2003) dan Ramlall (2009) yang menunjukkan pengaruh positif terhadap kebijakan utang. Hasil penelitian ini bertentangan dengan penelitian yang dilakukan oleh Soesetio (2008) menunjukkan bahwa struktur aktiva berpengaruh negatif terhadap kebijakan utang.

Pengaruh Pertumbuhan Penjualan terhadap Kebijakan Utang

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa pertumbuhan penjualan berpengaruh positif terhadap kebijakan utang. Hal ini dikarenakan perusahaan yang memiliki tingkat pertumbuhan yang tinggi cenderung membutuhkan dana dari sumber eksternal yang besar. Dalam *signaling theory* dijelaskan bahwa manajer bisa menggunakan utang lebih banyak sebagai sinyal yang *credible*. Maksudnya perusahaan yang meningkatkan utang dapat dipandang sebagai perusahaan yang yakin dengan prospek perusahaan di masa mendatang.

Penjualan yang tinggi akan meningkatkan perusahaan. Tingginya penjualan akan meningkatkan laba perusahaan, sehingga akan meningkatkan nilai perusahaan dan menunjang pertumbuhan perusahaan. Jika penjualan meningkat per tahun, maka pembiayaan dengan utang dengan beban tertentu akan meningkatkan pendapatan pemegang saham. Hal ini mendorong perusahaan dengan tingkat penjualan yang tinggi akan cenderung menggunakan jumlah utang yang lebih besar dibandingkan dengan perusahaan-perusahaan yang tingkat pertumbuhan penjualannya rendah.

Penelitian yang membahas tentang pengaruh pertumbuhan penjualan terhadap kebijakan utang dilakukan oleh Homaifar *et. al.* (1994), Gaud *et. al.* (2003) dan

Ramlall (2009). Hasil penelitian ini bertentangan dengan penelitian yang dilakukan oleh Homaifar *et. al.* (1994) dan Gaud *et. al.* (2003) yang menunjukkan bahwa pertumbuhan penjualan berpengaruh negatif terhadap kebijakan utang. Perusahaan yang bertumbuh akan lebih banyak menggunakan sumber pendanaan dari modal sendiri/ekuitas daripada utang. Hal ini disebabkan jika pertumbuhan perusahaan dibiayai dengan utang, manajer tidak akan melakukan investasi yang optimal. Hasil penelitian yang dilakukan Ramlall (2009) juga bertentangan karena menunjukkan bahwa pertumbuhan penjualan tidak berpengaruh terhadap kebijakan utang.

Pengaruh Ukuran Perusahaan terhadap Kebijakan Utang

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa ukuran perusahaan tidak berpengaruh terhadap kebijakan utang. Hal ini dikarenakan meskipun ukuran perusahaan besar belum tentu mempunyai prospek atau peluang di masa mendatang yang baik, sehingga perusahaan tidak tergantung atau tidak tertarik menggunakan utang. Penelitian yang membahas tentang pengaruh ukuran perusahaan terhadap kebijakan utang dilakukan oleh Homaifar *et. al.* (1994), Gaud *et. al.* (2003), Soesetio (2008), dan Ramlall (2009). Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Soesetio (2008) yang menunjukkan bahwa ukuran perusahaan tidak berpengaruh terhadap kebijakan utang.

Hasil penelitian ini bertentangan dengan penelitian yang dilakukan oleh Homaifar *et. al.* (1994) dan Gaud *et. al.* (2003) yang menunjukkan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap kebijakan utang. Semakin

besar ukuran perusahaan maka kebutuhan modal untuk operasional perusahaan juga akan semakin besar. Ukuran perusahaan merupakan salah satu hal yang dipertimbangkan perusahaan dalam menentukan kebijakan utangnya. Perusahaan besar memiliki keuntungan lebih dikenal oleh publik dibandingkan dengan perusahaan kecil. Penggunaan utang lebih banyak digunakan oleh perusahaan besar dibandingkan dengan perusahaan kecil. Perusahaan besar dapat mengakses pasar modal, karena kemudahan tersebut maka perusahaan memiliki fleksibilitas dan kemampuan untuk mendapatkan dana. Hasil penelitian yang dilakukan oleh Ramlall (2009) juga bertentangan karena menunjukkan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh negatif terhadap kebijakan utang.

KESIMPULAN

Berdasarkan uraian-uraian yang telah penulis paparkan terhadap data-data penelitian yang telah terkumpul yang kemudian diolah, maka penulis mendapat kesimpulan sebagai jawaban atas beberapa pertanyaan yang terdapat pada rumusan masalah yang menjadi acuan dasar bagi maksud dan tujuan dari penelitian ini.

Kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap kebijakan utang. Hal ini disebabkan karena masih rendahnya kepemilikan saham oleh *insider*, sehingga manajer tidak dapat mengambil keputusan penggunaan utang berdasarkan atas keinginannya sendiri.

Kebijakan dividen berpengaruh negatif terhadap kebijakan utang. Hal ini disebabkan karena tingkat rasio dividen yang rendah akan membuat penggunaan utang yang tinggi.

Struktur aktiva menunjukkan pengaruh positif terhadap kebijakan

utang. Semakin besar nilai aktiva tetap maka ada kecenderungan semakin besar pinjaman yang dapat diperoleh perusahaan.

Pertumbuhan penjualan berpengaruh positif terhadap kebijakan utang. Hal ini dikarenakan perusahaan yang memiliki tingkat pertumbuhan yang tinggi cenderung membutuhkan dana dari sumber eksternal yang besar.

Ukuran perusahaan tidak berpengaruh terhadap kebijakan utang. Hal ini dikarenakan meskipun ukuran perusahaan besar belum tentu mempunyai prospek atau peluang di masa mendatang yang baik, sehingga perusahaan tidak tergantung atau tidak tertarik menggunakan utang.

Penelitian selanjutnya diharapkan jika mengambil tema sejenis hendaknya mencakup periode penelitian yang lebih panjang, menambah variabel bebas lainnya yang berbeda dengan penelitian terdahulu, dan objek penelitian yang lebih banyak sehingga hal ini diharapkan akan ditemukan hasil penelitian baru yang dapat dikembangkan lagi dan dapat memperoleh hasil yang lebih baik dan mendalam tentang apa saja yang dapat memengaruhi kebijakan utang.

UCAPAN TERIMAKASIH

Keberhasilan penulisan jurnal ilmiah manajemen ini tidak lepas dari bantuan, bimbingan serta motivasi berbagai pihak. Pada kesempatan ini, penulis sampaikan rasa hormat dan terima kasih kepada: (1) Tony Seno Aji, S.E., M.E. selaku pembimbing; (2) Dr. Pujiono, S.E., Ak., M.Si. selaku penguji; (3) Ika Permatasari, S.E., Ak., M.Ak. selaku penguji.

DAFTAR PUSTAKA

Brigham, Eugene F. and Houston, Joel F. 2006. *Dasar-dasar*

- Manajemen Keuangan*. Penerjemah Ali Akbar Yulianto. Edisi 15, jilid 2. Salemba Empat.
- Diana, Devi N.A. dan Irianto Gugus. 2008. Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, dan Sebaran Kepemilikan Terhadap Kebijakan Hutang Ditinjau dari Teori Keagenan. *Emisi*, Vol. 1, No. 1, Hal. 1-16.
- Djabid, Abdullah. 2009. Kebijakan Dividend dan Struktur Kepemilikan Terhadap Kebijakan Hutang. *Jurnal Keuangan dan Perbankan*, Vol. 13, No. 2., Hal. 249-259.
- Easterbrook, Frank H. 1984. Two Agency-cost Explanations of Dividends. *American Economics Review*, Vol. 74, Hal. 650-659.
- Gaud et. al. 2003. The Capital Structure of Swiss Companies: An Empirical Analysis Using Dynamic Panel Data. *Euro Finance Management*, 11 (1), 51-69.
- Homaifar et. al. 1994. An Empirical Model of Capital Structure: Some New Evidence. *Journal of Business Finance & Accountin*, 21 (1), pp 1-14.
- Jensen, M.C. and Meckling W.H. 1976. Theory of the Firm: Managerial behavior, Agency cost and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, p. 3-24.
- Kesuma, Ali. 2009. Analisis Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal Serta Pengaruhnya Terhadap Harga Saham Perusahaan *Real Estate* yang *Go Public* di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan*, Vol 11, No.1.
- Larasati, Eva. 2011. Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional dan Kebijakan Dividen terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan.

- Jurnal Ekonomi Bisnis*, Th. 16, No. 2.
- Modigliani, F. and Miller, M.H. 1963. Corporate Income Taxes and the Cost of Capital. *American Economic Review*, June 58 (3): 261-297.
- Moh'd, M.A. et. al. 1998. The Impact of Ownership Structure On Corporate Debt Policy: A Time-Series Cross-Sectional Analysis. *The Financial Review*, 33, p.85-98.
- Ramlall, Indranain. 2009. Determinants of Capital Structure Among Non-Quoted Mauritian Firms Under Specificity of Leverage: Looking for a Modified Pecking Order Theory. *International Research Journal of Finance and Economics- Issue 3*, pp. 83-92.
- Riyanto, Bambang. 1995. *Dasardasar Pembelanjaan Perusahaan*. BPFE: Yogyakarta.
- Rozeff, M. S. 1982. Growth, beta and agency costs as determinants of Dividend Payout Ratio. *Journal of Financial Research*, 5, 249-259.
- Sartono, Agus. 2001. Kepemilikan Orang Dalam (*Insider Ownership*), Utang dan Kebijakan Dividen: Pengujian Empirik Teori Keagenan (*Agency Theory*). *Jurnal Siasat Bisnis*, Vol.2 : 107-117.
- Soesetio, Yuli. 2008. Kepemilikan Manajerial dan Institusional, Kebijakan Dividen, Ukuran Perusahaan, Struktur Aktiva dan Profitabilitas Terhadap Kebijakan Hutang. *Jurnal Keuangan dan Perbankan*, Vol.12, No.3.
- Sujoko dan Ugy Soebiantoro. 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, pp. 41-48.
- Wahidahwati. 2002. Pengaruh Kebijakan Manajerial dan Kepemilikan Institusional Pada Kebijakan Hutang Perusahaan: Sebuah Perspektif *Theory Agency*. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, Vol. 5, No. 1, Hlm 1-16, Ikatan Akuntan Indonesia-Kompartemen Akuntan Pendidik, Yogyakarta.