

PENGARUH PROFITABILITAS, PERTUMBUHAN PENJUALAN, KEPEMILIKAN INSTITUSIONAL DAN RISIKO BISNIS TERHADAP KEBIJAKAN PENDANAAN PERUSAHAAN RETAIL

MUTIA FIRDAUS

PUJIONO

Jurusan Manajemen, Fakultas Ekonomi, Universitas Negeri Surabaya,
Kampus Ketintang Surabaya 60231
E-mail: jhezarie_fd@yahoo.com.au

Abstract: *This study was conducted to examine and analyze the effect of profitability, sales growth, institutional ownership and business risk to the company's retail financing policy in Indonesia Stock Exchange (BEI) in 2007-2012. The population used is a retail company that is listed on the Indonesia Stock Exchange (IDX), with a total of 15 companies. The analysis used is multiple regression analysis. Based on the research that has been done can be seen that based on the results of the simultaneous test is known that there is a significant effect of the variable profitability, sales growth, institutional ownership and business risk are jointly funding the policy. Only partially profitability variable which have a significant effect on the dependent variable funding policy. As for the sales growth variable, institutional ownership and business risk partially no significant effect on the dependent variable funding policy.*

Keywords: *profitability, sales growth, institutional ownership, business risk and financing policy.*

PENDAHULUAN

Kebijakan pendanaan perusahaan menyangkut keputusan tentang bentuk dan komposisi pendanaan yang akan dipergunakan oleh perusahaan untuk mendanai operasionalnya. Bentuk keputusan tersebut akan menyangkut tentang: (1) berapa banyak hutang dan modal sendiri yang akan dipergunakan, (2) bagaimana tipe utang dan modal sendiri yang akan dipergunakan, (3) kapan akan menghimpun dana dalam bentuk utang atau modal sendiri (Husnan dan Pudjiastuti, 2004: 151).

Dasar keputusan pendanaan berkaitan dengan pemilihan sumber dana yang secara teoritis didasarkan pada dua pandangan yaitu pandangan tradisional (*pecking order theory* dan *trade-off theory*) dan teori dari Modigliani-Miller (1958) dalam (Hartono, 2003). *Pecking order theory* menjelaskan bahwa perusahaan lebih cenderung memilih pendanaan yang berasal dari internal

sebelum menggunakan utang dan menerbitkan ekuitas baru. *Trade-off theory* merupakan pertukaran keuntungan-keuntungan pendanaan melalui utang dengan tingkat suku bunga dan biaya kebangkrutan yang lebih tinggi, sedangkan teori yang dikemukakan Modigliani-Miller menyatakan bahwa struktur pendanaan tidak mempengaruhi nilai perusahaan (Brigham dan Houston, 2006: 36).

Shyam-sunder dan Myers (1999) dalam (Hartono, 2003) menyatakan bahwa pada beberapa penelitian empiris ditemukan *trade-off theory* kurang mampu menjelaskan dalam menentukan struktur pendanaan optimal dan *pecking order theory* dianggap lebih mampu menjelaskan kebijakan mengenai struktur pendanaan dalam perusahaan, oleh karena itu penulis menggunakan *pecking order theory* sebagai landasan teori penelitian ini.

Husnan dan Pudjiastuti (2004: 283) menyatakan bahwa perusahaan cenderung menggunakan dana internal untuk mendanai operasional perusahaannya disebabkan perusahaan enggan melakukan *financing decisions* semata-mata untuk penggantian sumber dana karena adanya biaya penerbitan saham yang cukup tinggi, dikarenakan perusahaan mungkin tidak dapat menaksir besar biaya modal sendiri dan perusahaan mungkin memperoleh utang dari pasar keuangan yang tidak kompetitif sehingga menyebabkan biaya utang yang ditawarkan kreditor lebih tinggi dari bunga obligasi.

Brigham dan Gapenski (1996) dalam (Wahidahwati, 2002) menyatakan bahwa tujuan utama perusahaan adalah meningkatkan nilai perusahaan melalui peningkatan kemakmuran pemilik atau para pemegang saham. Keputusan yang berkaitan dengan aktifitas sumber dana dan pembuatan keputusan yang berkaitan dengan bagaimana dana yang diperoleh tersebut diinvestasikan adalah penyebab konflik antara manajer dengan pemegang saham. Sehingga menurut Wahidahwati (2002), salah satu upaya yang dapat dilakukan untuk mengontrol manajer adalah meningkatkan kepemilikan saham oleh pihak institusional karena kepemilikan mewakili suatu sumber kekuasaan (*source of power*) yang dapat digunakan untuk mendukung atau sebaliknya terhadap keberadaan manajemen. Adanya kepemilikan oleh investor institusional akan mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja manajemen.

Perusahaan *retail* termasuk dalam sektor perdagangan, bersama hotel dan restoran dengan jumlah pinjaman terbesar pada bank. *Retail* menjadi kontributor terbesar dalam sektor perdagangan karena berdasarkan sensus ekonomi tahun

2006 tentang jumlah usaha perdagangan di Indonesia, usaha perdagangan eceran (*retail*) menempati urutan pertama dengan 79,8%, diikuti perdagangan besar dengan 19,5%, perdagangan ekspor 0,5% dan perdagangan impor 0,2% di urutan terakhir. Perdagangan eceran memiliki jumlah terbesar karena usaha ini langsung berinteraksi dan memenuhi kebutuhan masyarakat umum (Badan Kebijakan Fiskal, Pusat Kebijakan Ekonomi Makro, 2012).

Debt Equity Ratio (DER) digunakan sebagai proksi kebijakan pendanaan karena kebijakan pendanaan perusahaan ditunjukkan dari tingkat *leverage* perusahaan, sedangkan tingkat *leverage* dapat dilihat dari DER perusahaan tersebut (Vera dkk., 2005). DER dapat menunjukkan tingkat risiko suatu perusahaan dimana jika *leverage* ditingkatkan, risiko keuangan perusahaan juga meningkat. Kreditor lebih menyukai rasio utang yang rendah karena semakin rendah rasio ini perlindungan terhadap kerugian semakin besar bila suatu saat terjadi likuidasi pada perusahaan.

Salah satu faktor yang mempengaruhi kebijakan pendanaan adalah profitabilitas. Semakin tinggi profitabilitas maka semakin rendah DER, karena perusahaan ingin mengembangkan diri dengan menurunkan pendanaan melalui utang dan meningkatkan sumber pendanaan sesuai dengan *pecking order theory* dengan akumulasi keuntungan tahun sebelumnya. Hasil penelitian dari Susilawati (2012), Gaud *et al.*, (2003) dan Moh'd *et al.*, (1998) menyatakan bahwa profitabilitas memiliki hubungan negatif yang signifikan dengan DER. Penelitian Fadillah (2011) dan Salawu dan Agboola (2008) menyatakan hasil berbeda bahwa profitabilitas berhubungan positif dan signifikan terhadap DER.

Penjualan memiliki pengaruh yang strategis bagi perusahaan karena penjualan yang dilakukan harus didukung oleh aktiva yang dimiliki, dengan mengetahui penjualan dari tahun sebelumnya perusahaan dapat mengoptimalkan sumber daya yang ada. Hasil penelitian sebelumnya yang berkaitan dengan pertumbuhan penjualan adalah penelitian Moh'd *et al.*, (1998) dan Homaifar *et al.*, (1994) menemukan bahwa variabel pertumbuhan penjualan berhubungan negatif dan signifikan terhadap DER. Hasil berbeda terjadi pada penelitian yang dilakukan oleh Haryanto (2012) dan Chen (2004) yang menyatakan bahwa pertumbuhan penjualan memiliki hubungan positif yang signifikan terhadap DER.

Kepemilikan saham perusahaan oleh institusi merupakan salah satu upaya untuk mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja manajemen. Menurut Indahningrum dan Handayani (2009), kepemilikan institusional memiliki hubungan positif terhadap kebijakan pendanaan. Sedangkan Wahidahwati (2002) menunjukkan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap DER.

Risiko bisnis adalah suatu ketidakpastian dari suatu perusahaan yang berkaitan dengan *operating income* yang diperoleh perusahaan tersebut. Berdasarkan variabel penelitian yang telah dilakukan Haryanto (2012), variabel risiko bisnis menunjukkan tidak adanya pengaruh terhadap struktur modal (struktur pendanaan). Moh'd *et al.*, (1998) menyatakan bahwa risiko bisnis berhubungan signifikan negatif terhadap kebijakan pendanaan.

Berdasarkan latar belakang diatas maka penelitian ini bertujuan untuk mengetahui bagaimana pengaruh profitabilitas, pertumbuhan penjualan, kepemilikan institusional dan risiko bisnis terhadap kebijakan

pendanaan perusahaan *retail* yang terdaftar di BEI (Bursa Efek Indonesia) baik secara simultan maupun parsial.

KAJIAN PUSTAKA

Kebijakan Pendanaan

Kodrat dan Herdinata (2009: 135) mendefinisikan kebijakan pendanaan sebagai keputusan yang berhubungan dengan penentuan sumber dana yang akan digunakan, penentuan perimbangan dana yang optimal dan perusahaan menggunakan sumber dana dari dalam perusahaan atau dari luar perusahaan.

Struktur pendanaan suatu perusahaan ditentukan oleh kebijakan pembelanjaan dari manajer keuangan yang selalu dihadapkan pada pertimbangan kualitatif dan kuantitatif antara lain: (1) kewajiban untuk membayar balas jasa atas penggunaan modal kepada pihak yang menyediakan dana, (2) sampai seberapa jauh kewenangan dan campur tangan pihak penyedia dana dalam mengelola perusahaan dan (3) risiko yang dihadapi perusahaan (Haryanto, 2012). Sehingga dapat disimpulkan bahwa struktur pendanaan menunjukkan cara suatu perusahaan dalam membiayai aktivitasnya yang merupakan kombinasi dari berbagai sumber dana yang berbeda, yang terdiri dari hutang (jangka pendek dan jangka panjang) dan modal sendiri.

Profitabilitas

Profitabilitas merupakan tingkat keuntungan bersih yang mampu diperoleh perusahaan pada saat menjalankan operasionalnya dan menggambarkan pendapatan yang dimiliki perusahaan untuk membiayai investasi (Susilawati *dkk.*, 2012). Laba bersih yang diperoleh perusahaan dapat dibagikan kepada

para pemegang saham dalam bentuk dividen dan atau ditahan sebagai sumber dana internal perusahaan dalam membiayai sejumlah peluang investasi maupun kegiatan operasional perusahaannya.

Sudana (2009: 25) menyatakan profitabilitas merupakan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba dengan menggunakan sumber-sumber yang dimiliki perusahaan, seperti aset, modal, atau penjualan perusahaan. Perusahaan yang memiliki tingkat profitabilitas yang tinggi akan dapat menghasilkan dana bagi perusahaan yang lebih banyak sehingga dapat digunakan sebagai pendanaan sehingga akan berdampak pada berkurangnya tingkat penggunaan utang oleh perusahaan (Indahningrum dan Handayani, 2009).

Pertumbuhan Penjualan

Suhendro dan Indrawati (2006) mendefinisikan pertumbuhan penjualan adalah perubahan total penjualan perusahaan yang dihitung dari perubahan penjualan tahun tertentu terhadap tahun sebelumnya. Penjualan memiliki pengaruh yang strategis bagi perusahaan karena penjualan yang dilakukan harus didukung oleh aktiva dan keuangan yang dimiliki, dengan mengetahui penjualan dari tahun sebelumnya perusahaan dapat mengoptimalkan sumber daya yang ada. Perubahan dari penjualan ini akan membawa perubahan pada keuntungan perusahaan dan akhirnya mempengaruhi perubahan aset perusahaan. Tingkat pertumbuhan penjualan yang tinggi merupakan indikasi bahwa perusahaan akan memiliki banyak laba ditahan sehingga jumlah utang akan menurun karena perusahaan lebih memilih dana internal untuk operasional perusahaannya.

Kepemilikan Institusional

Moh'd *et al.*, (1994) menyatakan bahwa distribusi saham antara pemegang saham dari luar yaitu institusional investor dan *shareholders dispersion* dapat mengurangi *agency cost*. Karena kepemilikan mewakili suatu sumber kekuasaan (*source of power*) yang dapat digunakan untuk mendukung atau sebaliknya terhadap keberadaan manajemen. Adanya kepemilikan oleh investor institusional akan mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja manajemen.

Variabel kepemilikan institusional yaitu proporsi saham yang dimiliki institusional pada akhir tahun yang diukur dalam persentase (%). Variabel ini akan menggambarkan tingkat kepemilikan saham oleh institusional dalam perusahaan. Mayoritas saham dimiliki kepemilikan institusional dalam perusahaan *retail* ini. Tingkat kepemilikan institusional yang tinggi akan menimbulkan usaha pengawasan yang lebih besar oleh pihak investor institusional sehingga dapat menghalangi perilaku oportunistik manajer.

Risiko Bisnis

Mutamimah (2003) dalam (Haryanto 2012) menyatakan bahwa risiko bisnis adalah ketidakpastian dalam proyeksi perusahaan atas tingkat pengembalian atau laba di masa mendatang. Variabilitas pendapatan atau laba perusahaan akan berpengaruh terhadap tingkat penggunaan modal asing, karena dapat digunakan sebagai jaminan dalam memenuhi beban tetap yang harus ditanggung perusahaan yang berupa utang pokok dan bunga.

Profitabilitas dan Kebijakan Pendanaan

Setiap perusahaan bertujuan untuk meningkatkan nilai perusahaan agar dapat memaksimalkan harga sahamnya. Salah satu cara yang dapat dilakukan adalah meningkatkan profitabilitas perusahaan. Sesuai dengan *pecking order theory* jika perusahaan menghasilkan laba yang tinggi, perusahaan lebih memilih menggunakan dana internal untuk mendanai segala aktivitas maupun investasi perusahaan.

Brigham dan Houston (2006: 43) menyatakan bahwa perusahaan dengan tingkat pengembalian investasi yang sangat tinggi menggunakan utang yang relatif sedikit. Tingkat pengembalian investasi yang tinggi memungkinkan mereka melakukan sebagian besar pendanaan secara internal melalui laba ditahan. Semakin rendah kebijakan utang akan semakin tinggi profitabilitas yang akan didapat. Hasil ini menyatakan bahwa perusahaan yang memiliki tingkat profitabilitas yang tinggi akan dapat menghasilkan dana bagi perusahaan yang lebih banyak sehingga dapat digunakan sebagai pendanaan sehingga akan berdampak pada berkurangnya tingkat penggunaan utang oleh perusahaan (Indahningrum dan Handayani, 2009).

Pertumbuhan Penjualan dan Kebijakan Pendanaan

Setiap perusahaan menginginkan penjualan produknya tetap stabil dan terus tumbuh di masa yang akan datang. Karena dari hasil penjualan perusahaan akan mendapatkan dana atau hasil atas investasi yang telah dilakukan. Namun bagi perusahaan yang telah merencanakan investasi dengan berbagai implikasi yang harus dilakukan merasa cukup yakin dapat

mencapai target penjualan yang diharapkan. Apabila strategi telah berjalan dengan baik penjualan pun akan semakin meningkat (Haryanto, 2012).

Tingginya penjualan akan meningkatkan laba perusahaan, sehingga nilai perusahaan meningkat pula dan menunjang pertumbuhan perusahaan. Hal ini mendorong perusahaan dengan tingkat penjualan yang tinggi untuk lebih menggunakan dana internal. Tingginya penjualan ini juga menunjukkan prospek perusahaan yang bagus, sehingga sesuai dengan *pecking order theory* umumnya akan meminjam dana dalam jumlah yang sedikit.

Kepemilikan Institusional dan Kebijakan Pendanaan

Setiap perusahaan memiliki cara yang dipilih untuk mengelola perusahaannya. Manajer sebagai pengelola perusahaan dituntut untuk mampu meningkatkan nilai perusahaan semaksimal mungkin. Sebagai investor, para pemegang saham tidak dapat mengawasi semua keputusan dan aktivitas yang dilakukan oleh manajer dan ini merupakan suatu ancaman bagi mereka. Shleiver dan Vishny (1986) menyatakan bahwa adanya pemegang saham besar seperti kepemilikan institusional memiliki arti penting dalam memonitor manajemen dengan pengawasan yang lebih optimal.

Wahidahwati (2002) menunjukkan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap DER, hal ini dapat diartikan jika keberadaan mereka dapat memonitor perilaku manajer perusahaan secara efektif sehingga pihak manajemen akan bekerja untuk kepentingan pemegang saham. Penggunaan utang akan turun karena peranan utang sebagai salah satu alat monitoring sudah diambil alih oleh kepemilikan institusional,

dengan demikian mengurangi *agency cost of debt*.

Risiko Bisnis dan Kebijakan Pendanaan

Perusahaan dengan risiko bisnis besar harus menggunakan utang lebih kecil dibanding perusahaan dengan risiko bisnis rendah, karena semakin besar risiko bisnis yang dimiliki, akan mempersulit perusahaan dalam mengembalikan utangnya dengan adanya penggunaan utang yang besar.

Moh'd *et al.*, (1998) menemukan bahwa variabel risiko bisnis berhubungan negatif secara signifikan terhadap *leverage (debt)*. Temuan yang berbeda dilakukan oleh Gaud *et al.*, (2003) bahwa variabel risiko berhubungan positif secara signifikan terhadap *leverage* perusahaan. Haryanto (2012), menyatakan bahwa risiko bisnis tidak berpengaruh terhadap struktur pendanaan, hal ini menunjukkan bahwa manajemen perusahaan cenderung lebih menyukai dinamisnya perusahaan yang ditunjukkan oleh tingkat stabilitas dari perbandingan antara laba dengan total aktiva perusahaan sejalan dengan variabel lain yang menunjukkan tingkat stabilitas perusahaan juga tidak berpengaruh signifikan.

Hipotesis

- H₁: Terdapat pengaruh secara simultan antara profitabilitas, pertumbuhan penjualan, kepemilikan institusional dan risiko bisnis terhadap kebijakan pendanaan perusahaan *retail* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) tahun 2007-2012.
- H₂: Terdapat pengaruh secara parsial antara profitabilitas terhadap kebijakan

pendanaan perusahaan *retail* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) tahun 2007-2012.

- H₃: Terdapat pengaruh secara parsial pertumbuhan penjualan terhadap kebijakan pendanaan perusahaan *retail* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) tahun 2007-2012.
- H₄: Terdapat pengaruh secara parsial kepemilikan institusional terhadap kebijakan pendanaan perusahaan *retail* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) tahun 2007-2012.
- H₅: Terdapat pengaruh secara parsial kepemilikan institusional terhadap kebijakan pendanaan perusahaan *retail* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) tahun 2007-2012.

METODE

Penelitian ini termasuk dalam kategori penelitian konklusif. Analisis data yang digunakan pada penelitian ini menggunakan analisis data secara kuantitatif. Metode yang akan digunakan adalah analisis regresi linear berganda (*multiple regression*). Sumber data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder. data yang didapat berupa laporan keuangan perusahaan *retail* yang diterbitkan oleh Bursa Efek Indonesia (BEI).

Populasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah perusahaan *retail* yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI), dengan jumlah sebanyak 15 perusahaan. Teknik *sampling* pada penelitian ini adalah dengan menggunakan metode *purposive sampling* pada penelitian ini sampel yang memenuhi syarat adalah sebanyak 12

perusahaan dengan periode 2007-2012.

Variabel bebas dalam penelitian ini adalah sebagai berikut: (1) profitabilitas (x_1), (2) pertumbuhan penjualan (x_2), (3) kepemilikan institusional (x_3) dan (4) risiko bisnis (x_4).

Kebijakan pendanaan adalah keputusan yang berhubungan dengan penentuan sumber dana yang akan digunakan, penentuan perimbangan dana yang optimal dan perusahaan menggunakan sumber dana dari dalam perusahaan atau dari luar perusahaan. Menurut Weston and Coppeland (2010: 19); Gitman (2000: 488), kebijakan pendanaan dihitung dengan rumus :

$$\frac{\text{long term debt}}{\text{total asset}}$$

Profitabilitas yaitu tingkat keuntungan bersih yang mampu diperoleh perusahaan pada saat menjalankan operasionalnya dan menggambarkan pendapatan yang dimiliki perusahaan untuk membiayai investasi. Menurut Sudana (2009: 25), profitabilitas dihitung dengan rumus :

$$\frac{\text{earnings after tax}}{\text{total assets}}$$

Pertumbuhan penjualan adalah perubahan total penjualan perusahaan yang dihitung dari perubahan penjualan tahun tertentu terhadap tahun sebelumnya. Menurut (Indrawati dan Suhendro, 2006), pertumbuhan penjualan dihitung dengan rumus :

$$\frac{\text{Sales}_t - \text{Sales}_{t-1}}{\text{Sales}_{t-1}}$$

Kepemilikan institusional adalah variabel kepemilikan institusional yaitu proporsi saham yang dimiliki institusional pada akhir tahun yang diukur dalam persentase (%). Masdupi (2012) menyatakan kepemilikan institusional dihitung dengan rumus :

$$\frac{\text{jumlah saham yang dimiliki institusi}}{\text{jumlah saham beredar akhir tahun}}$$

Risiko bisnis adalah suatu ketidakpastian dalam proyeksi perusahaan atas tingkat pengembalian atau laba di masa mendatang. Menurut Brigham dan Gapenski (1995: 38) risiko bisnis dihitung dengan rumus :

Standar Deviasi (ROE)

Keterangan:

Standar Deviasi i,t =

$$\sqrt{\frac{\sum_{i=1}^n (ROE_i - \overline{ROE})^2}{n-1}}$$

$$ROE = \frac{EAT}{\text{Total Equity}}$$

$$\overline{ROE} = \text{Rata-rata ROE}$$

$$n = \text{Jumlah data}$$

Teknik analisis data yang digunakan pada penelitian ini adalah sebagai berikut: 1) pengukuran variabel-variabel yang akan diteliti berdasarkan proksinya masing-masing, 2) analisis regresi linear berganda, 3) uji asumsi klasik yang terdiri dari uji normalitas, uji multikolinieritas, uji autokorelasi, uji heteroskedastisitas, 4) uji koefisien determinasi, dan 5) uji hipotesis.

HASIL

Berdasarkan hasil penelitian dapat diketahui pada tabel 1 sebagai berikut di

Tabel 1. Hasil Analisis Regresi Berganda

Variabel Y	Variabel X	Nilai Sig.F	p-value t	Koefisien Determinasi
DER	PROFIT	0.044	0.016	0.126
	SALES		0.955	
	INST		0.163	
	RISK		0.249	

Sumber: Diolah penulis, 2014

Berdasarkan pada tabel 1 menunjukkan bahwa terdapat pengaruh secara simultan profitabilitas (PROFIT), pertumbuhan penjualan (SALES), kepemilikan institusional (INST) dan risiko bisnis (RISK) terhadap kebijakan pendanaan (DER). Secara parsial

profitabilitas (PROFIT) berpengaruh negatif terhadap kebijakan pendanaan sedangkan pertumbuhan penjualan (SALES), kepemilikan institusional (INST) dan risiko bisnis (RISK) tidak berpengaruh terhadap kebijakan pendanaan.

Berdasarkan pada tabel 1 menunjukkan bahwa nilai koefisien determinasi menggunakan *adjusted R²* sebesar 0,126 atau 12,6%. Hal ini menunjukkan bahwa 12,6% kebijakan pendanaan dipengaruhi oleh variabel profitabilitas, pertumbuhan penjualan, kepemilikan institusional dan risiko bisnis sedangkan sisanya sebesar 87,4% dijelaskan oleh variabel lain seperti ukuran perusahaan, *price earning ratio*, likuiditas, struktur aktiva, kebijakan dividen dan lainnya.

PEMBAHASAN

Pengaruh Profitabilitas terhadap Kebijakan Pendanaan

Berdasarkan hasil analisis data dapat disimpulkan bahwa profitabilitas berpengaruh secara negatif terhadap kebijakan pendanaan pada perusahaan *retail* yang terdaftar di BEI tahun 2007-2012.

Hal ini menunjukkan bahwa profitabilitas erat kaitannya dengan kebijakan pendanaan. Didukung dengan *pecking order theory* yang dikemukakan oleh Myers (1984) dalam (Hartono, 2003) yaitu perusahaan dengan tingkat profitabilitas yang tinggi justru memiliki tingkat utang rendah karena sumber dana internal berlimpah. Penelitian yang dilakukan Susilawati (2012), Gaud *et al.*, (2003) dan Moh'd *et al.*, (1998) menyatakan hasil yang sejalan dengan penelitian ini bahwa profitabilitas memiliki hubungan yang signifikan dengan *debt equity ratio*. Perusahaan dengan profitabilitas yang tinggi cenderung

menggunakan utang yang rendah meskipun bank bersedia untuk memberikan pinjaman jangka panjang bagi perusahaan yang terdaftar karena adanya kebijakan kredit dari pemerintah.

Perusahaan ingin mengembangkan perusahaan dengan potensi profitabilitas tinggi tapi menurunkan risiko utang dengan lebih memilih pendanaan modal sendiri daripada pendanaan utang karena tidak terikat pada pihak lain (kreditur maupun bank). Mempertahankan laba adalah sumber tercepat dan termudah secara keuangan bagi sebagian besar perusahaan dibandingkan dengan penerbitan saham baru. Hal ini dikarenakan biaya transaksi terkait dengan penerbitan saham cukup tinggi dan terdapat pembatasan bagi perusahaan untuk mengajukan penerbitan ekuitas baru. Karena mayoritas ekuitas baru dikeluarkan melalui bagian jatah, isu-isu baru biasanya dapat menyebabkan penurunan harga saham perusahaan. Oleh karena itu sesuai dengan *pecking order theory*, laba ditahan adalah metode utama yang disukai untuk meningkatkan modal tambahan.

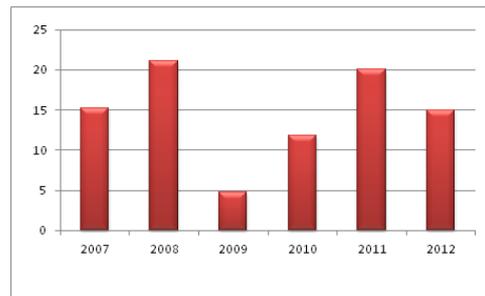
Namun setelah dilihat lagi mungkin ada alasan lain untuk hubungan signifikan ini selain berdasarkan *pecking order theory*, seperti untuk menghindari masalah kurangnya investasi. Laba yang diperoleh perusahaan bisa merupakan dana yang tersedia untuk melakukan investasi ataupun dibagi kepada para pemegang saham, namun apabila perusahaan menggunakan pendanaan utang dapat menimbulkan penafsiran bahwa perusahaan tersebut kurang berinvestasi sehingga profit yang dihasilkan kurang optimal.

Pengaruh Pertumbuhan Penjualan terhadap Kebijakan Pendanaan

Berdasarkan hasil analisis data dapat disimpulkan bahwa pertumbuhan penjualan tidak memiliki hubungan yang signifikan terhadap kebijakan pendanaan pada perusahaan *retail* periode 2007-2012.

Sebelumnya diasumsikan bahwa setiap perubahan yang terjadi pada pertumbuhan penjualan akan menyebabkan perubahan terhadap kebijakan pendanaan. Bahwa semakin tinggi pertumbuhan penjualan maka dana internal yang didapat akan lebih banyak sehingga perusahaan *retail* akan menurunkan jumlah utangnya. Namun yang terjadi pada perusahaan *retail* adalah pertumbuhan penjualan tidak memiliki pengaruh terhadap kebijakan pendanaan yang diambil perusahaan.

Hasil ini sejalan dengan penelitian Indrawati dan Suhendro (2006) yang menyatakan bahwa pertumbuhan penjualan tidak memiliki hubungan yang signifikan dengan struktur pendanaan. Hal ini kemungkinan disebabkan penjualan perusahaan *retail* mengalami pertumbuhan yang tidak terlalu tinggi pada tahun 2007, 2010, 2011 dan 2012 dimana pada ketiga tahun tersebut pertumbuhan penjualan tidak lebih dari 20%. Hanya pada tahun 2008 saja perusahaan *retail* mencapai titik pertumbuhan tertinggi dengan 21,1% dan pada tahun 2009 terjadi penurunan yang sangat drastis hanya sebesar 4,7% akibat dampak krisis ekonomi global yang terjadi pada akhir tahun 2008 (*Industry Update*, 2012):



Sumber: *Industry Update*, 2012 (data diolah peneliti)

Retail juga berbeda dari perusahaan-perusahaan industri dalam artian bahwa mereka tidak menghasilkan produk nyata. Mereka membeli barang dari produsen dalam jumlah besar untuk dijual kembali pada konsumen untuk mendapat keuntungan (www.valueline.com, 2014).

Kebijakan keuangan dianggap sebagai satu hal yang diterima apa adanya dan kemudian melihat hubungan diantara kebijakan keuangan dan kemampuan sebuah perusahaan untuk mendanai investasi-investasi baru sehingga pada akhirnya mengalami pertumbuhan. Disini ditekankan bahwa perusahaan akan berfokus pada pertumbuhan bukan karena pertumbuhan itu merupakan sasaran yang tepat; melainkan hanya karena, untuk tujuan perusahaan, pertumbuhan adalah sarana yang memudahkan untuk melihat interaksi yang terjadi diantara keputusan-keputusan pendanaan. Secara tidak langsung diasumsikan bahwa penggunaan pertumbuhan sebagai dasar untuk melakukan perencanaan hanyalah merupakan pencerminan dari sangat tingginya tingkat agregasi yang dipergunakan dalam proses perencanaan (Ross dkk., 2009: 145).

Pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap Kebijakan Pendanaan

Berdasarkan hasil analisis data dapat disimpulkan bahwa kepemilikan institusional tidak memiliki hubungan yang signifikan terhadap kebijakan pendanaan pada perusahaan *retail* yang terdaftar di BEI tahun 2007-2012.

Sebelumnya diasumsikan bahwa setiap perubahan yang terjadi pada kepemilikan institusional akan menyebabkan perubahan terhadap kebijakan pendanaan, bahwa kehadiran kepemilikan institusional tersebut dapat mengurangi penggunaan hutang perusahaan dalam rangka meminimalkan biaya keagenan. Semakin tinggi kepemilikan institusional, maka semakin kuat kontrol internal perusahaan guna mengurangi biaya keagenan. Kepemilikan saham yang terkonsentrasi oleh institusi akan lebih mengoptimalkan efektifitas pengawasan aktifitas manajemen karena besarnya dana yang ditanamkan (Wahidahwati, 2002). Namun yang terjadi pada perusahaan *retail* adalah kepemilikan institusional tidak memiliki pengaruh terhadap kebijakan pendanaan yang diambil perusahaan.

Menurut Myers (1984) dalam (Hartono, 2003) *pecking order theory* menyatakan bahwa manajer akan memilih tingkat pembelanjaan modal yang memaksimalkan kemakmuran pemegang saham saat ini, tanpa memperhatikan kepemilikan manajer tersebut atas saham perusahaan. *Pecking order theory* memprediksi bahwa pendanaan utang eksternal didasarkan pada defisit pendanaan internal. Model *pecking order theory* memfokuskan pada motivasi manajer korporasi, bukan prinsip-prinsip penilaian pasar modal. Oleh karena itu pengawasan yang dilakukan institusional sebagai upaya

mengontrol manajemen tidak memiliki pengaruh terhadap keputusan pendanaan yang diambil oleh manajer

Pecking order theory juga menjelaskan alasan perusahaan-perusahaan yang memiliki prospek bagus umumnya meminjam dana dalam jumlah yang sedikit. Hal tersebut bukan dikarenakan mereka mempunyai target *debt ratio* yang rendah melainkan karena mereka memerlukan pendanaan eksternal yang sedikit. Perusahaan yang kurang memiliki prospek bagus akan cenderung mempunyai utang yang lebih besar karena dana internal yang tidak cukup sehingga utang merupakan sumber eksternal yang disukai. Chairil dkk., (2013) menyatakan bahwa perkembangan *retail* modern di Indonesia yang signifikan sejalan dengan perilaku kelompok masyarakat berpenghasilan menengah-atas yang gemar berbelanja di *retail* modern. Ketahanan ekonomi Indonesia terhadap imbas krisis keuangan global tidak terlepas dari karakteristik ekonomi nasional yang ditopang oleh konsumsi domestik dan investasi. Hal ini yang membuat prospek perusahaan *retail* tetap cerah untuk terus berkembang di masa mendatang.

Pengaruh Risiko Bisnis terhadap Kebijakan Pendanaan

Risiko bisnis tidak memiliki hubungan yang signifikan terhadap kebijakan pendanaan pada perusahaan *retail* yang terdaftar di BEI tahun 2007-2012.

Hasil ini sejalan dengan penelitian Haryanto (2012) sebelumnya bahwa variabel risiko bisnis menunjukkan tidak adanya pengaruh terhadap struktur pendanaan, karena menurutnya manajemen perusahaan cenderung lebih menyukai dinamisnya perusahaan yang ditunjukkan oleh

tingkat stabilitas dari perbandingan antara laba dengan total aktiva perusahaan sejalan dengan variabel lain yang menunjukkan tingkat stabilitas perusahaan juga tidak berpengaruh signifikan.

Restrukturisasi dalam struktur pendanaan tidak mempengaruhi nilai perusahaan maupun ekspektasi laba operasi karena jumlah dan risiko laba perusahaan tidak berubah. Karena itu, pendanaan utang tidak mempengaruhi risiko operasi, atau juga risiko bisnis perusahaan. Pemegang saham bisa berharap menghasilkan lebih dari setengah laba operasi normal saat menaikkan jumlah utang namun mereka tidak menjadi lebih kaya karena risiko yang mereka tanggung juga lebih banyak (Brealey dkk, 2008: 9).

Risiko bisnis bermacam-macam untuk tiap perusahaan, tanpa memperhatikan lini bisnis mereka dan tidak dipengaruhi oleh struktur modal. Tingkat risiko bisnis harus diambil sebagaimana yang diberikan. Semakin tinggi risiko bisnis perusahaan, semakin harus berhati-hati pula perusahaan dalam menentukan struktur pendanaannya (Gitman and Madura, 2001: 508).

Untuk mengantisipasi risiko bisnis yang ada perusahaan telah melakukan hal-hal berikut, antara lain: (1) manajemen membentuk unit khusus yang menangani manajemen risiko yang langsung bertanggung jawab kepada direksi, (2) melakukan identifikasi dan analisis risiko secara menyeluruh, baik di induk maupun anak perusahaan, (3) menggunakan hasil analisis tersebut untuk audit berdasarkan risiko (*ACE Hardware Annual Report*, 2011).

Hasil analisis tersebut dapat memberikan informasi yang terbaik dan dibutuhkan jajaran direksi. Oleh karena itu dengan adanya langkah persiapan yang dilakukan dan aksi langsung yang diupayakan oleh perusahaan menjadikan alasan lain bahwa risiko bisnis ini tidak

berhubungan signifikan terhadap kebijakan pendanaan.

KESIMPULAN

Manajer, kreditur dan investor perusahaan *retail* di Indonesia memandang nilai *return on asset* (profitabilitas) berkaitan dengan peningkatan daya tarik pihak eksternal sehingga apabila kreditur semakin tertarik untuk menanamkan dananya dalam perusahaan, *debt equity ratio* dimungkinkan akan mengalami penurunan.

Meningkat atau menurunnya pertumbuhan penjualan tidak mampu meningkatkan atau menurunkan besarnya *debt equity ratio* pada perusahaan *retail* di Indonesia. Hal ini mungkin disebabkan pertumbuhan penjualan yang tidak terlalu tinggi selama periode penelitian.

Meningkat atau menurunnya kepemilikan institusional tidak mampu meningkatkan atau menurunkan *debt equity ratio*. Model *pecking order theory* memfokuskan pada motivasi manajer korporasi oleh karena itu pengawasan yang dilakukan institusional sebagai upaya mengontrol manajemen tidak memiliki pengaruh terhadap keputusan pendanaan yang diambil oleh manajer perusahaan *retail*.

Meningkat atau menurunnya risiko bisnis tidak mampu meningkatkan atau menurunkan besarnya *debt equity ratio*. Restrukturisasi dalam struktur pendanaan tidak mempengaruhi nilai perusahaan maupun ekspektasi laba operasi karena jumlah dan risiko laba perusahaan *retail* tidak berubah.

Peneliti selanjutnya diharapkan untuk menambah variabel penelitian, memperluas tahun pengamatan dan sampel perusahaan yang akan diteliti. Sehingga ditemukan hasil penelitian baru yang dapat dikembangkan lagi dengan hasil yang lebih baik. Manajemen perusahaan *retail* diharapkan dapat menentukan

kebijakan pendanaan yang terbaik agar dapat menciptakan efisiensi penggunaan dana yang ada dalam operasional perusahaan sehingga tercipta iklim bisnis yang diharapkan bagi semua pihak yang berkepentingan.

DAFTAR PUSTAKA

- ACE HARDWARE. *Annual Report 2011 (Online)*. www.idx.co.id
- Badan Kebijakan Fiskal, Pusat Kebijakan Ekonomi Makro. 2012. *Laporan Tim Kajian Profil Sektor Riil : Sektor Perdagangan, Hotel dan Restoran*. Jakarta: Kementerian Keuangan Republik Indonesia.
- Brealey, Richard A. dkk.,. *Dasar-dasar Manajemen Keuangan Perusahaan. Jilid 2*. 2008. Jakarta: Penerbit Erlangga.
- Brigham, Eugene dan Louis C. Gapenski. 1995. *Intermediate Financial Management. International Edition. 5th edition*. Florida: The Dryden Press, Harcourt Brace College Publishers.
- Brigham dan Houston. 2006. *Fundamentals of Financial Management*. Jakarta: Salemba Empat.
- Chairil, dkk.,. 2013. Prospek Perekonomian Indonesia Tahun 2013. *Ministry of State Secretariate of The Republic of Indonesia (Online)* www.setneg.go.id
- Chen, Jean J. 2004. Determinants of Capital Structure of Chinese-Listed Companies. *Journal of Business Research* 57: 1341-1351.
- Fadillah, Sari. 2011. Analisis Pengaruh Likuiditas, Profitabilitas dan Pertumbuhan Perusahaan. *Skripsi Tidak Diterbitkan*. Surabaya: UNESA.
- Gaud, Philippe dkk.,. 2003. The Capital Structure of Swiss Companies: An Empirical Analysis using Dynamic Panel Data. *The Fame Research Paper Series (Online)* 68: 1-28.
- Gitman, Lawrence J. 2000. *Principles of Managerial Finance. International Edition. 9th edition*. United States: Addison Wesley Publishing Company, San Diego State University.
- Gitman, Lawrence J. dan Jeff Madura. 2001. *Introduction to Finance. International Edition*. United States: Addison Wesley Longman, Inc.
- Hartono. 2003. Kebijakan Struktur Modal: Pengujian *Tradeoff Theory* dan *Pecking Order Theory* (Studi pada Perusahaan Manufaktur yang Tercatat di BEJ). *Jurnal Perspektif*. 8 (2): 249-257.
- Haryanto, Sugeng. 2010. Karakteristik Perusahaan dan Risiko Bisnis terhadap Struktur Modal pada Perusahaan Otomotif. *Jurnal Keuangan dan Perbankan* 16: 205-214.
- Husnan, Suad dan Enny Pudjiastuti. 2004. *Dasar-dasar Manajemen Keuangan*. Edisi Kelima. Yogyakarta: UPP STIM YKPN.
- Homaifar, Ghassem dkk.,. 1994. An Empirical Model of Capital Structure: Some New Evidence. *Journal of Business and Accounting* 21 (1): 1-14.
- Industry Update. 2011. Office of Chief Economist. *Published by PT. Bank Mandiri Persero* 12.
- Indahningrum, Rizka P. dan Ratih Handayani. 2009. Pengaruh Kepemilikan Institusional, Dividen, Pertumbuhan Perusahaan, *Free Cash Flow* dan Profitabilitas terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi (Online)* 11 (3).
- Kodrat, David S. dan Christian Herdinata. 2009. *Manajemen*

- Keuangan, Based on Empirical Research*. Yogyakarta: Graha Ilmu.
- Masdupi, Erni. 2012. Pengaruh *Insider Ownership*, Struktur Modal dan Pertumbuhan Perusahaan terhadap Kebijakan Dividen Perusahaan Syariah yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Economac (Online)* 12 (1): 9-14.
- Moh'd. Mahmoud A. dkk.,. 1998. The Impact of Ownership Structure On Corporate Debt Policy: a Time Series Cross-Sectional Analysis. *The Financial Review (Online)* 33: 85-98.
- Salawu, Rafiu O. dan Akinlolu A Agboola. 2008. The Determinants of Capital Structure of Large Non Financial Listed Firms in Nigeria. *The International Journals of Business and Finance Research (Online)* 2 (2).
- Shleifer, Andrei and Robert W Vishny. 1997. A Survey of Corporate Governance. *The Journal of Finance (Online)* LII (2): 737-783.
- Sudana, I Made. 2009. *Manajemen Keuangan Teori dan Praktik*. Surabaya: Airlangga University Press.
- Suhendro dan Titik Indrawati. 2006. Determinasi *Capital Structure* pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Jakarta Periode 2000-2004. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan Indonesia (Online)* 3, (1): 77-105.
- Susilawati, Christine D. K. dkk.,. 2012. Faktor-faktor yang Memengaruhi Kebijakan Utang Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Keuangan dan Perbankan* 16 (2): 178-187.
- Vera. dkk.,. 2005. Perbedaan Struktur Pendanaan Perusahaan Multinasional dan Perusahaan Domestik di Indonesia. *Jurnal* 12 (2): 196-215.
- Wahidahwati. 2002. Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Institusional pada Kebijakan Hutang Perusahaan : Sebuah Perspektif *Theory Agency*. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*. 5, 1: 1-16.
- www.valueline.com