

ANALISIS VARIABEL-VARIABEL YANG MEMENGARUHI KEBIJAKAN UTANG PERUSAHAAN

SUSANTI

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

E-mail: Su.santi90@yahoo.co.id

Abstract: Management company aims is to prosper the owner. The separation of management functions and ownership functions can lead a conflicts of interest between managers and shareholders. To resolve the conflict, needed mechanism of supervision, by using debt policy. Debt policy in this study is proxied by the debt to equity ratio (DER). The purpose of this research is to analyze the effect of insider ownership, institutional ownership, dividend policy, profitability, firm growth, firm size, asset structure, and tax on debt policy. This research used for 35 financial sector companies which listed in Indonesia Stock Exchange from 2007-2010. The result of research shows that profitability, firm growth, and tax have influence to debt policy. While insider ownership, institutional ownership, dividend policy, firm size, and asset structure have not influence to debt policy.

Keywords: debt policy, ownership structure, dividend policy, profitability, asset structure.

PENDAHULUAN

Tujuan utama perusahaan adalah meningkatkan nilai perusahaan melalui peningkatan kemakmuran pemegang saham. Para pemegang saham bisa memercayakan pengelolaan perusahaan kepada pihak manajemen. Pemegang saham menyediakan fasilitas dan dana untuk menjalankan perusahaan, sedangkan manajemen mempunyai kewajiban mengelola apa yang diamanahkan oleh para pemegang saham kepadanya. Untuk kepentingan tersebut, pemegang saham akan memperoleh hasil berupa pembagian laba, sedangkan manajemen memperoleh gaji, bonus, dan berbagai macam kompensasi lainnya (Lestari, 2001).

Adanya pemisahan fungsi pengelola dengan kepemilikan dapat menimbulkan konflik keagenan antara pemegang saham dengan manajer. Konflik tersebut terjadi karena adanya perbedaan kepentingan antara pemegang saham dengan manajer dalam

keputusan pendanaan. Pemegang saham menghendaki bertambahnya kekayaan dan kemakmurannya dengan memaksimumkan kompensasinya, sedangkan keputusan yang diambil manajer cenderung untuk melindungi dan memenuhi kepentingan mereka terlebih dahulu daripada memenuhi kepentingan pemilik seperti melakukan ekspansi untuk meningkatkan gaji.

Untuk meminimalkan konflik keagenan antara pemegang saham dengan manajer, maka dibutuhkan suatu mekanisme pengawasan yang dapat menyejajarkan kepentingan pihak-pihak terkait. Namun, adanya mekanisme pengawasan itu menyebabkan munculnya biaya yang disebut *agency cost*. Menurut Brigham, et al. (1996), *agency cost* adalah biaya yang meliputi semua biaya untuk *monitoring* tindakan manajer, mencegah tingkah laku manajer yang tidak dikehendaki, dan *opportunity cost* akibat pembatasan yang dilakukan pemegang saham terhadap tindakan manajer.

Ada beberapa alternatif yang dapat dilakukan untuk mengurangi *agency cost*, salah satunya adalah dengan kebijakan utang. Kebijakan utang adalah kebijakan yang diambil perusahaan untuk melakukan pembiayaan melalui utang. Dengan menggunakan utang, perusahaan harus melakukan pembayaran secara periodik terhadap bunga dan pinjaman pokoknya sehingga dapat mengurangi keinginan manajer untuk menggunakan *free cash flow* guna membiayai kegiatan-kegiatan yang tidak optimal (Yeniatie dan Destriana, 2010).

Salah satu alternatif yang dipakai untuk mengukur kebijakan utang adalah *debt to equity ratio* (DER), dimana rasio ini merupakan perbandingan antara total utang dengan total modal sendiri. Total utang terdiri atas utang jangka pendek dan utang jangka panjang, sedangkan total modal sendiri berasal dari total modal saham yang disetor dan laba yang ditahan yang dimiliki perusahaan (Rachmawardani, 2007).

Secara empiris, penelitian mengenai variabel-variabel yang memengaruhi kebijakan utang perusahaan telah sering dilakukan, namun beberapa penelitian menemukan hasil yang berbeda. Oleh karena itu, hasil yang berbeda tersebut menjadi landasan *research gap* pada penelitian ini. Penelitian yang dilakukan oleh Lestari (2001) menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan utang. Hasil penelitian tersebut didukung oleh Kurniati (2007) dan Soesetio (2008). Sedangkan Manan (2004), Indahningrum dan Handayani (2009), serta Larasati (2011) menyatakan bahwa kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap kebijakan utang.

Penelitian yang dilakukan oleh Soesetio (2008) menunjukkan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh

negatif signifikan terhadap kebijakan utang. Hasil penelitian tersebut konsisten dengan Joher, dkk (2006) dan Kurniati (2007). Namun bertentangan dengan penelitian Indahningrum dan Handayani (2009) serta Larasati (2011) yang menyatakan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan utang. Sedangkan Lestari (2001) dan Manan (2004) menyatakan bahwa kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap kebijakan utang.

Penelitian yang dilakukan oleh Kurniati (2007) menunjukkan bahwa kebijakan dividen berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan utang. Penelitian tersebut konsisten dengan Indahningrum dan Handayani (2009). Namun bertentangan dengan Lestari (2001) dan Larasati (2011) yang menyatakan bahwa kebijakan dividen berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan utang. Sedangkan Manan (2004), Soesetio (2008), serta Purba (2011) menyatakan bahwa kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap kebijakan utang.

Penelitian yang dilakukan oleh Indahningrum dan Handayani (2009) menunjukkan bahwa profitabilitas berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan utang. Penelitian tersebut didukung oleh Nugroho (2006), Shah (2007), Soesetio (2008), Tirsono (2008) dan Purba (2011). Namun penelitian yang dilakukan oleh Rachmawardani (2007) menyatakan bahwa profitabilitas berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan utang. Sedangkan Lestari (2001) dan Kurniati (2007) menyatakan bahwa profitabilitas tidak berpengaruh terhadap kebijakan utang.

Penelitian yang dilakukan oleh Lestari (2001) menunjukkan bahwa pertumbuhan perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan utang. Penelitian

tersebut konsisten dengan Manan (2004) dan Nugroho (2006). Berbeda dengan Shah (2007) yang menyatakan bahwa pertumbuhan perusahaan berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan utang. Sedangkan Indahningrum dan Handayani (2009) serta Rachmawardani (2007) menyatakan bahwa pertumbuhan perusahaan tidak berpengaruh terhadap kebijakan utang.

Penelitian yang dilakukan oleh Lestari (2001) menunjukkan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan utang. Penelitian tersebut didukung oleh Manan (2004). Berbeda dengan Shah (2007) yang menyatakan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan utang. Sedangkan Soesetio (2008) dan Purba (2011) menyatakan bahwa ukuran perusahaan tidak berpengaruh terhadap kebijakan utang.

Penelitian yang dilakukan oleh Lestari (2001) menunjukkan bahwa struktur aktiva berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan utang. Penelitian tersebut konsisten dengan Shah (2007). Namun penelitian yang dilakukan oleh Manan (2004), Kurniati (2007) dan Soesetio (2008) menyatakan bahwa struktur aktiva berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan utang. Sedangkan Nugroho (2006) menyatakan bahwa struktur aktiva tidak berpengaruh terhadap kebijakan utang.

Penelitian yang dilakukan oleh Lestari (2001) menunjukkan bahwa pajak berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan utang. Sedangkan Tirsono (2008) menunjukkan bahwa pajak tidak berpengaruh terhadap kebijakan utang.

Tujuan penelitian ini adalah untuk menganalisis pengaruh kepemilikan manajerial, kepemilikan

institusional, kebijakan dividen, profitabilitas, pertumbuhan perusahaan, ukuran perusahaan, struktur aktiva, dan pajak terhadap kebijakan utang pada perusahaan sektor keuangan yang *listing* di Bursa Efek Indonesia tahun 2007-2010.

KAJIAN PUSTAKA

Agency Theory

Teori keagenan ditemukan oleh Jensen dan Meckling (1976) membahas hubungan antara *principal* dan *agent* untuk melaksanakan pekerjaan. Adanya perbedaan kepentingan antara pemegang saham dengan manajer dalam keputusan pendanaan menimbulkan suatu konflik yang dikenal dengan konflik keagenan (*agency conflict*). Untuk meminimalkan konflik keagenan antara manajer dan pemegang saham, maka dibutuhkan suatu mekanisme pengawasan yang dapat menyejajarkan kepentingan pihak-pihak terkait.

Mekanisme pengawasan dapat dilakukan melalui cara-cara seperti: pengikatan agen, pemeriksaan laporan keuangan, dan pembatasan terhadap keputusan yang dapat diambil manajemen. Kreditur mengawasi perilaku manajemen dan pemegang saham dengan memberlakukan perlindungan dalam perjanjian antara peminjam dan pemberi pinjaman (Horne dan Wachowicz, 1995:482). Namun, adanya mekanisme pengawasan itu menyebabkan munculnya biaya yang disebut *agency cost*. Menurut Brigham, et al. (1996), *agency cost* adalah biaya yang meliputi semua biaya untuk *monitoring* tindakan manajer, mencegah tingkah laku manajer yang tidak dikehendaki, dan *opportunity cost* akibat pembatasan yang dilakukan pemegang saham terhadap tindakan manajer. Ada beberapa alternatif untuk mengurangi *agency*

cost, yaitu: pertama, dengan cara meningkatkan kepemilikan saham perusahaan oleh manajemen. Kedua, meningkatkan kepemilikan saham oleh pihak institusional. Ketiga, dengan meningkatkan *dividen payout ratio*, dan keempat, dengan meningkatkan pendanaan dengan utang (Indahningrum dan Handayani, 2009).

Kebijakan Utang

Kebijakan utang merupakan kebijakan pendanaan perusahaan yang bersumber dari eksternal. Menurut Indahningrum dan Handayani (2009) menyatakan bahwa dengan menggunakan utang, maka perusahaan harus melakukan pembayaran periodik atas bunga dan pinjaman pokoknya. Hal ini bisa mengurangi keinginan manajer untuk menggunakan *free cash flow* guna membiayai kegiatan-kegiatan yang tidak optimal.

Rasio total utang adalah rasio yang mengukur persentase dana yang disediakan oleh kreditur. Kreditur lebih menyukai rasio total utang yang rendah karena semakin rendah rasio ini, maka semakin besar perlindungan terhadap kerugian kreditur dalam peristiwa likuidasi (Astuti, 2004:35). Kebijakan utang diukur dengan *debt to equity ratio* (DER), dimana rasio ini mencerminkan besarnya proporsi antara total *debt* (total utang) dan total *shareholder's equity* (total modal sendiri). Total *debt* merupakan total *liabilities* (baik utang jangka pendek maupun utang jangka panjang), sedangkan total *shareholders' equity* merupakan total modal sendiri (total modal saham yang disetor dan laba yang ditahan) yang dimiliki perusahaan (Rachmawardani, 2007). Kebijakan utang dirumuskan sebagai berikut:

$$\text{DER (Debt to Equity Ratio)} = \frac{\text{Total Utang}}{\text{Total Modal Sendiri}} \times 100\%$$

Kepemilikan Manajerial

Kepemilikan manajerial adalah jumlah kepemilikan saham oleh pihak manajemen dari seluruh modal saham perusahaan yang dikelola (Indahningrum dan Handayani, 2009). Kepemilikan manajerial terdiri dari direktur, manajer, dan manajemen tim anggota lain yang memegang saham perusahaan langsung (Joher, dkk, 2006). Kepemilikan manajerial menunjukkan adanya peran ganda seorang manajer, yakni manajer bertindak juga sebagai pemegang saham. Sebagai seorang manajer sekaligus pemegang saham tidak ingin perusahaan dalam keadaan kesulitan keuangan bahkan mengalami kebangkrutan. Keadaan ini akan merugikan baik sebagai manajer atau sebagai pemegang saham. Sebagai manajer akan kehilangan insentif dan sebagai pemegang saham akan kehilangan *return* ataupun dana yang diinvestasikannya (Pithaloka, 2009). Kepemilikan manajerial dirumuskan sebagai berikut:

$$\text{Kepemilikan Manajerial} = \frac{\text{Jumlah saham manajemen}}{\text{Total saham beredar}} \times 100\%$$

Kepemilikan Institusional

Kepemilikan institusional adalah kepemilikan saham perusahaan yang dimiliki oleh investor institusional, seperti perusahaan investasi, bank, perusahaan asuransi, institusi luar negeri, dana perwalian serta institusi lainnya (Juniarti dan Sentosa, 2009). *Blockholder* juga termasuk dalam kepemilikan oleh institusi lain. *Blockholder* adalah kepemilikan saham oleh perseorangan dengan nilai di atas 5% dan perseorangan tersebut tidak masuk di jajaran manajemen. Institusi biasanya dapat menguasai mayoritas saham karena mereka memiliki sumber daya yang lebih besar bila dibandingkan dengan pemegang saham lainnya (Soesetio,

2008). Dengan adanya konsentrasi kepemilikan, maka pemegang saham besar seperti investor institusional akan dapat memonitor tim manajer dengan lebih efektif sehingga akan membatasi perilaku oportunistik yang mungkin diambil oleh manajer. Adanya kepemilikan saham institusional akan mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal. Mekanisme *monitoring* ini akan meningkatkan kemakmuran pemegang saham (Yeniatie dan Destriana, 2010). Kepemilikan institusional dirumuskan sebagai berikut:

$$\text{Kepemilikan Institusional} = \frac{\text{Jumlah saham institusional}}{\text{Total saham beredar}} \times 100\%$$

Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen menyangkut keputusan untuk membagikan laba atau menahannya guna diinvestasikan kembali di dalam perusahaan. Kebijakan dividen yang optimal pada suatu perusahaan adalah kebijakan yang menciptakan keseimbangan di antara dividen saat ini dan pertumbuhan di masa mendatang sehingga memaksimalkan harga saham (Astuti, 2004: 145). Apabila perusahaan memilih untuk membagikan laba sebagai dividen, maka akan mengurangi laba yang ditahan dan selanjutnya mengurangi total sumber dana *intern*. Sebaliknya, jika perusahaan memilih untuk menahan laba yang diperoleh, maka kemampuan pembentukan dana *intern* akan semakin besar (Wulandari, 2011).

Kebijakan dividen dirumuskan sebagai berikut:

$$\text{DPR} = \frac{\text{Dividen per lembar saham}}{\text{Laba per lembar saham}} \times 100\%$$

Profitabilitas

Profitabilitas merupakan ukuran mengenai kemampuan perusahaan dalam menghasilkan

laba (Sudana, 2009:24). Profitabilitas menunjukkan kemampuan dari modal yang diinvestasikan dalam keseluruhan aktiva untuk menghasilkan keuntungan bagi investor (Lestari, 2001). Profitabilitas adalah kemampuan perusahaan menghasilkan keuntungan yang ditunjukkan dengan persamaan rasio ROA (*return on asset*) yaitu perbandingan antara *earnings after tax* (laba setelah pajak) dengan total aktiva yang digunakan pada periode tertentu. Rasio ini menggambarkan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan keuntungan dari setiap satu rupiah aktiva yang digunakan. Dengan mengetahui rasio ini dapat diketahui apakah perusahaan efisien dalam memanfaatkan aktivitya dalam kegiatan operasional perusahaan (Tirsono, 2008).

Profitabilitas dirumuskan sebagai berikut:

$$\text{Profitabilitas (ROA)} = \frac{\text{EAT}}{\text{Total Aktiva}} \times 100\%$$

Pertumbuhan Perusahaan

Pertumbuhan perusahaan merupakan faktor yang ikut menentukan struktur modal perusahaan. Suatu perusahaan yang berada dalam sektor yang mempunyai laju pertumbuhan yang tinggi, harus menyediakan modal yang cukup untuk dapat membelanjai pertumbuhannya. Makin cepat tingkat atau laju pertumbuhan suatu perusahaan makin besar kebutuhannya untuk membelanjai pertumbuhan perusahaan yang bersangkutan (Lestari, 2001). Salah satu tolok ukur yang menunjukkan pertumbuhan perusahaan adalah jumlah aktiva dari perusahaan tersebut. Alasan menggunakan total aktiva karena perusahaan yang memiliki total aktiva besar menunjukkan bahwa perusahaan tersebut telah mencapai tahap kedewasaan dimana dalam tahap ini aktiva perusahaan sudah bertambah

dan dianggap memiliki prospek yang baik dalam jangka waktu yang relatif lama (Sofyaningsih, 2011). Tingkat pertumbuhan dapat diukur dengan menggunakan tingkat pertumbuhan total aktiva yaitu dengan menggunakan prosentase perubahan dalam total aktiva pada aktiva akhir tahun dibagi dengan aktiva awal tahun (Lestari, 2001).

Pertumbuhan perusahaan dirumuskan sebagai berikut:

$$\text{Pertumbuhan Perusahaan} = \frac{\text{Total Aktiva}_t - \text{Total Aktiva}_{t-1}}{\text{Total Aktiva}_{t-1}}$$

Ukuran Perusahaan

Ukuran perusahaan berhubungan dengan fleksibilitas dan kemampuan untuk mendapatkan dana dan memperoleh laba dengan melihat pertumbuhan penjualan perusahaan (Purba, 2011). Alasan menggunakan penjualan untuk menghitung ukuran perusahaan karena tingkat penjualan yang tinggi dapat dilihat sebagai sinyal akan kesuksesan untuk memperoleh tingkat profitabilitas yang tinggi di masa yang akan datang. Tingginya tingkat penjualan akan meningkatkan laba perusahaan sehingga akan meningkatkan nilai perusahaan (Wulandari, 2011). Dengan demikian para investor lebih percaya untuk menginvestasikan dananya kepada perusahaan yang memiliki tingkat penjualan yang tinggi dikarenakan dengan penjualan yang tinggi, maka diharapkan perusahaan tersebut akan semakin berkembang sehingga perusahaan tersebut memiliki jaminan untuk melunasi pinjamannya kepada pihak investor.

Ukuran perusahaan dirumuskan sebagai berikut:

$$\text{Ukuran Perusahaan} = \text{natural log of sales}$$

Struktur Aktiva

Struktur aktiva berhubungan dengan kekayaan perusahaan yang

dijadikan jaminan yang lebih fleksibel (Yeniatie dan Destriana, 2010). Alasan menggunakan aktiva tetap untuk menghitung struktur aktiva karena salah satu persyaratan mengajukan pinjaman adalah adanya aktiva tetap berwujud yang dapat dijamin sehingga semakin besar nilai aktiva tetap berwujud yang dimiliki ada kecenderungan semakin besar pinjaman yang dapat diperoleh (Soesetio, 2008). Komposisi struktur aktiva perusahaan memengaruhi sumber pembiayaan. Seorang investor akan lebih mudah memberikan pinjaman bila disertai dengan jaminan yang ada. Di sisi lain, jika perusahaan menggunakan utang yang disertai dengan jaminan maka akan mengurangi risiko kebangkrutan perusahaan (Namiko, 2005).

Struktur Aktiva dirumuskan sebagai berikut:

$$\text{Struktur Aktiva} = \frac{\text{Aktiva Tetap}}{\text{Total Aktiva}}$$

Pajak

Pajak merupakan salah satu kewajiban perusahaan kepada pemerintah yang dapat dipaksakan dengan undang-undang dan merupakan pengorbanan sumber daya ekonomis yang tidak memberikan imbalan (kontraprestasi) secara langsung bagi perusahaan. Perusahaan dengan tarif pajak yang tinggi memiliki insentif lebih banyak untuk mengajukan utang karena dapat mengambil keuntungan dari pengurangan bunga. Semakin tinggi tarif pajak akan semakin besar keuntungan yang diperoleh perusahaan dari penggunaan utang tersebut (Tirsono, 2008).

Pajak dirumuskan sebagai berikut:

$$\text{Pajak} = \frac{\text{Earning Before Tax} - \text{Earning After Tax}}{\text{Earning Before Tax}}$$

Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Kebijakan Dividen, Profitabilitas, Pertumbuhan Perusahaan, Ukuran Perusahaan, Struktur Aktiva, Pajak, dan Kebijakan Utang

Penelitian-penelitian terdahulu telah meneliti hubungan langsung maupun tidak langsung dari kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, kebijakan dividen, profitabilitas, pertumbuhan perusahaan, ukuran perusahaan, struktur aktiva, dan pajak terhadap kebijakan utang. Hal menarik timbul ketika beberapa penelitian menemukan hasil yang berbeda, inilah yang menjadi landasan *research gap* pada penelitian ini.

Jika struktur kepemilikan saham oleh manajemen tinggi, maka manajer akan menjadi *risk averter*. Dalam konteks ini, dengan meningkatkan kepemilikan manajerial, akan menyebabkan manajer 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 (Lestari, 2001).

Hasil penelitian tersebut konsisten dengan penelitian Kurniati (2007) dan Soesetio (2008) yang menyatakan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan utang. Semakin besar prosentase kepemilikan manajerial dalam suatu perusahaan, maka manajer tersebut akan merasakan langsung dampak dari pengambilan keputusan yang dibuatnya sebagai salah satu pemegang saham perusahaan. Manan (2004), Indahningrum dan Handayani (2009) serta Larasati (2011) menyatakan bahwa kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap kebijakan utang. Hal itu disebabkan karena

masih rendahnya kepemilikan saham oleh manajer dibandingkan dengan kelompok lainnya dalam perusahaan sehingga manajer tidak dapat mengambil keputusan berdasarkan atas keinginannya sendiri.

Semakin tinggi kepemilikan institusional perusahaan, maka keberadaan investor institusional untuk memonitor perilaku manajemen akan semakin efektif sehingga utang yang digunakan untuk mendanai perusahaan juga akan semakin kecil. Adanya *monitoring* yang efektif oleh investor institusional seperti bank dan asuransi menyebabkan penggunaan utang menurun karena peranan utang sebagai salah satu alat *monitoring agency cost* sudah diambil alih oleh investor institusional (Soesetio, 2008).

Hasil penelitian tersebut konsisten dengan penelitian Kurniati (2007). Indahningrum dan Handayani (2009) serta Larasati (2011) menyebutkan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap kebijakan utang perusahaan. Hal ini disebabkan karena rata-rata emiten di Indonesia lebih dari 55% sahamnya dimiliki oleh suatu institusi, artinya perusahaan *go public* di Indonesia dikendalikan melalui institusi/badan hukum (PT) berbentuk *holding company*.

Jika perusahaan meningkatkan pembayaran dividennya, maka dana yang tersedia untuk pendanaan (laba ditahan) akan semakin kecil. Untuk memenuhi kebutuhan dana perusahaan, manajer cenderung untuk menggunakan utang lebih banyak (Indahningrum dan Handayani, 2009). Penelitian tersebut konsisten dengan penelitian Kurniati (2007). Lestari (2001) dan Larasati (2011) menyatakan bahwa kebijakan dividen berpengaruh negatif terhadap kebijakan utang. Perusahaan yang memiliki *dividend payout ratio* yang tinggi lebih menyukai pendanaan dengan modal sendiri karena

pembayaran dividen akan meningkatkan kewajiban perusahaan dan pembayaran dividen umumnya dilakukan setelah perusahaan melakukan pembayaran terhadap bunga dan cicilan utang perusahaan.

Perusahaan yang mempunyai keuntungan yang besar akan menggunakan utang lebih kecil karena perusahaan mampu menyediakan dana yang cukup melalui *retained earnings* (Soesetio, 2008). Hal ini juga berkaitan dengan *pecking order theory*, yang menyatakan bahwa dalam pemenuhan sumber dana, perusahaan biasanya cenderung menggunakan dahulu dana dari internal karena risikonya lebih kecil dan mengurangi ketergantungan kepada pihak luar. Akan tetapi seiring berjalannya waktu dan meningkatnya perkembangan perusahaan serta sumber dana internal yang menipis, maka perusahaan akan menggunakan utang.

Penelitian tersebut konsisten dengan Nugroho (2006), Shah (2007), Tirsono (2008), serta Purba (2011). Rachmawardani (2007) menyatakan bahwa profitabilitas berpengaruh positif terhadap kebijakan utang. Pengaruh positif profitabilitas terhadap struktur modal dapat terjadi apabila perusahaan melakukan ekspansi yang membutuhkan banyak dana untuk mendorong peningkatan laba di masa yang akan datang. Semakin tinggi profitabilitas, maka akan semakin besar laba yang ditahan tetapi akan diimbangi dengan utang yang lebih tinggi karena prospek perusahaan dianggap sangat bagus.

Perusahaan yang sedang tumbuh akan membutuhkan banyak dana. Salah satu cara untuk memenuhi dana tersebut adalah melalui utang. Oleh karena itu, perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi, cenderung lebih banyak menggunakan utang (Lestari, 2001). Penelitian tersebut

konsisten dengan Manan (2004) dan Nugroho (2006). Shah (2007) menyatakan bahwa pertumbuhan perusahaan 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, maka manajer tidak akan melakukan investasi yang optimal (*underinvestment*) karena para kreditur akan memperoleh klaim pertama kali terhadap aliran kas dari proyek investasi tersebut.

Perusahaan besar memiliki keuntungan lebih dikenal oleh publik, sehingga dapat mengakses pasar modal. Karena kemudahan tersebut, maka perusahaan memiliki fleksibilitas dan kemampuan untuk mendapatkan dana sehingga perusahaan cenderung untuk meningkatkan utangnya atas ekspansi perusahaan (Lestari, 2001). Penelitian tersebut konsisten dengan penelitian Manan (2004). Shah (2007) serta Soesetio (2008) menyatakan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh negatif terhadap kebijakan utang. Hal itu berarti bahwa perusahaan besar cenderung mandiri dalam dana atau tidak tergantung pada utang. Selain itu, perusahaan besar memiliki struktur keuangan yang rumit sehingga lebih sering terjadi masalah asimetris informasi, hal ini mengakibatkan penggunaan utang berkurang.

Perusahaan yang aktivitya sesuai untuk dijadikan jaminan kredit akan lebih banyak menggunakan utang karena investor akan selalu memberikan pinjaman apabila mempunyai jaminan. Struktur aktiva perusahaan memiliki pengaruh positif terhadap kebijakan utang perusahaan terutama bagi perusahaan yang memiliki aktiva tetap dalam jumlah yang besar. Aktiva tetap tersebut dapat dijadikan

jaminan oleh manajer kepada kreditur sehingga manajer dapat memperoleh pinjaman dengan mudah (Lestari, 2001). Penelitian tersebut konsisten dengan Shah (2007). Manan (2004), Kurniati (2007) dan Soesetio (2008) menyatakan bahwa struktur aktiva mempunyai pengaruh yang negatif terhadap kebijakan utang perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan akan cenderung untuk menggunakan utang yang lebih besar jika perusahaan tersebut tidak memiliki struktur aktiva yang fleksibel atau lebih bersifat lancar.

Keuntungan penggunaan utang didalam suatu perusahaan adalah pajak. Hal ini dikarenakan beban bunga atas utang yang dibayarkan perusahaan berfungsi sebagai pengurang pajak. Semakin tinggi beban pajak yang ditanggung oleh perusahaan, maka semakin besar keuntungan yang diperoleh dari penggunaan utang sehingga perusahaan dengan beban pajak yang tinggi akan cenderung menggunakan utang yang lebih besar sebagai penghemat pajak (Lestari, 2001). Tirsono (2008) menunjukkan bahwa pajak tidak berpengaruh terhadap kebijakan utang. Variabel pajak pada penelitian tersebut menggunakan *non debt tax shield* sehingga depresiasi tidak memengaruhi utang, yang artinya bahwa utang tersebut tidak digunakan untuk mendanai investasi dalam bentuk aktiva tetap, akan tetapi utang tersebut digunakan oleh perusahaan untuk mendanai operasional perusahaan sebagai modal kerja.

Berdasarkan rumusan masalah dan landasan teori yang dikemukakan sebelumnya, maka peneliti mengajukan hipotesis, sebagai berikut:

H₁: Kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap kebijakan utang

H₂: Kepemilikan institusional berpengaruh terhadap kebijakan utang

H₃: Kebijakan dividen berpengaruh terhadap kebijakan utang

H₄: Profitabilitas berpengaruh terhadap kebijakan utang

H₅: Pertumbuhan perusahaan berpengaruh terhadap kebijakan utang

H₆: Ukuran perusahaan berpengaruh terhadap kebijakan utang

H₇: Struktur aktiva berpengaruh terhadap kebijakan utang

H₈: Pajak berpengaruh terhadap kebijakan utang

METODE

Jenis/pendekatan yang digunakan dalam penelitian ini adalah penelitian kausalitas. Jenis data yang digunakan adalah data kuantitatif. Penelitian ini bertujuan untuk menguji apakah variabel kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, kebijakan dividen, profitabilitas, pertumbuhan perusahaan, ukuran perusahaan, struktur aktiva, dan pajak berpengaruh terhadap kebijakan utang.

Populasi pada penelitian ini yaitu perusahaan sektor keuangan yang *listing* di Bursa Efek Indonesia tahun 2007-2010. Dalam penelitian ini, pemilihan sampel menggunakan metode *purposive sampling*. Berikut ini adalah kriteria pengambilan sampel yang dapat diambil dari jumlah populasi adalah:

Tabel 1 Kriteria Pemilihan Sampel

Keterangan	Jumlah
Jumlah populasi	53
Perusahaan yang tidak memublikasikan laporan keuangan tahun 2007-2010	(6)
Perusahaan yang tidak memiliki proporsi kepemilikan saham oleh pihak institusional tahun 2007-2010	(0)
Perusahaan yang tidak membagikan dividen tahun 2007-2010	(8)
Perusahaan yang tidak memiliki proporsi kepemilikan saham oleh pihak manajerial tahun 2007-2010	(4)
Jumlah perusahaan yang dijadikan sampel	35
Jumlah data penelitian selama tahun 2007-2010	140

Variabel dalam penelitian ini dapat dikelompokkan menjadi dua, yaitu variabel dependen dan variabel independen. Variabel dependen (Y) dalam penelitian ini adalah kebijakan utang, yang diukur dengan *debt to equity ratio* (DER), dimana rasio ini mencerminkan besarnya proporsi antara total *debt* (total utang) dan total *shareholder's equity* (total modal sendiri). Kebijakan utang dirumuskan sebagai berikut:

$$DER (Debt to Equity Ratio) = \frac{\text{Total Utang}}{\text{Total Modal Sendiri}} \times 100\%$$

Variabel independen (X) dalam penelitian ini, antara lain: kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, kebijakan dividen, profitabilitas, pertumbuhan perusahaan, ukuran perusahaan, struktur aktiva, dan pajak.

Kepemilikan manajerial merupakan kepemilikan saham yang dimiliki oleh komisaris, direktur, manajer, dan manajemen tim lain yang memegang saham perusahaan langsung (Joher, dkk, 2006).

Kepemilikan manajerial dirumuskan sebagai berikut:

$$\text{Kepemilikan Manajerial} = \frac{\text{Jumlah saham manajemen}}{\text{Total saham beredar}} \times 100\%$$

Kepemilikan institusional adalah kepemilikan saham perusahaan yang dimiliki oleh investor institusional, seperti perusahaan investasi, bank, perusahaan asuransi, institusi luar negeri, dana perwalian serta institusi lainnya, *blockholder* juga termasuk kepemilikan institusional (Juniarti dan Sentosa, 2009). Kepemilikan institusional dirumuskan sebagai berikut:

$$\text{Kepemilikan Institusional} = \frac{\text{Jumlah saham institusional}}{\text{Total saham beredar}} \times 100\%$$

Kebijakan dividen merupakan suatu keputusan untuk menentukan berapa besar bagian dari pendapatan perusahaan yang dibagikan, diinvestasikan kembali/ditahan dalam perusahaan (Larasati, 2011). Kebijakan dividen dirumuskan sebagai berikut:

$$DPR = \frac{\text{Dividen per lembar saham}}{\text{Laba per lembar saham}} \times 100\%$$

Profitabilitas adalah kemampuan perusahaan menghasilkan keuntungan yang ditunjukkan dengan rasio ROA (*return on asset*) yaitu perbandingan antara *earnings after tax* (laba setelah pajak) dengan total aktiva yang digunakan pada periode tertentu (Tirsono, 2008). Profitabilitas dirumuskan sebagai berikut:

$$\text{Profitabilitas (ROA)} = \frac{\text{EAT}}{\text{Total Aktiva}}$$

Makin cepat tingkat atau laju pertumbuhan suatu perusahaan makin besar kebutuhannya untuk membelanjai pertumbuhan perusahaan yang bersangkutan (Lestari, 2001). Pertumbuhan perusahaan dirumuskan sebagai berikut:

$$\text{Pertumbuhan Perusahaan} = \frac{\text{Total Aktiva}_t - \text{Total Aktiva}_{t-1}}{\text{Total Aktiva}_{t-1}}$$

Ukuran perusahaan berhubungan dengan fleksibilitas dan kemampuan untuk mendapatkan dana dan memperoleh laba dengan melihat pertumbuhan penjualan perusahaan (Purba, 2011). Tingginya tingkat penjualan akan meningkatkan laba perusahaan sehingga akan meningkatkan nilai perusahaan (Wulandari, 2011). Ukuran perusahaan dirumuskan sebagai berikut:

$$\text{Ukuran Perusahaan} = \text{natural log of sales}$$

Salah satu persyaratan mengajukan pinjaman adalah adanya aktiva tetap berwujud yang dapat dijadikan jaminan sehingga semakin besar nilai aktiva tetap berwujud yang dimiliki ada kecenderungan semakin besar pinjaman yang dapat diperoleh (Soesetio, 2008).

Struktur aktiva dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$\text{Struktur Aktiva} = \frac{\text{Aktiva Tetap}}{\text{Total Aktiva}}$$

Dengan adanya pajak, penggunaan utang akan meningkatkan nilai perusahaan karena adanya pengurangan pajak akibat pembayaran bunga utang (Lestari, 2001). Pajak dirumuskan sebagai berikut:

$$\text{Pajak} = \frac{\text{Earning Before Tax} - \text{Earning After Tax}}{\text{Earning Before Tax}}$$

Teknik pengumpulan data yang digunakan dalam penelitian ini adalah dokumentasi. Metode dokumentasi dilakukan dengan mengadakan penelitian untuk mendapatkan data-data laporan keuangan yang dipakai sebagai dasar pertimbangan dan pengolahan data dalam analisis.

Teknik analisis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah dengan menggunakan regresi linear berganda, sedangkan untuk pengolahan datanya menggunakan komputer dengan software SPSS (*Statistical Program for Social Science*) versi 18.

HASIL

Hasil analisis statistik deskriptif sampel penelitian menunjukkan jumlah sampel perusahaan yang digunakan dalam penelitian, nilai minimum, nilai maksimum, nilai *mean* (rata-rata), dan nilai standar deviasi dari masing-masing variabel. Untuk lebih jelasnya, dapat dilihat pada tabel 2 berikut ini:

Tabel 2 Analisis Statistik Deskriptif

Var	N	Min	Max	Mean	Std
DER	140	0,13	16,53	3,91	4,07
KM	140	0,00	0,58	0,14	0,17
KI	140	0,06	0,99	0,81	0,23
DPR	140	0,00	1,33	0,24	0,24
ROA	140	0,03	1,74	0,06	0,15
GROW	140	-0,78	2,39	0,24	0,41
SIZE	140	0,06	6,84	4,05	1,99
AKT	140	0,01	0,80	0,06	0,12
TAX	140	0,06	1,73	0,26	0,21

Hasil uji t untuk melihat pengaruh dari masing-masing variabel independen terhadap variabel dependen dapat dilihat pada tabel berikut ini:

Tabel 3 Hasil Pengujian Hipotesis

Variabel	B	Sig.	Kesimpulan
KM	-0,184	0,167	Tidak Berpengaruh
KI	0,183	0,090	Tidak Berpengaruh
DPR	-1,134	0,069	Tidak Berpengaruh
ROA	2,534	0,000	Positif Signifikan
GROW	0,750	0,000	Positif Signifikan
SIZE	0,035	0,643	Tidak Berpengaruh
AKT	-0,088	0,619	Tidak Berpengaruh
TAX	1,123	0,000	Positif Signifikan

Berdasarkan hasil pengujian hipotesis pada tabel 3 dapat dilihat bahwa nilai signifikansi variabel kepemilikan manajerial (KM) sebesar 0,167, lebih besar dari 0,05 sehingga H_0 diterima, yang berarti bahwa kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap kebijakan utang.

Nilai signifikansi variabel kepemilikan institusional (KI) sebesar 0,090, lebih besar dari 0,05 sehingga H_0 diterima, yang berarti bahwa kepemilikan institusional tidak

berpengaruh terhadap kebijakan utang.

Nilai signifikansi variabel kebijakan dividen (DPR) sebesar 0,069, lebih besar dari 0,05 sehingga H_0 diterima, yang berarti bahwa kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap kebijakan utang.

Nilai signifikansi variabel profitabilitas (ROA) sebesar 0,000, lebih kecil dari 0,05 sehingga H_0 ditolak, yang berarti bahwa profitabilitas berpengaruh terhadap kebijakan utang. Dengan nilai koefisien beta variabel ROA yang positif, yaitu sebesar 2,534, maka profitabilitas berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan utang.

Nilai signifikansi variabel pertumbuhan perusahaan (GROW) sebesar 0,000, lebih kecil dari 0,05 sehingga H_0 ditolak, yang berarti bahwa pertumbuhan perusahaan berpengaruh terhadap kebijakan utang. Dengan nilai koefisien beta variabel GROW yang positif, yaitu sebesar 0,750, maka pertumbuhan perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan utang.

Nilai signifikansi variabel ukuran perusahaan (SIZE) sebesar 0,643, lebih besar dari 0,05 sehingga H_0 diterima, yang berarti bahwa ukuran perusahaan tidak berpengaruh terhadap kebijakan utang.

Nilai signifikansi variabel struktur aktiva (AKT) sebesar 0,619, lebih besar dari 0,05 sehingga H_0 diterima, yang berarti bahwa struktur aktiva tidak berpengaruh terhadap kebijakan utang.

Nilai signifikansi variabel pajak (TAX) sebesar 0,000, lebih kecil dari 0,05 sehingga H_0 ditolak, yang berarti bahwa pajak berpengaruh terhadap kebijakan utang. Dengan nilai koefisien beta variabel TAX yang positif, yaitu sebesar 1,123, maka pajak berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan utang.

PEMBAHASAN

Berikut ini akan dibahas temuan hasil dari analisis data yang berkaitan dengan hipotesis yang diajukan:

Pengaruh Kepemilikan Manajerial terhadap Kebijakan Utang

Berdasarkan hasil penelitian menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap kebijakan utang. Hal ini tidak sesuai dengan hipotesis penelitian bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap kebijakan utang. Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian Manan (2004), Indahningrum dan Handayani (2009), serta Larasati (2011) yang menyatakan bahwa kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap kebijakan utang. Hasil yang tidak signifikan ini disebabkan karena masih rendahnya kepemilikan saham oleh manajer dibandingkan dengan kelompok lainnya dalam perusahaan karena kepemilikan mewakili suatu sumber kekuasaan (*source of power*) yang dapat digunakan untuk menentukan sumber pendanaan. Berdasarkan hasil penelitian yang dilakukan pada perusahaan sektor keuangan yang *listing* di BEI tahun 2007-2010 menunjukkan bahwa nilai kepemilikan manajerial kecil dibawah 50% dengan nilai rata-rata sebesar 0,14 atau 14%, sehingga manajer tidak dapat menggunakan kekuasaannya untuk menentukan sumber pendanaan.

Hasil penelitian ini tidak sesuai dengan penelitian Lestari (2001) yang menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan utang. Hasil penelitian tersebut didukung oleh Kurniati (2007) dan Soesetio (2008).

Pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap Kebijakan Utang

Berdasarkan hasil penelitian menunjukkan bahwa kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap kebijakan utang. Hal ini tidak sesuai dengan hipotesis penelitian bahwa kepemilikan institusional berpengaruh terhadap kebijakan utang. Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian Lestari (2001) dan Manan (2004) yang menyatakan bahwa kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap kebijakan utang. Pemilik perusahaan yang prosentase kepemilikannya besar dapat melakukan pengawasan karena bisa memperoleh informasi dan mempunyai hak suara yang dapat mengendalikan manajemen. Khusus bagi pemegang saham dengan tingkat kepemilikan diatas 50%, maka secara langsung akan mempunyai hak pengendalian langsung atas perusahaan dan manajemen, termasuk dalam menentukan keputusan pendanaan perusahaan. Dalam menentukan keputusan pendanaan, perusahaan cenderung menggunakan pendanaan dari sumber internal karena dengan menggunakan dana internal, maka akan mengurangi ketergantungan pendanaan dengan pihak lain dikarenakan pendanaan eksternal memiliki tingkat risiko yang tinggi.

Hasil penelitian ini tidak sesuai dengan penelitian Joher, dkk (2006), Kurniati (2007), dan Soesetio (2008) yang menunjukkan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan utang. Sedangkan penelitian Indahningrum dan Handayani (2009) serta Larasati (2011) menyatakan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan utang.

Pengaruh Kebijakan Dividen terhadap Kebijakan Utang

Berdasarkan hasil penelitian menunjukkan bahwa kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap kebijakan utang. Hal ini tidak sesuai dengan hipotesis penelitian bahwa kebijakan dividen berpengaruh terhadap kebijakan utang. Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian Manan (2004), Soesetio (2008), Indahningrum dan Handayani (2009), serta Purba (2011) yang menyatakan bahwa kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap kebijakan utang. Alasan tidak signifikan ini dikarenakan masih ada yang berpengaruh dari peningkatan dividen selain utang. Penggunaan utang mengandung risiko kebangkrutan sehingga perusahaan cenderung menghindari diri dari risiko tersebut. Oleh karena itu, perusahaan tidak menggunakan utang dalam memenuhi kebutuhan pendanaan perusahaan, namun dana tersebut diperoleh dari dana internal dan dengan menerbitkan saham baru.

Hasil penelitian ini tidak sesuai dengan penelitian Kurniati (2007) serta Indahningrum dan Handayani (2009) yang menunjukkan bahwa kebijakan dividen berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan utang. Sedangkan penelitian yang dilakukan Lestari (2001) dan Larasati (2011) menyatakan bahwa kebijakan dividen berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan utang.

Pengaruh Profitabilitas terhadap Kebijakan Utang

Berdasarkan hasil penelitian menunjukkan bahwa profitabilitas berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan utang. Hal ini sesuai dengan hipotesis penelitian bahwa profitabilitas berpengaruh terhadap kebijakan utang. Hasil penelitian ini sesuai dengan

penelitian Rachmawardani (2007) yang menyatakan bahwa profitabilitas berpengaruh positif terhadap kebijakan utang. Artinya, semakin tinggi profitabilitas, maka semakin tinggi kebijakan utang yang digunakan, ini dikarenakan perusahaan dengan prospek yang menguntungkan akan mencoba menghindari penjualan saham dan mengusahakan modal baru dengan menggunakan utang.

Hasil penelitian ini tidak sesuai dengan penelitian Indahningrum dan Handayani (2009), Nugroho (2006), Shah (2007), Soesetio (2008), Tirsono (2008) dan Purba (2011) yang menunjukkan bahwa profitabilitas berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan utang. Sedangkan Lestari (2001) dan Kurniati (2007) menyatakan bahwa profitabilitas tidak berpengaruh terhadap kebijakan utang.

Pengaruh Pertumbuhan Perusahaan terhadap Kebijakan Utang

Berdasarkan hasil penelitian menunjukkan bahwa pertumbuhan perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan utang. Hal ini sesuai dengan hipotesis penelitian bahwa pertumbuhan perusahaan berpengaruh terhadap kebijakan utang. Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian Lestari (2001) dan Manan (2004) yang menyatakan bahwa pertumbuhan perusahaan berpengaruh positif terhadap kebijakan utang. Artinya, semakin tinggi pertumbuhan perusahaan, maka semakin tinggi kebijakan utang yang digunakan, ini dikarenakan dalam mengembangkan usaha perusahaan, maka dana yang dibutuhkan juga akan semakin besar sehingga perusahaan akan cenderung untuk menambahkan dana eksternal berupa utang dalam struktur modalnya.

Hasil penelitian ini tidak sesuai dengan penelitian Shah

(2007) yang menyatakan bahwa pertumbuhan perusahaan berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan utang.

Pengaruh Ukuran Perusahaan terhadap Kebijakan Utang

Berdasarkan hasil penelitian menunjukkan bahwa ukuran perusahaan tidak berpengaruh terhadap kebijakan utang. Hal ini tidak sesuai dengan hipotesis penelitian bahwa ukuran perusahaan berpengaruh terhadap kebijakan utang. Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian Soesetio (2008) dan Purba (2011) yang menyatakan bahwa ukuran perusahaan tidak berpengaruh terhadap kebijakan utang. Perusahaan besar memiliki asimetri informasi yang lebih rendah, dimana pada perusahaan besar yang *go public* memiliki kewajiban memublikasikan laporan keuangan perusahaan sehingga kondisi fundamental perusahaan menjadi lebih terbuka. Hal ini membuat perusahaan cenderung menggunakan ekuitas yang lebih tinggi dibandingkan menggunakan utang karena penggunaan utang memiliki risiko yang besar terhadap perusahaan.

Hasil penelitian ini tidak sesuai dengan penelitian Lestari (2001) dan Manan (2004) yang menunjukkan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan utang. Sedangkan Shah (2007) menyatakan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan utang.

Pengaruh Struktur Aktiva terhadap Kebijakan Utang

Berdasarkan hasil penelitian menunjukkan bahwa struktur aktiva tidak berpengaruh terhadap kebijakan utang. Hal ini tidak sesuai dengan hipotesis penelitian bahwa struktur aktiva berpengaruh terhadap kebijakan utang. Hasil penelitian ini

sesuai dengan penelitian Nugroho (2006) yang menyatakan bahwa struktur aktiva tidak berpengaruh terhadap kebijakan utang. Hal ini disebabkan karena masih rendahnya prosentase struktur aktiva yang dimiliki oleh perusahaan. Rendahnya struktur aktiva mengindikasikan bahwa perusahaan tidak memiliki jaminan dalam memperoleh dana eksternal (utang) karena salah satu syarat untuk mengajukan pinjaman adalah dengan adanya kolateral. Kreditur akan lebih mudah memberikan pinjaman bila disertai dengan jaminan yang ada.

Hasil penelitian ini tidak sesuai dengan penelitian Lestari (2001) dan Shah (2007) yang menunjukkan bahwa struktur aktiva berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan utang. Sedangkan penelitian yang dilakukan oleh Manan (2004), Kurniati (2007) dan Soesetio (2008) menyatakan bahwa struktur aktiva berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan utang.

Pengaruh Pajak terhadap Kebijakan Utang

Berdasarkan hasil penelitian menunjukkan bahwa pajak berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan utang. Hal ini sesuai dengan hipotesis penelitian bahwa pajak berpengaruh terhadap kebijakan utang. Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian Lestari (2001) yang menyatakan bahwa pajak berpengaruh positif terhadap kebijakan utang. Keuntungan penggunaan utang didalam suatu perusahaan adalah pajak. Hal ini dikarenakan beban bunga atas utang yang dibayarkan perusahaan berfungsi sebagai pengurang pajak. Semakin tinggi beban pajak yang ditanggung oleh perusahaan, maka semakin besar keuntungan yang diperoleh dari penggunaan utang sehingga perusahaan dengan beban pajak yang tinggi akan cenderung

menggunakan utang yang lebih besar sebagai penghemat pajak.

Hasil penelitian ini tidak sesuai dengan penelitian Tirsono (2008) yang menunjukkan bahwa pajak tidak berpengaruh terhadap kebijakan utang.

SIMPULAN DAN SARAN

Berdasarkan hasil dan pembahasan, diperoleh simpulan bahwa profitabilitas, pertumbuhan perusahaan, dan pajak berpengaruh terhadap kebijakan utang, sedangkan kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, kebijakan dividen, ukuran perusahaan, dan struktur aktiva tidak berpengaruh terhadap kebijakan utang.

Keterbatasan penelitian ini adalah menggunakan sampel perusahaan sektor keuangan, dimana perusahaan sektor keuangan memiliki karakteristik yang berbeda dari perusahaan-perusahaan sektor lain. Di samping itu, pada saat pengujian normalitas data, ditemukan data yang tidak normal, sehingga perlu dilakukan transformasi data atau membuang data yang *outlier* (data yang menyimpang jauh dari distribusi normal yang terbentuk). Dengan adanya data yang di *outlier* sebanyak 33 data, maka data penelitian menjadi berkurang sehingga kecukupan data membuat analisis menjadi bias.

Untuk mengatasi keterbatasan dalam penelitian ini, peneliti memberikan saran untuk penelitian selanjutnya sebagai berikut: menggunakan periode penelitian yang lebih lama, memperluas objek penelitian agar hasilnya lebih representatif dan dapat digeneralisasi untuk semua sektor perusahaan, serta menambahkan variabel independen yang lain, seperti: risiko bisnis, likuiditas, IOS, *free cash flow*, dll.

UCAPAN TERIMA KASIH

Bapak Drs. H. Hartojo, M. M., selaku dosen pembimbing skripsi yang di tengah kesibukannya dengan sabar dan telaten memberikan bimbingan, sehingga skripsi ini dapat terselesaikan dengan baik.

DAFTAR PUSTAKA

- Astuti, Dewi. 2004. *Manajemen Keuangan Perusahaan*. Jakarta: Ghalia Indonesia.
- Brigham, Eugene F. and Louis C. Gapenski. 1996. *Intermediate Financial Management, Fifth Edition*. New York: The Dryden Press.
- Horne, James C. V. dan Wachowicz, John M. 1995. *Prinsip-Prinsip Manajemen Keuangan Buku Dua*. Terjemahan Heru Sutojo. Jakarta: Salemba Empat.
- Indahningrum, Rizka Putri dan Handayani, Ratih. 2009. Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Dividen, Pertumbuhan Perusahaan, Free Cash Flow dan Profitabilitas Terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, (Online), Vol. 11, No. 3, Desember 2009, Hlm. 189-207.
- Jensen, M. C., dan Meckling, W. H. 1976. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, (Online), October, 1976, V. 3, No. 4, pp. 305-360.
- Joher, Huson, dkk. 2006. The Impact Of Ownership Structure On Corporate Debt Policy: Two Stage Least Square Simultaneous Model Approach For Post Crisis Period: Evidence From Kuala Lumpur Stock Exchange. *International Business & Economics Research Journal*, (Online), May 2006, Vol. 5, No. 5.
- Juniarti dan Sentosa, Agnes Andriyani. 2009. Pengaruh Good Corporate Governance, Voluntary Disclosure terhadap Biaya Utang (Costs of Debt). *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*, Vol. 11, No. 2, November 2009: 88-100.
- Kurniati, Wahyuning. 2007. Pengaruh Struktur Kepemilikan Terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan (Studi pada Perusahaan Textile/Garments Di Bursa Efek Jakarta). *Tesis (Online)*. Semarang: Universitas Diponegoro.
- Larasati, Eva. 2011. Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional dan Kebijakan Dividen Terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan. *Jurnal Ekonomi Bisnis*, (Online), Th. 16, No. 2, Juli 2011.
- Lestari. 2001. Analisis Faktor-Faktor yang Berpengaruh Terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan Manufaktur Di BEJ dalam Konteks Agency Theory (1997-1999). *Tesis*, (Online). Semarang: Universitas Diponegoro.
- Manan, Abdul. 2004. Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang Perusahaan pada Industri Keuangan yang Go Public di BEJ Th 1999-2002 Sebuah Pendekatan Agency Theory. *Tesis*, (Online). Semarang: Universitas Diponegoro.
- Namiko, Osa. 2005. Pengaruh Struktur Kepemilikan, Pembayaran Dividen, Struktur Aktiva dan Pertumbuhan Perusahaan Terhadap Kebijakan Hutang Pada Perusahaan Go Public. *Tesis*, (Online). Medan: Universitas Sumatera Utara.

- Nugroho, Asih Suko. 2006. Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal Perusahaan Properti yang Go Public di Bursa Efek Jakarta untuk Periode Tahun 1994-2004. *Tesis, (Online)*. Semarang: Universitas Diponegoro.
- Pithaloka, Nina Diah. 2009. Pengaruh Faktor-Faktor Intern Perusahaan Terhadap Kebijakan Hutang: Dengan Pendekatan *Pecking Order Theory*. *Skripsi, (Online)*. Bandar Lampung: Universitas Lampung.
- Purba, Lenra Juni Remember. 2011. Analisis Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kebijakan Dividen, Ukuran Perusahaan, Profitabilitas Terhadap Kebijakan Hutang (Studi Kasus pada Perusahaan Non Keuangan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2006-2009). *Skripsi, (Online)*. Semarang: Diponegoro.
- Rachmawardani, Yulinda. 2007. Analisis Pengaruh Aspek Likuiditas, Risiko Bisnis, Profitabilitas, dan Pertumbuhan Penjualan Terhadap Struktur Modal Perusahaan (Studi Empiris pada Sektor Keuangan dan Perbankan di BEJ Tahun 2000-2005). *Tesis, (Online)*. Semarang: Universitas Diponegoro.
- Shah, S. M. Amir. 2007. Corporate Debt Policy-Pre-And Post-Financial Market Reform: The Case Of The Textile Industry Of Pakistan. *The Pakistan Development Review (Online)*, Vol. 46, No. 4 Part II (Winter 2007) pp 465-478.
- Soesetio, Yuli. 2008. Kepemilikan Manajerial dan Instiusional, Kebijakan Dividen, Ukuran Perusahaan, Struktur Aktiva dan Profitabilitas Terhadap Kebijakan Hutang. *Jurnal Keuangan dan Perbankan, (Online)*, Vol. 12, No. 3, September 2008, Hal 384-398.
- Sofyaningsih, Sri. 2011. Struktur Kepemilikan, Kebijakan Dividen, Kebijakan Utang dan Nilai Perusahaan. *Jurnal Dinamika Keuangan dan Perbankan, (Online)*, Vol. 3, No. 1, Hal: 68-87.
- Sudana, I Made. 2009. *Manajemen Keuangan: Teori dan Praktik*. Surabaya: Airlangga University Press.
- Tirsono. 2008. Analisis Faktor Pajak dan Faktor-Faktor lain yang Berpengaruh Terhadap Tingkat Utang Pada Perusahaan-Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar Di Bursa Efek Jakarta. *Tesis, (Online)*. Semarang: Universitas Diponegoro.
- Wulandari, Febrina Hadi. 2011. Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kebijakan Dividen, dan Pertumbuhan Perusahaan Terhadap Kebijakan Hutang pada Perusahaan Manufaktur yang *Listing* Di BEI. *Skripsi tidak diterbitkan*. Surabaya: Universitas Negeri Surabaya.
- Yeniatie dan Destriana, Nicken 2010. Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang pada Perusahaan NonKeuangan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi, (Online)*, Vol. 12, No.1, April 2010, Hlm. 1-16.