



ANALISIS FAKTOR-FAKTOR YANG MEMPENGARUHI KEBIJAKAN HUTANG PERUSAHAAN (Studi pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI Tahun 2009- 2013)

Dita Novita Sari, Prasetyono

novitadita@gmail.com

Jurusan Manajemen Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro
Jl. Prof. Soedharto SH Tembalang, Semarang 50239, Phone: +622476486851

ABSTRACT

Funding decisions a company to fund its operations, must be in accordance with the main objectives of the company. The funding decision was able to minimize the risks and costs that the company's main goal is reached. To achieve the goal, the company must have an optimal capital structure. The many factors affecting capital structure or debt policy, the study aims to analyze the factors that influence the policy of the company's debts. The independent variable of this study consisted of liquidity (CR), sales growth (SG), company size (SIZE), profitability (ROA), institutional ownership (INST), and managerial ownership (MOWN). Meanwhile, the dependent variable is the Debt to Equity Ratio or DER.

Object of this research is manufacturing companies listed in Indonesia Stock Exchange in 2009 until 2013. The sample used in this study were 8 manufacturing company. The sampling method is done by using purposive sampling. Analysis of data using multiple linear regression analysis, which is preceded by the classical assumption, consisting of normality test, multicollinearity, autocorrelation, and heteroscedasticity test. Hypothesis testing is done by using the F test and t-test.

The results of this study indicate that liquidity, sales growth, firm size, profitability, institutional ownership, and managerial ownership together influence the company's debt policy. While, in partial, liquidity (CR), profitability (ROA), and managerial ownership (MOWN) significant negative effect on the DER. Variable institutional ownership (INST) did not significant negative effect on the DER. While, firm size (SIZE) and sales growth (SG) had no significant positive effect on the DER. The degree of determination (Adjusted R Square) is 0,457. This means that the independent variable (CR, ROA, SIZE, Sales Growth, INST, and MOWN) can explain the dependent variable (DER) by 45.7%. While, the remaining 54.3% is explained by other variables outside the model study.

Keywords : *Debt Policy (DER), Liquidity (CR), Profitability (ROA), Managerial Ownership (MOWN), Firm Size (SIZE), Sales Growth (SG), Institutional Ownership (INST)*

PENDAHULUAN

Dalam mendanai kegiatan operasional perusahaan, manajer keuangan mempunyai peran penting dalam pengambilan keputusan pendanaan. Terdapat dua macam sumber pendanaan, yaitu hutang dan modal sendiri. Keputusan yang dibuat oleh manajer harus sesuai dengan tujuan utama perusahaan, yaitu memaksimalkan kemakmuran pemegang saham. Sesuai dengan teori *pecking order*, hierarki dari sumber pendanaan adalah laba ditahan, kemudian hutang, dan yang terakhir penerbitan saham. Keputusan pendanaan harus mampu meminimalkan risiko dan biaya agar tujuan utama perusahaan dapat tercapai. Untuk mencapai tujuan tersebut, maka perusahaan harus memiliki struktur modal yang optimal. Struktur modal merupakan perbandingan antara hutang dengan modal sendiri. (I Made Sudana, 2011).

Struktur modal yang optimal berarti para manajer keuangan perlu mempertimbangkan beberapa faktor penting, pertama kemampuan bayar perusahaan yang diukur dalam likuiditas (Siti Ridloah, 2010; Rabiah Abdul *et al*, 2012; Khalid Alkhatib, 2012; Mahvish & Malik, 2013; dan Zulfia Andina, 2013). Kedua, tingkat penjualan atau pertumbuhan penjualan dari tahun ke tahun (Ganesha Purnomo, 2013; Gata Niztiar, 2013; Nunky & Abdullah, 2013; dan Zulfia Andina, 2013). Ketiga, ukuran perusahaan (Khalid Alkhatib, 2012; Mahvish & Malik, 2012; Byan Adrianto, 2013; Mazila Md-Yusuf *et al*, 2013; dan Maryam & Abiha, 2014). Keempat, profitabilitas (Erdinc *et al*, 2009; Fx Agus Joko, 2011; Pancawati & Rachmawati, 2012; Rabiah Abdul *et al*, 2012; Nunky & Abdullah, 2013; dan I Putu Andre & I Made Karya, 2014). Kelima dan Keenam adalah proporsi kepemilikan institusional dan manajerial (Yeniati & Nicken, 2010; Andhika Ivona, 2012; Denny & Deasy, 2012; serta Ida Maftukhah, 2013).

Penelitian ini menggunakan objek perusahaan manufaktur, karena perusahaan manufaktur menggunakan pendanaan hutang lebih tinggi daripada modal sendiri. Data dan informasi yang diperoleh dari rata-rata populasi tahun 2009-2013 menunjukkan bahwa DER tahun 2009 sebesar 2,06 kali; tahun 2010 sebesar 1,34 kali; tahun 2011 sebesar 1,45 kali; dan tahun 2013 sebesar 1,79 kali. Hal ini berarti perusahaan manufaktur menggunakan hutang lebih besar dibandingkan modal sendiri dalam mendanai kegiatan operasionalnya.

KERANGKA PEMIKIRAN TEORITIS

Tujuan penelitian ini adalah untuk menganalisis faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan hutang perusahaan yang terdiri dari likuiditas (CR), pertumbuhan penjualan (SG), ukuran perusahaan (SIZE), profitabilitas (ROA), kepemilikan institusional (INST), dan kepemilikan manajerial (MOWN).

Pengaruh Likuiditas Terhadap Kebijakan Hutang

Likuiditas diprosikan ke dalam rasio lancar (current ratio) yang merupakan rasio untuk mengukur kemampuan perusahaan untuk membayar utang lancar dengan menggunakan aktiva lancar yang dimiliki. Perusahaan yang menjalankan operasinya membutuhkan dana yang sangat besar. Kebutuhan dana tersebut tidak dapat sepenuhnya didapat dari modal sendiri. Oleh karena itu, perusahaan melakukan pinjaman dana ke pihak lain. (I Made Sudana, 2011).

Perusahaan yang memiliki rasio lancar yang besar, maka menunjukkan kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka pendek juga besar. Penempatan dana yang terlalu besar pada sisi aktiva memiliki arti bahwa likuiditas perusahaan semakin baik. Semakin baik likuiditas perusahaan, maka semakin tinggi hutang karena kemampuan perusahaan dalam membayar hutang cukup tinggi sehingga perusahaan berani memutuskan menggunakan pendanaan secara hutang. Hal ini serupa dengan hasil penelitian dari Siti Ridloah (2010), Mahvish Sabir & Qaisar Malik (2012), serta Rabiah Abdul *et al* (2012). Dari uraian di atas, dapat ditarik sebuah hipotesis sebagai berikut:

H1: Likuiditas berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang

Pengaruh Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Hutang

Ukuran perusahaan merupakan besarnya sumber daya yang dimiliki perusahaan. Sumber daya tersebut meliputi aset, teknologi, kekayaan intelektual, dan sebagainya. Dengan adanya sumber daya yang besar, perusahaan dapat melakukan investasi untuk aktiva lancar maupun aktiva tetap.

Semakin cepat pertumbuhan perusahaan maka semakin besar kebutuhan dana untuk pembiayaan ekspansi. Perusahaan yang besar akan lebih mudah memperoleh modal di pasar modal dibandingkan perusahaan kecil. Perusahaan yang memiliki aktiva besar cenderung menggunakan hutang dalam proporsi yang cukup besar karena aktiva yang besar dapat digunakan sebagai jaminan hutang. (Agus Sartono, 2001). Pengaruh positif sesuai dengan hasil penelitian dari Mahvish Sabir & Qaisar Malik (2012), Byan Adrianto (2013), serta Mazila Md-Yusuf *et al* (2013). Dari pernyataan di atas dapat disimpulkan hipotesis berikut:

H2: Ukuran Perusahaan berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang

Pengaruh Pertumbuhan Penjualan Terhadap Kebijakan Hutang

Pertumbuhan penjualan merupakan peningkatan jumlah penjualan dari tahun ke tahun. Penjualan perusahaan dapat meningkat karena investasi yang dilakukan perusahaan juga meningkat. Dalam mendanai investasi yang besar, perusahaan cenderung menggunakan hutang yang besar. Perusahaan membutuhkan dana guna menambah kapasitas produksi, biaya operasional, hingga biaya promosi produk untuk itu investasi dibiayai dengan hutang karena pendanaan internal tidak mencukupi. (Agus Sartono, 2001).

Penelitian ini sesuai dengan penelitian yang dikemukakan oleh Ganesha Purnomo Raharjo (2013) dan Nunky Rizka Mahapsari & Abdullah Taman (2013). Dari uraian tersebut dapat dirumuskan ke dalam hipotesis sebagai berikut:

H3: Pertumbuhan penjualan berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang

Pengaruh Profitabilitas Terhadap Kebijakan Hutang

Teori *pecking order* menyatakan bahwa perusahaan akan lebih memprioritaskan pendanaan secara internal. Urutan pendanaan yang akan digunakan oleh perusahaan adalah laba ditahan, hutang, dan penerbitan saham sebagai pilihan terakhir. Perusahaan yang memiliki laba (profit) tinggi berarti mempunyai kemampuan untuk memenuhi pendanaan secara internal yang akan digunakan perusahaan untuk membiayai kegiatan operasionalnya. (Agus Sartono, 2001).

Semakin tinggi profit yang diperoleh, maka semakin kecil penggunaan hutang oleh perusahaan. Apabila kebutuhan dana perusahaan belum terpenuhi, perusahaan dapat menggunakan hutang. Hal ini sesuai dengan hasil penelitian dari Erdinc Karadeniz et al (2009), Fx Agus Joko (2011), dan Nunky Rizka Mahapsari & Abdullah Taman (2013). Untuk itu, dapat disimpulkan hipotesis sebagai berikut:

H4: Profitabilitas berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang

Pengaruh Kepemilikan Institusional Terhadap Kebijakan Hutang

Kepemilikan Institusional merupakan kepemilikan saham oleh pihak-pihak yang berbentuk instansi. Institusi dapat mempunyai saham mayoritas karena institusi memiliki sumber daya yang lebih besar dibandingkan dengan pemegang saham perorangan. Kepemilikan institusional yang tinggi mengakibatkan penggunaan hutang dalam perusahaan rendah.

Para pemegang saham institusi takut akan risiko gagal bayar hingga risiko kebangkrutan, apabila perusahaan menggunakan hutang dalam jumlah yang besar. Hal ini sesuai dengan hasil penelitian oleh Yenietie & Nicken (2010) dan Dennys & Deasy (2012) yang menyatakan bahwa semakin tinggi kepemilikan institusional, maka penggunaan hutang perusahaan rendah. Dari uraian di atas, dapat disimpulkan hipotesis sebagai berikut:

H5: Kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang

Pengaruh Kepemilikan Manajerial Terhadap Kebijakan Hutang

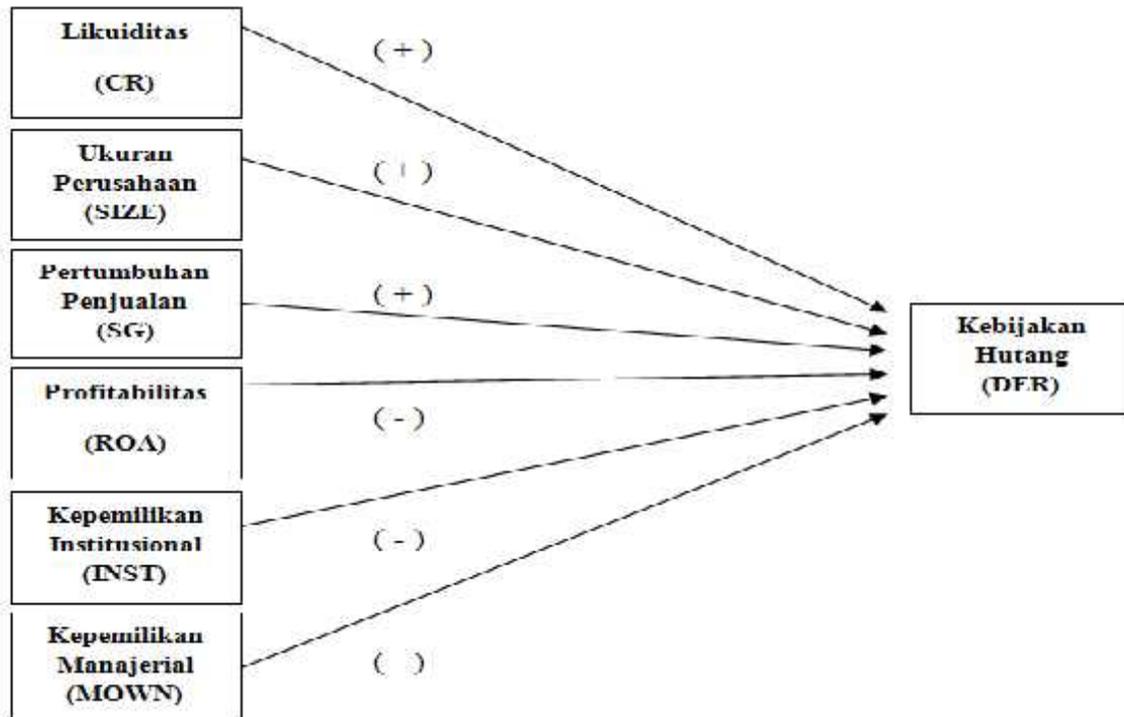
Para manajer yang bertindak tidak sesuai tujuan utama perusahaan, membuat *agency cost* ikut meningkat. Pemegang saham harus mengontrol keputusan pendanaan yang dibuat oleh pihak manajemen. Beberapa cara untuk menyejajarkan kepentingan pemegang saham dan pihak manajemen, salah satunya dengan meningkatkan kepemilikan saham manajerial di perusahaan.

Kepemilikan manajerial yang meningkat akan membuat manajemen semakin berhati-hati dalam mengelola kebijakan hutang. Hal ini dikarenakan kekayaan pribadi manajer secara tidak langsung berkaitan erat dengan kekayaan perusahaan. Sehingga dalam membuat keputusan pendanaan dalam hutang menjadi lebih kecil. Pernyataan ini serupa dengan hasil penelitian dari Yenietie & Nicken Destriana (2010) dan Ida Maftukhah (2013). Maka dapat disimpulkan hipotesis sebagai berikut:

H6: Kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang

Berdasarkan pengaruh antara variabel independen terhadap variabel dependen yang telah diuraikan di atas, maka dapat digambarkan kerangka pemikiran teoritis sebagai berikut:

Gambar 1
Kerangka Pemikiran Teoritis
Analisis Faktor-faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang Perusahaan



Sumber: Erdinc Karadeniz *et al* (2009), Siti Ridloah (2010), Yenziatie dan Nicken (2010), Fx Agus Joko (2011), Andhika Ivona (2012), Dennys dan Deasy (2012), Khalid Alkhalid (2012), Mahvish dan Qaisar (2012), Pancawati dan Rachmawati (2012), Rabiah Abdul *et al* (2012), Byan dan Harjum Muharam (2013), Ganesha dan Irene Rini Demi (2013) Gata dan Harjum Muharam (2013), Ida Maftukhah (2013), Mazila *et al* (2013), Nunky dan Abdullah Taman (2013), Zulfia dan Mulyo Haryanto (2013), I Putu Andre dan I Made Karya (2014), dan Masnoon dan Abiha Saeed (2014).

METODE PENELITIAN

Variabel Penelitian

Variabel dependen (Y) dalam penelitian ini adalah kebijakan hutang yang diukur menggunakan DER dengan rumus perbandingan antara hutang dengan modal sendiri. (Weston dan Brigham, 1988).

$$DER = \frac{\text{Total hutang}}{\text{Total ekuitas}}$$

Variabel independen terdiri dari enam variabel, yaitu likuiditas, ukuran perusahaan, pertumbuhan penjumlahan, profitabilitas, kepemilikan institusional, dan kepemilikan manajerial. Variabel independen pertama (X1) yaitu likuiditas yang merupakan kemampuan suatu perusahaan untuk memenuhi kewajiban atau melunasi hutang jangka pendek yang jatuh tempo tepat pada waktunya atau pada saat ditagih. Penelitian ini menggunakan pengukuran likuiditas perusahaan ke dalam rumus CR, yaitu perbandingan antara aktiva lancar dengan hutang lancar. (I Made Sudana, 2011).

$$CR = \frac{\text{Aktiva lancar}}{\text{Hutang Lancar}}$$

Variabel independen kedua (X2) adalah ukuran perusahaan, yaitu ukuran besar kecilnya suatu perusahaan yang dapat dilihat dari nilai ekuitas, nilai perusahaan, atau nilai total aktiva dan dapat diukur melalui skala rasio. Ukuran perusahaan diprosikan ke dalam rumus Log total aktiva. (Khalid Alkhatib, 2012).

$$\text{SIZE} = \text{Log Total Aktiva}$$

Variabel independen ketiga (X3) adalah pertumbuhan penjualan, yaitu ukuran peningkatan atau penurunan penjualan dari tahun ke tahun yang dilakukan oleh perusahaan. Pertumbuhan perusahaan dicerminkan ke dalam rumus penjualan tahun selanjutnya dikurangi penjualan tahun sebelumnya, kemudian dibagi dengan penjualan tahun sebelumnya. (Zulfia Andina, 2013).

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

Variabel independen keempat (X4) adalah profitabilitas, yaitu suatu alat untuk mengukur kemampuan dan keberhasilan suatu perusahaan dalam menghasilkan laba yang diperoleh melalui penjualan dan investasi selama periode tertentu dengan menggunakan sumber-sumber yang dimiliki perusahaan. Profitabilitas dicerminkan ke dalam *Return on Asset*, yaitu perbandingan antara laba operasional setelah pajak (*Earning After Tax*) dengan total aktiva perusahaan. (I Made Sudana, 2011).

$$\text{ROA} = \frac{\text{Laba Operasional setelah Pajak}}{\text{Total Aset}}$$

Variabel independen kelima (X5) adalah kepemilikan institusional, yaitu kepemilikan saham oleh pihak-pihak yang berbentuk institusi. Untuk menghitung kepemilikan institusional memakai rumus perbandingan antara jumlah saham institusional dengan total saham yang beredar. (Andhika Ivona, 2012).

$$\text{INST} = \frac{\text{Jumlah saham institusional}}{\text{Total saham yang beredar}}$$

Variabel independen keenam (X6) adalah kepemilikan manajerial, yaitu proporsi kepemilikan saham yang dimiliki oleh pihak manajerial. Untuk menghitung kepemilikan manajerial dapat menggunakan rumus perbandingan antara jumlah kepemilikan saham manajerial dengan jumlah saham yang beredar. Rumus ini menggunakan skala rasio. (Andhika Ivona, 2012).

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

Penentuan Sampel

Populasi pada penelitian ini adalah seluruh perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) tahun 2009-2013. Sampel penelitian diambil dari populasi dengan metode purposive sampling dengan beberapa kriteria tertentu, sebagai berikut:

Tabel 1
Kriteria Pengambilan Sampel

Kriteria	Jumlah Perusahaan
Jumlah populasi perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI pada tahun 2009-2013	166
Perusahaan manufaktur yang tidak terdaftar berturut-turut di BEI selama periode 2009-2013	(50)

Perusahaan dengan data laporan keuangan yang diperlukan untuk penelitian tidak tersedia pada periode 2009-2013	(2)
Perusahaan dengan data laporan keuangan dalam mata uang asing	(24)
Perusahaan yang mempunyai laba negatif selama periode penelitian	(31)
Perusahaan yang mempunyai pertumbuhan penjualan negatif selama periode penelitian	(33)
Perusahaan yang tidak mempunyai kepemilikan institusional maupun kepemilikan manajerial	(18)
Sampel penelitian	8

Sumber: ICMD dan IDX

Metode Analisis Data

Metode analisis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah analisis kuantitatif. Analisis dilakukan terhadap laporan perusahaan-perusahaan yang diteliti, kemudian dilakukan analisis berdasarkan metode statistik.

Uji Asumsi Klasik

Sebelum dilakukan analisis regresi berganda, model regresi harus terhindar dari uji asumsi klasik berupa uji normalitas yaitu uji apakah data yang digunakan dalam model regresi berdistribusi normal atau tidak. Uji multikolinearitas bertujuan untuk menguji apakah model regresi ditemukan adanya korelasi antar variabel bebas. Uji autokorelasi bertujuan menguji apakah dalam model regresi linear ada korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode t dengan kesalahan pengganggu pada periode $t-1$. Terakhir, adalah uji heteroskedastisitas menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan *variance* dari residual satu pengamatan ke pengamatan lainnya. (Imam Ghozali, 2011).

Analisis Regresi Berganda

Pengujian hipotesis dilakukan dengan menggunakan uji regresi berganda dengan model persamaan sebagai berikut:

$$Y = a + b_1X_1 + b_2X_2 + b_3X_3 + b_4X_4 + b_5X_5 + b_6X_6 + e$$

Keterangan:

Y	= Kebijakan Hutang (DER)
a	= konstanta
b	= koefisien regresi
X1	= Likuiditas (CR)
X2	= Ukuran Perusahaan (SIZE)
X3	= Pertumbuhan Penjualan (SG)
X4	= Profitabilitas (ROA)
X5	= Kepemilikan Institusional (INST)
X6	= Kepemilikan Manajerial (MOWN)
e	= error

Uji Statistik F (Goodness of Fit)

Uji F digunakan untuk mengetahui apakah permodelan yang dibangun memenuhi kriteria fit atau tidak. Model regresi dikatakan fit apabila tingkat probabilitas F-Statistik lebih kecil dari 0,05. (Imam Ghozali, 2011).

Uji Signifikansi Parameter Individual (Uji Statistik t)

Uji statistik-t digunakan untuk menguji koefisien regresi secara parsial dari variabel independennya. (Imam Ghozali, 2011).

Koefisien Determinasi (R^2)

Koefisien determinasi pada intinya mengukur seberapa jauh kemampuan model (Ukuran Perusahaan, Likuiditas, Pertumbuhan Penjualan, Profitabilitas, Kepemilikan Institusional, dan

Kepemilikan Manajerial) dalam menerangkan variasi variabel dependen (Kebijakan Hutang). (Imam Ghozali, 2011).

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Analisis Deskriptif

Statistik deskriptif dalam penelitian ini digunakan untuk melihat nilai mean, nilai minimum, nilai maksimum, dan standar deviasi dari variabel dependen (Kebijakan Hutang atau DER) dan variabel independen (Likuiditas, Ukuran Perusahaan, Pertumbuhan Penjualan, Profitabilitas, Kepemilikan Instusional, dan Kepemilikan Manajerial). Hasil statistik deskriptif untuk masing-masing variabel dapat dilihat pada Tabel 2 berikut ini:

Tabel 2
Statistik Deskriptif

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
CR	40	,81	11,74	2,4865	2,47107
SIZE	40	10,99	14,33	12,3097	,99649
SG	40	,0040	,3500	,146983	,0912541
ROA	40	,010	,146	,08302	,038485
DER	40	,10	2,68	,8035	,60161
INST	40	,4660	,9282	,627750	,1508313
MOWN	40	,0004	,2310	,066960	,0813547
Valid N (listwise)	40				

Sumber: Output SPSS 20

Berdasarkan Tabel 2, nilai N adalah jumlah data yang diolah dalam penelitian, yaitu sebesar 40 data. Angka ini merupakan pengumpulan data dengan menggunakan *pooled data methode* dengan mengalikan jumlah sampel perusahaan (8) dan jumlah tahun penelitian (5 tahun). Dari 8 sampel perusahaan, untuk variabel dependen (DER: Kebijakan Hutang) mempunyai nilai minimum, yaitu 0,1. Nilai tersebut mengartikan bahwa hutang dari perusahaan sebesar 0,1 kali dibandingkan modal perusahaan. Perusahaan yang mempunyai nilai DER terendah adalah PT Mandom Indonesia Tbk pada tahun 2010. Sedangkan, nilai terbesar DER yaitu 2,68 artinya perusahaan tersebut dibiayai oleh hutang sebesar 2,68 kali dibandingkan modal sendiri. Perusahaan yang memiliki nilai DER terbesar adalah PT Berlina Tbk tahun 2013. Nilai rata-rata DER sebesar 0,8035 artinya bahwa selama periode penelitian, rata-rata perusahaan memiliki hutang sebesar 0,8035 kali dibandingkan modal sendiri. Ini berarti perusahaan dalam menggunakan sumber hutang cukup tinggi (angka mendekati satu). Nilai standar deviasi sebesar 0,60161 artinya selama periode penelitian, ukuran penyebaran dari variabel kebijakan hutang adalah sebesar 0,60161.

Variabel Likuiditas (CR) mempunyai nilai terkecil, yaitu 0,81 kali atau 81%. Nilai terkecil ini dimiliki oleh perusahaan PT Berlina Tbk tahun 2013, sedangkan CR terbesar, yaitu dimiliki oleh perusahaan PT Mandom Indonesia Tbk tahun 2011 sebesar 11,74 kali. Nilai rata-rata pada CR adalah 2,4865 kali yang berarti kemampuan perusahaan manufaktur dalam membayar hutang jangka pendek relatif tinggi (angka di atas 100%). Sedangkan, nilai standar deviasinya adalah 2,47107.

Ukuran perusahaan (SIZE) memperlihatkan nilai mean sebesar 12,3097 dengan standar deviasi 0,99649. Nilai minimumnya sebesar 10,99 terjadi di tahun 2009 oleh PT Pyrdam Farma Tbk, angka ini menggambarkan total aset pada perusahaan tersebut adalah perusahaan yang memiliki aset terkecil selama periode penelitian. Sedangkan, nilai maksimum sebesar 14,33 dimiliki oleh PT Astra Internasional Tbk pada tahun 2013 yang merupakan perusahaan besar. Nilai satuan SIZE sendiri adalah rumus dari logaritma natural total aktiva atau total aset yang dimiliki perusahaan, jadi besar kecilnya ukuran perusahaan dalam hal ini diukur atas nilai kekayaan yang dimiliki.

Pertumbuhan penjualan atau *sales growth* (SG) memiliki nilai mean sebesar 0,146983 dengan standar deviasi sebesar 0,099649. Nilai minimum SG sebesar 0,004 terjadi di tahun 2009 pada PT Yanaprima Hastapersada Tbk. Sedangkan, nilai maksimum SG sebesar 0,35 terjadi pada perusahaan PT Siantar TOP Tbk tahun 2011.

Variabel Profitabilitas (ROA) mempunyai nilai mean sebesar 0,08302 dengan standar deviasi sebesar 0,038485. ROA terkecil dimiliki oleh perusahaan PT Yanaprima Hastapersada Tbk pada tahun 2013, yaitu sebesar 0,01. Hal ini berarti kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba dengan aktiva yang dimilikinya hanya sebesar 1%. Berbeda halnya dengan PT Ultra Jaya Milk Industry & Trading Company Tbk tahun 2010 yang memiliki ROA terbesar, yaitu 0,146. Artinya perusahaan tersebut dapat menghasilkan laba sebesar 14,6% dari aktiva yang dimilikinya.

Kepemilikan institusional (INST) memiliki nilai mean sebesar 0,627750 dengan standar deviasi 0,1508313. Nilai minimum dari kepemilikan institusional adalah sebesar 0,466. Angka ini merupakan proporsi kepemilikan saham oleh pihak institusi yang paling kecil pada PT Ultra Jaya Milk Industry & Trading Company Tbk tahun 2013. Sedangkan, nilai kepemilikan institusional tertinggi sebesar 0,9282 dimiliki oleh PT Gudang Garam Tbk selama 2013.

Kepemilikan manajerial memiliki nilai terkecil 0,0004, angka ini dimiliki oleh PT Astra Internasional Tbk tahun 2009-2013. Sedangkan, untuk nilai tertinggi dimiliki oleh PT Pyrdam Farma Tbk tahun 2011 sebesar 0,231. Nilai rata-rata kepemilikan manajerial sebesar 0,06696 dengan standar deviasi 0,0813547. Standar deviasi merupakan pencerminan penyimpangan dari data variabel, dengan nilai standar deviasi lebih besar dari nilai rata-ratanya, hal ini mengidentifikasi penyimpangan dari variasi data cukup besar pada variabel kepemilikan manajerial (MOWN).

Analisis Regresi Berganda

Hasil analisis regresi linier berganda antara likuiditas (CR), ukuran perusahaan (SIZE), pertumbuhan penjualan (SG), profitabilitas (ROA), kepemilikan institusional (INST), dan kepemilikan manajerial (MOWN) dapat dilihat sebagai berikut:

▪ **Uji Statistik F (Goodness of Fit)**

Uji F bertujuan untuk menguji dan melihat secara simultan pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen. Apabila nilai probabilitas lebih besar dari 0,05 maka variabel independen secara bersama-sama tidak berpengaruh terhadap variabel dependen. Sebaliknya, apabila nilai probabilitas kurang dari 0,05 maka variabel independen secara bersama-sama berpengaruh terhadap variabel dependen.

Hasil yang diperoleh dari uji statistik adalah nilai F hitung sebesar 6,480 dengan tingkat signifikansi 0,000. Hal ini berarti tingkat probabilitas lebih kecil dari 0,05 yaitu sebesar 0,000 menunjukkan bahwa variabel independen (likuiditas, ukuran perusahaan, pertumbuhan penjualan, profitabilitas, kepemilikan institusional, dan kepemilikan manajerial) berpengaruh secara bersama-sama terhadap variabel dependen (kebijakan hutang).

▪ **Uji Signifikansi Parameter Individual (Uji Statistik t)**

Uji statistik-t merupakan uji yang digunakan untuk mengetahui pengaruh masing-masing variabel independen terhadap variabel dependen.

Tabel 3
T-test
Coefficients^a

Model	Unstandardized		Standardized	T	Sig.
	Coefficients		Coefficients		
	B	Std. Error	Beta		
(Constant)	2,317	1,706		1,358	,184
CR	-1,239	,451	-,433	-2,748	,010
SIZE	,079	,122	,132	,654	,518
SG	,470	,892	,071	,527	,602
ROA	-8,989	3,226	-,575	-2,787	,009
INST	-,570	1,071	-,094	-,532	,598
MOWN	-1,139	,663	-,374	-1,718	,095

a. Dependent Variable: DER
Sumber: Output SPSS 20

Hasil pengujian regresi dalam tabel 3 tersebut dapat dijelaskan sebagai berikut:

$$\text{DER} = 2,317 - 1,239\text{CR} + 0,079\text{SIZE} + 0,470\text{SG} - 8,989\text{ROA} - 0,570\text{INST} - 1,139\text{MOWN}$$

Tabel 3 diperoleh hasil bahwa koefisien variabel SIZE dan *Sales Growth* (SG) bertanda positif, sedangkan koefisien CR, ROA, INST, dan MOWN bertanda negatif. Hal ini berarti bahwa peningkatan SIZE dan SG akan berdampak positif terhadap Kebijakan Hutang. Sebaliknya, peningkatan CR, ROA, INST, dan MOWN akan memberikan dampak negatif terhadap Kebijakan Hutang.

▪ Koefisien Determinasi (R^2)

Berdasarkan uji statistik (Uji R^2), diperoleh nilai *Adjusted R*² = 0,457 atau 45,7%. Ini berarti variabel independen (CR, SIZE, ROA, SG, INST, dan MOWN) dapat menjelaskan variabel dependen (DER) sebesar 45,7% sedangkan sisanya (100% - 45,7% = 54,3%) dijelaskan oleh variabel lain di luar model. *Standar error of estimate* (SEE) sebesar 0,44315. Makin kecil nilai SEE akan membuat model regresi makin tepat dalam memprediksi variabel dependen.

Pembahasan Hasil Penelitian

▪ Hasil pengujian hipotesis 1 (H1)

Pengaruh CR terhadap DER menunjukkan bahwa dari hasil tabel 3, variabel CR memperoleh nilai koefisien = -1,239 dengan signifikansi 0,01 (< 0,05). Hasil uji statistik menunjukkan bahwa secara parsial variabel likuiditas (CR) berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang (DER), sehingga **Hipotesis 1 tidak terbukti**. Hal ini berarti apabila CR mengalami kenaikan, maka DER akan mengalami penurunan, begitu pula sebaliknya. Menurut teori *pecking order*, semakin tinggi likuiditas (CR), maka hutang akan semakin berkurang karena perusahaan yang mempunyai aktiva lancar yang besar memiliki kemampuan bayar hutang yang besar pula. Dengan aktiva lancar yang besar inilah, perusahaan akan lebih mendanai kegiatannya dengan dana internal perusahaan dibandingkan dengan hutang. Sehingga likuiditas (CR) mempunyai pengaruh negatif terhadap kebijakan hutang (DER).

▪ Hasil pengujian hipotesis 2 (H2)

Pengaruh SIZE terhadap DER menunjukkan bahwa dari tabel 3, koefisien untuk variabel ukuran perusahaan (SIZE) adalah 0,079 dengan signifikansi 0,518 (jauh lebih besar dibandingkan tingkat signifikansinya 0,05). Hal ini berarti **Hipotesis 2 tidak terbukti** yang menyatakan terdapat pengaruh yang signifikan antara SIZE dengan DER. Nilai positif pada uji statistik menjelaskan bahwa semakin besar nilai total aktiva suatu perusahaan, maka tingkat hutang yang dimilikinya ikut

meningkat, begitu pula sebaliknya. Nilai total aktiva yang besar membuat perusahaan dapat melakukan investasi untuk aktiva lancar maupun aktiva tetap. Perusahaan dengan aktiva besar cenderung menggunakan hutang dalam proporsi yang besar untuk mendanai investasinya karena aktiva yang besar inilah digunakan perusahaan sebagai jaminan atas hutangnya.

▪ **Hasil pengujian hipotesis 3 (H3)**

Pengaruh SG terhadap DER dapat dilihat dari tabel 3, menunjukkan koefisien dari pertumbuhan penjualan (SG) sebesar 0,47 dan mempunyai signifikansi 0,602 ($> 0,05$). Hal ini berarti **Hipotesis 3 tidak terbukti** karena nilai signifikansi lebih besar dari 5%. Nilai positif pada hasil uji statistik menjelaskan bahwa ketika pertumbuhan penjualan suatu perusahaan meningkat, maka hutang yang dimiliki perusahaan ikut meningkat, begitu pula sebaliknya. Pihak manajemen dalam melakukan investasi akan meningkatkan kapasitas perusahaan, mulai dari proses produksi hingga promosi produk. Hal inilah yang membuat manajemen mengambil kebijakan untuk menambah sumber pendanaan melalui hutang karena pendanaan internal tidak mencukupi untuk melakukan investasi besar-besaran.

▪ **Hasil pengujian hipotesis 4 (H4)**

Pengaruh ROA terhadap DER mendapatkan hasil nilai koefisien dari variabel *Return on Assets* adalah -8,989 dengan signifikansi sebesar 0,009 (lebih kecil dari 0,05). Hal ini berarti profitabilitas (ROA) berpengaruh negatif terhadap DER, sehingga **Hipotesis 4 terbukti**. Secara teoritis, disaat manajemen mampu mengelola perusahaannya dengan baik serta dapat menghasilkan laba secara maksimum, maka berdampak pada penurunan hutang perusahaan. Sesuai dengan *pecking order theory*, perusahaan akan menggunakan pendanaan secara internal terlebih dahulu sebelum menggunakan sumber pendanaan hutang.

▪ **Hasil pengujian hipotesis 5 (H5)**

Tabel 3 menunjukkan bahwa koefisien dari variabel Kepemilikan Institusional (INST) -0,570 dengan signifikansi jauh lebih besar dari 0,05 yaitu 0,598. Hal ini berarti **Hipotesis 5 tidak terbukti**. Nilai negatif pada uji statistik menunjukkan bahwa semakin tinggi kepemilikan saham institusi, maka semakin rendah hutang yang dimiliki perusahaan, begitu pula sebaliknya. Saham mayoritas yang dimiliki pihak insitusi akan mempengaruhi keputusan pendanaan perusahaan melalui hutang. Hal ini dikarenakan pemegang saham institusi takut risiko gagal bayar oleh perusahaan, sehingga perusahaan akan menggunakan pendanaan yang memiliki risiko rendah, seperti laba ditahan.

▪ **Hasil pengujian hipotesis 6 (H6)**

Hasil uji statistik menunjukkan nilai signifikansi dari variabel Kepemilikan Manajerial (MOWN) adalah 0,095 (signifikan pada tingkat 10%) dengan nilai koefisiensi -1,139. Hal ini berarti **Hipotesis 6 terbukti**. Nilai negatif pada uji statistik menjelaskan bahwa semakin tinggi kepemilikan manajerial, maka semakin rendah penggunaan hutang perusahaan, begitu pula sebaliknya. Pihak manajemen akan berhati-hati dalam menentukan keputusan pendanaan karena secara tidak langsung kekayaan para manajer berkaitan erat dengan kekayaan perusahaan. Apabila perusahaan mengalami risiko gagal bayar, hal tersebut juga berpengaruh pada manajer.

KESIMPULAN DAN KETERBATASAN

Pada penelitian ini menunjukkan bahwa secara bersama-sama variabel likuiditas, ukuran perusahaan, pertumbuhan penjualan, profitabilitas, kepemilikan institusional, dan kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan. secara parsial variabel likuiditas (CR), profitabilitas (ROA), dan kepemilikan manajerial (MOWN) berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang (DER). Sedangkan, variabel kepemilikan institusional (INST) berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap kebijakan hutang (DER). Hal ini berarti semakin tinggi variabel independen, maka semakin rendah variabel dependen (DER). Variabel ukuran perusahaan (SIZE) dan pertumbuhan penjualan (SG) berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap kebijakan hutang (DER). Hal ini berarti semakin tinggi variabel independen, maka variabel dependen ikut tinggi.



Nilai *adjusted R²* dari model regresi ini adalah 45,7% yang artinya variabel likuiditas, ukuran perusahaan, pertumbuhan penjualan, profitabilitas, kepemilikan institusional, dan kepemilikan manajerial berpengaruh sebesar 45,7% terhadap kebijakan hutang. Sedangkan, sisanya sebesar 54,3% variabel dependen dipengaruhi variabel di luar model. Misalkan, kebijakan dividen, risiko bisnis, *tangibility assets*, dan faktor lainnya.

Keterbatasan dalam penelitian ini adalah lebih ditekankan untuk generalisasi hasil penelitian hanya pada perusahaan manufaktur. Periode waktu yang digunakan peneliti terbilang tidak terlalu panjang, yaitu hanya lima tahun penelitian. Hal ini mengakibatkan penelitian mendapatkan sebagian besar hasil yang tidak signifikan dari variabel yang diteliti. Selain itu, hasil *Adjusted R²* penelitian cukup rendah hanya 45,7%.

REFERENSI

- Alkhatib, Khalid. 2012. "The Determinants of Leverage of Listed Companies". *International Journal of Business and Social Science*, Vol. 3, No. 24, h. 78-83.
- Andhika Ivona Murtiningtyas. 2012. "Kebijakan Deviden, Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Profitabilitas, Resiko Bisnis Terhadap Kebijakan Hutang". *Accounting Analysis Journal*, Vol. 1, No.2, h. 1-6.
- Brigham, Eugene F dan J. Fred Weston. 1988. *Manajemen Keuangan (Managerial Finance)*. Jakarta: Erlangga.
- Byan Adrianto dan Harjum Muharam. 2013. "Pengaruh Kepemilikan Institusional, Ukuran Perusahaan, Pertumbuhan Perusahaan, dan Profitabilitas Terhadap Kebijakan Hutang Pada Perusahaan Basic Industry and Chemical di BEI Tahun 2009-2011". *Diponegoro Journal of Management*, Vol. 2. No. 3, h. 1-11.
- Dennys Surya dan Deasy Ariyanti Rahayuningsih. 2012. "Faktor-faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang Perusahaan Non keuangan yang terdaftar dalam Bursa Efek Indonesia". *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, Vol. 14, No. 3, h. 213-225.
- Fx Agus Joko. 2011. "Analisis Kebijakan Hutang Pada Perusahaan Go Public di BEI". *Media Mahardika*, Vol. 9, No. 3, h.25-40.
- Ganesha Purnomo Raharjo dan Irene Rini DP. 2013. "Pengaruh Profitabilitas, Firm Size, Sales Growth, Struktur ktiva, Non Debt Tax Shield, dan Likuiditas Terhadap Struktur Modal (Studi pada Perusahaan Wholesale & Retail yang Terdaftar di BEI Tahun 2008-2011)". *Diponegoro Journal of Management*, Vol. 2, No 4, h. 1-11.
- Gata Niztiar dan Harjum Muharam. 2013. "Analisis Faktor-faktor yang mempengaruhi Struktur Modal (Studi Kasus Pada Perusahaan Pertambangan Yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2008-2011)". *Diponegoro Journal of Management*, Vol. 2, No. 2, h. 1-8.
- Ida Maftukhah. 2013. "Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, dan kinerja keuangan Sebagai Penentu Struktur Modal Perusahaan". *Jurnal Dinamika Manajemen*, Vol. 4, No. 1, h. 69-81.
- I Made Sudana. *Manajemen Keuangan Perusahaan Teori & Praktik*. Jakarta: Erlangga.
- Imam Ghozali. 2011. *Analisis Multivariate dengan Program SPSS*. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Indonesian Capital Market Directory. 2010. Jakarta: Institute for Economic and Financial Research (ECFIN).
- _____ (a). 2011. Jakarta: Institute for Economic and Financial Research (ECFIN).
- _____ (b). 2012. Jakarta: Institute for Economic and Financial Research (ECFIN).
- _____ (c). 2013. Jakarta: Institute for Economic and Financial Research (ECFIN).



- I Putu Andre SW dan I Made Karya Utama. 2014. "Pengaruh profitabilitas, Struktur Aset, dan pertumbuhan Penjualan Terhadap Struktur Modal Serta Harga Saham". *Jurnal kuntansi Universitas Udayana*, Vol. 6, No. 3, h. 514-530.
- Karadeniz, Erdinc, Serkan Yilmaz Kandir, Mehmet Balcilar, dan Yildirim Beyazit Onal. 2009. "Determinants of Capital Structure: Evidence from Turkish Lodging Companies". *International Journal of Contemporary Hospitality Management*, Vol. 21, No. 5, h. 594-609.
- Masnoon, Maryam dan Abiha Saeed. 2014. "Capital Structure Determinants of KSE Listed Automobile Companies". *European Scientific Journal*, Vol. 10, No. 13, h. 451-461.
- Md-Yusuf, Mazila, Fauziah Mohamad Yunus, dan Nur Zahraatul Lail Md Supaat. 2013. "Determinants of Capital Structure in Malaysia Electrical and Electronic Sector". *International Journal of Social, Management, Economics and Business Engineering*, Vol. 7, No. 6, h. 676-681.
- Nunky Rizka M dan Abdullah Taman. 2013. "Pengaruh Profitabilitas, Struktur Aktiva, dan Pertumbuhan Penjualan Terhadap Harga Saham dengan Struktur Modal sebagai Variabel Intervening pada Perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia". *Jurnal Nominal*, Vol. II, No. I, h. 137-158.
- R Agus Sartono. 2001. *Manajemen Keuangan Teori dan Aplikasi*. Yogyakarta: BPF-YOGYAKARTA.
- Pancawati Hardiningsih dan Racmawati Meita Oktaviani. 2012. "Determinan Kebijakan Hutang (Dalam Agency Theory dan Peking Order Theory)". *Dinamika Akuntansi, Keuangan, dan Perbankan*, Vol. 1, No. 1, h. 11-24.
- Sabir, Mahvish dan Qaisar Ali Malik. 2012. "Determinants of Capital Structure – A Study of Oil and Gas Sector of Pakistan". *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research In Business*, Vol. 3, No. 10, h. 395-400.
- Siti Ridloah. 2010. "Faktor Penentu Struktur Modal: Studi Empirik Pada Perusahaan Multifinansial". *Jurnal Dinamika Manajemen*, Vol. 1, No. 2, h. 144-153.
- Wahab, Rabiah. A, Mohd Sabri, Moh Amin, dan Khairuddin Yusop. 2012. "Determinants of Capital of Malaysian Property Developers". *Middle East Journal of Scientific Research*, Vol. 11, No. 8, h. 1013-1021.
- www.idx.co.id
- Yeniatie dan Nicken Destriana. 2010. "Faktor-faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang Pada Perusahaan NonKeuangan Yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia". *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, Vol. 12, No. 1, h. 1-16.
- Zulfia Andina dan A Mulyo Haryanto. 2013. "Analisis Pengaruh Profitabilitas, Likuiditas, Pertumbuhan Penjualan, pertumbuhan Perusahaan, dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Hutang (Studi Kasus Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar di BEI Periode 2008-2010)". *Diponegoro Journal of Management*, Vol. 2, No. 2, h. 1-12.