

**PENGARUH SET PELUANG INVESTASI, PERTUMBUHAN
PERUSAHAAN, STRUKTUR ASET, *RETAINED EARNING*,
DAN KEPEMILIKAN INSTITUTIONAL TERHADAP
KEBIJAKAN HUTANG**

ARTIKEL ILMIAH

Diajukan untuk Memenuhi Salah Satu Syarat Penyelesaian
Program Pendidikan Sarjana
Jurusan Akuntansi



Oleh :

BERTHA ANDRIELLA

NIM : 2012310324

**SEKOLAH TINGGI ILMU EKONOMI PERBANAS
S U R A B A Y A
2015**

PENGESAHAN ARTIKEL ILMIAH

Nama : Bertha Andriella
Tempat, Tanggal Lahir : Surabaya, 12 Januari 1995
N.I.M : 2012310324
Jurusan : Akuntansi
Program Pendidikan : Strata I
Konsentrasi : Akuntansi Keuangan
Judul : Pengaruh Set Peluang Investasi, Pertumbuhan Perusahaan, Struktur Aset, *Retained Earning*, dan Kepemilikan Institutional terhadap Kebijakan Hutang

Disetujui dan diterima baik oleh :

Dosen Pembimbing,

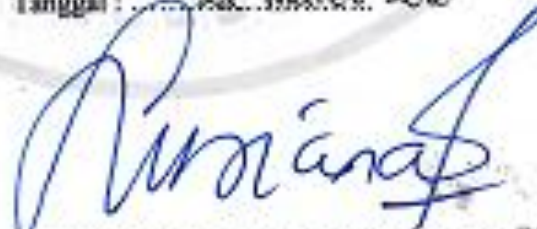
Tanggal : 21 Maret 2016



(Divah Pujiati, SE., M.Si)

Ketua Program Sarjana Akuntansi,

Tanggal : 22 Maret 2016



(Dr. Luciana Spica Almilia, SE., M.Si., OIA)

PENGARUH SET PELUANG INVESTASI, PERTUMBUHAN PERUSAHAAN, STRUKTUR ASET, *RETAINED EARNING*, DAN KEPEMILIKAN INSTITUTIONAL TERHADAP KEBIJAKAN HUTANG

Bertha Andriella

2012310324

STIE Perbanas Surabaya

Email : berthaandriella95@gmail.com

Jl. Nginden Semolo 34-36 Surabaya

ABSTRACT

Debt policy refers to the basic policy of the company regarding the amount of short term debt and long term debt as a form of alternative funding. Factors that influence the debt policy is investment opportunity set, growth company, assets structure, retained earning, and institutional ownership. This study analyzed the effect of investment opportunity set, growth company, assets structure, retained earning, and institutional ownership to debt policy. The subjects of this study consisted of Manufactured companies listed in Indonesia Stock Exchange in the period 2012-2014 were selected by purposive sampling. The analysis method in this research used multiple linear regression. The result of regression analysis was investment opportunity set didn't significant positive effect to debt policy, growth company didn't significant negative effect to debt policy, asset structure significant positive effect to debt policy, retained earning significant negative effect to debt policy, and institutional ownership significant positive effect to debt policy.

Keywords : *debt policy, growth company, institutional ownership, investment opportunity set, retained earning*

PENDAHULUAN

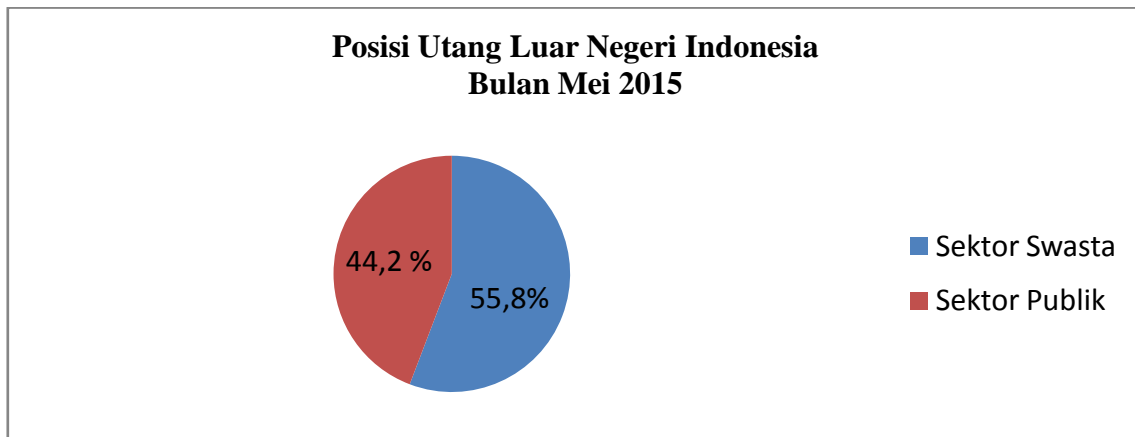
Pengelola perusahaan yakni manajer memegang peranan penting dalam proses pengambilan keputusan yang berkaitan dengan kegiatan utama perusahaan termasuk dalam hal pencairan dana. Keputusan yang diambil harus sesuai dengan tujuan-tujuan perusahaan dengan mempertimbangkan kepentingan pihak-pihak yang terlibat termasuk pemilik modal. Pada dasarnya manajemen seharusnya bertindak berdasarkan kepentingan para pemilik modal, tetapi manajemen mempunyai tujuan yang berbeda dengan tujuan pemilik modal. Konflik antara manajemen dan pemilik modal disebabkan karena adanya perbedaan kepentingan yang disebut dengan *agency conflict*.

Menurut Moeljadi (2006:14), Ada dua bentuk sumber pendanaan perusahaan yaitu sumber pendanaan internal (*internal financing*), dan sumber pendanaan eksternal (*external financing*). Pendanaan internal adalah penggunaan dana yang berasal dari dalam perusahaan misalnya laba ditahan dan berbagai cadangan (cadangan penyusutan). Sedangkan pendanaan eksternal adalah penggunaan dana yang berasal dari luar perusahaan misalnya calon pemegang saham baru dan calon kreditor. Salah satu alternatif pendanaan yang dapat digunakan oleh manajemen untuk mendapatkan dana yang besar yakni dengan melakukan pendanaan eksternal melalui hutang.

Kondisi utang luar negeri Indonesia pada akhir Mei 2015 tercatat sebesar USD 302,3 miliar atau setara dengan 3,926 triliun rupiah. Mengutip laman dari Bank

Indonesia (25/7/2015), grafik mengenai kondisi utang luar negeri Indonesia

ditunjukkan dalam gambar 1.



Gambar 1

Posisi Utang Luar Negeri Indonesia Bulan Mei 2015

Sumber : <http://economy.okezone.com> dan laman Bank Indonesia

Berdasarkan data pada gambar 1, Utang luar negeri Indonesia sektor publik sebesar USD 133,5 miliar atau 44,2 % dari total utang luar negeri. Sementara disektor swasta sebesar 55,8 % dari total utang luar negeri, terutama terkonsentrasi pada sektor keuangan, industri pengolahan, pertambangan, serta listrik, gas, dan air bersih. Terkait dengan posisi tersebut, utang luar negeri sektor industri pengolahan mengalami peningkatan dari tahun-tahun sebelumnya. Akan tetapi pertumbuhan disektor industri pengolahan juga mengalami peningkatan. Sementara pertumbuhan disektor pertambangan, keuangan, listrik, gas dan air bersih mengalami penurunan.

Hasil penelitian Yulius (2011) menunjukkan bahwa adanya bukti empiris bahwa perusahaan mempunyai peluang bertumbuh yang besar mempunyai *debt ratio* yang rendah dalam keputusan struktur modalnya. Set peluang investasi atau *investment opportunity set* (IOS) terlihat pada peluang pertumbuhan perusahaan. Perusahaan yang mempunyai peluang investasi yang besar cenderung menggunakan sumber dana berasal dari laba ditahan dan modal saham daripada pinjaman yang mengandung risiko.

Suatu perusahaan yang sedang berada pada tahap pertumbuhan cenderung

menekan sebagian besar pendapatannya (Yeniati dan Nicken, 2010). Semakin cepat pertumbuhan perusahaan mengindikasikan sedang mengadakan ekspansi yang menimbulkan pendanaan yang cukup besar.

Menurut Yulius (2011), sebagian besar aset yang dimiliki perusahaan adalah aset tetap dan memiliki nilai likuiditas yang dapat dijual. Semakin besar jumlah aset tetap perusahaan, semakin besar pinjaman yang akan diberikan. Hal ini dikarenakan aset tetap sebagai jaminan kepada kreditur.

Semakin besar laba ditahan suatu perusahaan, maka perusahaan dapat menggunakan dana internal untuk pendanaan sehingga tidak menggunakan dana pihak lain atau hutang kepada kreditur dan penerbitan saham baru. Perusahaan dengan laba ditahan yang besar akan dapat mencukupi kebutuhan pendanaan perusahaan.

Hasil penelitian Eva Larasati (2011) menunjukkan bahwa rata-rata emiten di Indonesia lebih dari 55 % sahamnya dimiliki oleh suatu institusi, artinya perusahaan *go public* di Indonesia dikendalikan melalui institusi atau badan hukum (PT) berbentuk *holding company*. Tingginya kepemilikan institutional suatu perusahaan mencerminkan adanya kontrol

eksternal yang kuat terhadap perusahaan. Semakin tinggi kepemilikan institutional maka semakin tinggi penggunaan hutangnya.

Berdasarkan kesimpulan yang berbeda di atas, maka penulis tertarik untuk melakukan penelitian yang sama namun pada sampel dan periode yang berbeda. Hal ini dilakukan untuk mengetahui lebih jauh tentang pengaruh set peluang investasi, pertumbuhan perusahaan, struktur asset, *retained earning*, dan kepemilikan institutional terhadap kebijakan hutang pada perusahaan manufaktur yang *go public* di Bursa Efek Indonesia periode 2012-2014.

RERANGKA TEORITIS YANG DIPAKAI DAN HIPOTESIS

Kebijakan Hutang

Hutang adalah kewajiban masa kini yang mempunyai konsekuensi mengikat dimana penyelesaiannya mengorbankan sumber daya yang memiliki untuk memenuhi tuntutan pihak lain (SAK 2015, par.61). John J. Wild dan K.R. Subramanyam (2010:169) menjelaskan bahwa kewajiban dapat berupa pendanaan dan operasi. Kewajiban pendanaan (*financial liabilities*) merupakan seluruh bentuk pendanaan kredit seperti wesel bayar jangka panjang dan obligasi, pinjaman jangka pendek, dan sewa. Kewajiban operasi (*operating liabilities*) merupakan kewajiban yang timbul dari operasi seperti kreditor perdagangan, kredit yang ditanggguhkan, dan kewajiban pensiun.

Menurut FASB (*Financial Accounting Standard Board*), hutang adalah suatu pengorbanan ekonomi dimasa mendatang yang timbul karena kewajiban sekarang atau suatu entitas untuk menyerahkan aktiva atau memberikan jasa kepada entitas lain dimasa mendatang sebagai akibat transaksi masa lalu.

Kebijakan hutang adalah kebijakan yang diambil oleh manajemen dengan melakukan pembiayaan melalui hutang.

Menurut John J. Wild dan K.R. Subramanyam (2010:44), penggunaan hutang yang digunakan perusahaan sebagai bentuk sumber dananya. Besarnya hutang yang digunakan perusahaan dapat dilihat dari nilai *leverage ratio*.

Set Peluang Investasi

Menurut Yulius (2010), Implikasi teori IOS (*Investment opportunity set*) atau dikenal dengan set peluang investasi berkaitan dengan keputusan pendanaan yang telah dilakukan oleh perusahaan. Moeljadi (2006:236), menjelaskan bahwa keputusan pendanaan akan menyangkut penentuan secara optimal mengenai struktur modal dan kebijakan dividen.

Set peluang investasi secara melekat tidak dapat diamati dan cenderung tidak sempurna bila diukur dengan menggunakan proksi tunggal saja. Metha Arieska (2011) menjelaskan beberapa pendekatan yang digunakan untuk mengukur set peluang investasi sebagai berikut :

a. Pendekatan proksi berbasis pada harga (*price-based proxies*)

Proksi berbasis harga adalah proksi yang menyatakan bahwa prospek pertumbuhan perusahaan sebagian dinyatakan dalam harga pasar. Proksi ini menyatakan bahwa prospek pertumbuhan perusahaan secara parsial dinyatakan dalam harga-harga saham, dan perusahaan yang tumbuh akan memiliki nilai pasar yang lebih tinggi secara relatif untuk aset-aset (*aset in place*).

b. Pendekatan proksi berbasis pada investasi

Proksi berbasis investasi adalah suatu kegiatan investasi yang besar berkaitan secara positif dengan nilai IOS suatu perusahaan. Semakin tinggi IOS perusahaan maka semakin tinggi juga tingkatan investasi dalam berbentuk aset yang diinvestasikan untuk waktu yang lama.

Pertumbuhan Perusahaan

Pertumbuhan perusahaan merupakan gambaran bagaimana perkembangan usaha yang dilakukan periode sekarang dibandingkan dengan periode sebelumnya. Perusahaan yang mempunyai pertumbuhan yang tinggi menunjukkan bahwa dengan sumber daya yang dimiliki bisa menghasilkan pertumbuhan yang baik.

Westerfield Ross dan Jordan (2009:149) menjelaskan dua macam pertumbuhan yang digunakan dalam perencanaan jangka panjang yaitu pertumbuhan internal dan pertumbuhan berkelanjutan. Pertumbuhan internal adalah pertumbuhan maksimum yang dicapai tanpa pendanaan eksternal dan menggunakan sumber pendanaan internal. Pertumbuhan berkelanjutan adalah pertumbuhan maksimum yang dapat dicapai dengan menggunakan sumber dana dari luar perusahaan.

Struktur Aset

Jumingan (2006:19) menjelaskan struktur aset menggambarkan sebagian aset yang digunakan sebagai jaminan untuk memperoleh hutang. Struktur aset yang dijamin adalah aset tetap. Aset tetap (*fixed assets*) merupakan harta kekayaan yang berwujud, yang bersifat relatif permanen digunakan dalam operasi regular lebih dari satu tahun dan dibeli dengan tujuan tidak dijual kembali.

Aset tetap perusahaan dijadikan sebagai jaminan bagi kreditur sehingga struktur aset mempengaruhi fleksibilitas perusahaan dalam penggunaan hutang. Para kreditur akan memberikan pinjaman kepada perusahaan yang mempunyai jaminan aset tetap karena kreditur berfikir bahwa akan terhindar dari risiko tidak terbayarkan pokok pinjaman atau hutang.

Retained Earning

Saldo laba atau *retained earning* merupakan modal yang dihasilkan sebuah perusahaan. Saldo laba perusahaan mencerminkan akumulasi laba atau rugi yang tidak dibagikan. Saldo laba

merupakan sumber utama distribusi dividen. Saldo laba dapat dibatasi untuk pembayaran dividen. Pembatasan saldo laba merupakan pembatasan atau ketentuan sejumlah saldo laba yang didistribusikan sebagai dividen dan tujuan tertentu (Suad Husnan dan Pudjiastuti, 2011:230).

Ada dua alternatif perlakuan terhadap laba setelah pajak, yaitu akan diinvestasikan kembali sebagai laba ditahan ataukah dibagikan sebagai dividen. Laba ditahan menggambarkan kondisi keuangan internal perusahaan, karena jika perusahaan mempunyai nilai laba ditahan yang besar berarti perusahaan lebih memilih untuk menggunakan dana internal untuk mencukupi kebutuhan dananya.

Kepemilikan Institutional

Komposisi kepemilikan saham dapat memiliki dampak penting dalam sistem pengendalian manajemen dalam perusahaan. I Made Sudana (2011:10) menjelaskan kepemilikan institusional merupakan proporsi kepemilikan saham oleh pemerintah, institusi keuangan (perusahaan investasi bank, perusahaan asuransi), institusi berbadan hukum, institusi luar negeri, dan dana perwalian pada akhir tahun.

Kepemilikan institusional merupakan pemegang saham dari pihak eksternal yang melakukan pengawasan terhadap kinerja manajemen sehingga manajer tidak melakukan perilaku oportunistik dalam menjalankan perusahaan. Kepemilikan institusional akan mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal (Yeniatie dan Nicken, 2010).

Pengaruh Set Peluang Investasi terhadap Kebijakan Hutang

Jensen (1986) menyatakan bahwa kebijakan pendanaan sehubungan dengan peluang investasi, pada umumnya merupakan hasil negosiasi terhadap problem *underinvestment*. Perusahaan dengan peluang investasi yang tinggi biasanya memiliki tingkat pertumbuhan

yang tinggi. Hal ini dikarenakan perusahaan tersebut melakukan investasi akan tetapi memiliki *free cash flow* dan *aset in place* yang rendah sehingga memiliki potensi *underinvestment* atau penggunaan hutang yang besar.

Yulius (2011) menemukan hasil yang bahwa set peluang investasi berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang. Prospek pertumbuhan perusahaan akan direspon positif oleh pasar sehingga peluang investasi yang dihasilkan sangat besar. Berdasarkan uraian tersebut maka dalam penelitian ini dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut :

Hipotesis 1 : Set Peluang Investasi memiliki pengaruh positif terhadap kebijakan hutang.

Pengaruh Pertumbuhan Perusahaan terhadap Kebijakan Hutang

I Made Sudana (2011:162) menjelaskan suatu perusahaan yang mengalami pertumbuhan yang tinggi berarti perusahaan tersebut berhasil meningkatkan nilai perusahaan untuk menghasilkan keuntungan/laba. Perusahaan dengan pertumbuhan yang tinggi menunjukkan bahwa dengan sumber daya yang dimiliki bisa menghasilkan pertumbuhan yang baik. Pertumbuhan perusahaan mempunyai pengaruh negatif terhadap hutang perusahaan karena suatu perusahaan yang sedang berada pada tahap pertumbuhan menghasilkan laba yang konsisten sehingga perusahaan mencukupi kebutuhan dananya.

Pecking Order Theory menyatakan bahwa perusahaan yang tingkat pertumbuhan tinggi maka perusahaan mempunyai dana internal mencukupi kegiatan operasional perusahaan. Penelitian pertumbuhan perusahaan terhadap kebijakan hutang dilakukan oleh Pancawati dan Rachmawati (2012), dan Rizka dan Ratih (2009). Hasil yang mereka peroleh yaitu pertumbuhan perusahaan berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang. Perusahaan yang pertumbuhannya tinggi mempunyai

sumber dana internal yang mencukupi kegiatan operasionalnya. Berdasarkan pada telaah literatur yang menjelaskan pertumbuhan perusahaan, maka hipotesis yang dapat dirumuskan sebagai berikut :

Hipotesis 2 : Pertumbuhan Perusahaan memiliki pengaruh negatif terhadap kebijakan hutang.

Pengaruh Struktur Aset terhadap Kebijakan Hutang

Perusahaan dengan komposisi aset lancar yang lebih besar daripada komposisi aset tetap terhadap total aset dapat menggunakan utang yang lebih besar untuk mendanai investasinya dibandingkan dengan perusahaan yang komposisi aset tetapnya lebih besar dibandingkan dengan aset lancar. Aset tetap merupakan salah satu jaminan yang bisa menyakinkan pihak lain untuk bisa memberikan pinjaman kepada perusahaan, sehingga perusahaan yang struktur asetnya lebih fleksibel akan lebih mudah memperoleh pinjaman.

Teori Keagenan menjelaskan bahwa perusahaan menggunakan hutang dengan melakukan jaminan pinjaman kepada pihak lain untuk melakukan pengawasan terhadap manajemen. Semakin tinggi struktur aset tetap di perusahaan maka semakin tinggi tingkat penggunaan utang yang dilakukan sebagai pengawasan terhadap manajemen. Penelitian tentang struktur aset terhadap kebijakan hutang dilakukan oleh Pancawati dan Rahmawati (2012), Yenziatie dan Nicken (2010). Hasil yang diperoleh yaitu struktur aset mempunyai pengaruh positif terhadap kebijakan hutang. Aset Perusahaan yang dijadikan jaminan kredit lebih banyak menggunakan hutang karena investor akan selalu memberikan pinjaman apabila mempunyai aset tetap yang dijamin. Berdasarkan uraian tersebut maka dalam penelitian ini dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut :

Hipotesis 3 : Struktur Aset memiliki pengaruh positif terhadap kebijakan hutang.

Pengaruh *Retained Earning* terhadap Kebijakan Hutang

John J. Wild dan K.R. Subramanyam (2010:230), *retained earning* merupakan salah satu sumber dana yang paling penting dan utama bagi perusahaan, karena laba ditahan merupakan dana milik perusahaan sendiri, sehingga biaya modalnya lebih rendah daripada menggunakan dana pihak lain. Laba ditahan merupakan akumulasi laba yang merupakan hak para pemegang saham, sehingga semakin banyak dana yang dialokasikan ke *retained earning*, maka laba yang dibayarkan ke dividen semakin berkurang. Semakin besar laba yang tidak dibayarkan sebagai dividen maka semakin banyak sumber dana internal untuk melakukan pendanaan dan tidak banyak menggunakan utang dalam pembelanjaan perusahaan.

Pecking Order Theory menjelaskan bahwa perusahaan akan mengutamakan menggunakan sumber dana internal untuk kebutuhan pendanaan perusahaan. Dengan tingkat laba ditahan yang besar mengisyaratkan adanya sumber dana internal yang cukup untuk mencukupi kebutuhan pendanaan dan tidak banyak menggunakan utang sebagai sumber pendanaan perusahaan. Hasil penelitian Pancawati dan Rahmawati (2012) menunjukkan bahwa laba ditahan mempunyai pengaruh yang negatif terhadap kebijakan hutang. Semakin besar laba ditahan menjelaskan bahwa perusahaan semakin besar menggunakan dana internal perusahaan untuk reinvestasi, sehingga tidak banyak menggunakan dana pihak lain. Berdasarkan pada telaah literatur yang menjelaskan pertumbuhan perusahaan, maka hipotesis yang dapat dirumuskan sebagai berikut :

Hipotesis 4 : *Retained Earning* memiliki pengaruh negatif terhadap kebijakan hutang.

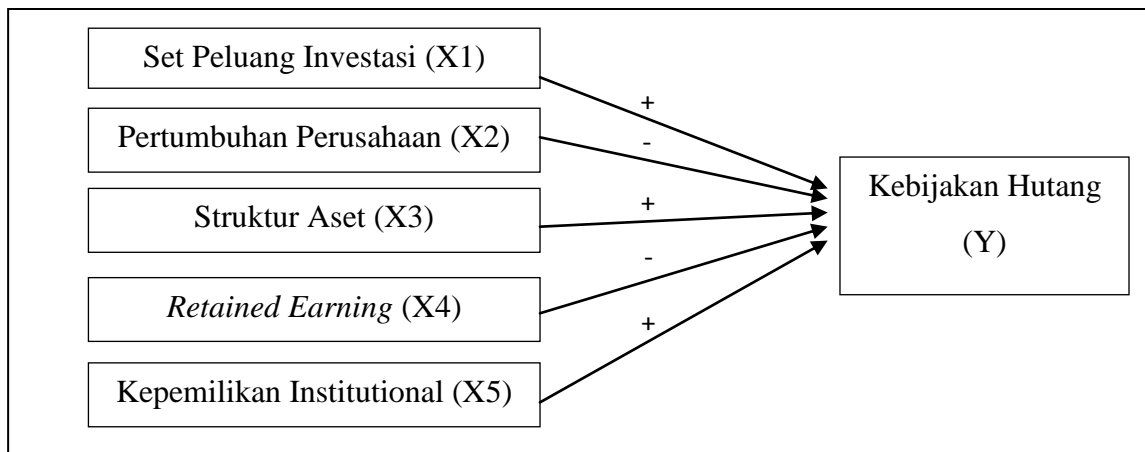
Pengaruh Kepemilikan Institutional terhadap Kebijakan Hutang

Kepemilikan Institutional merupakan pemegang saham dari pihak eksternal yang melakukan pengawasan terhadap kinerja manajemen sehingga manajer tidak melakukan perilaku oportunistik dalam menjalankan perusahaan. Perusahaan dengan kepemilikan institutional yang tinggi cenderung menggunakan hutang. Hal ini dikarenakan pemegang saham tidak menginginkan deviden yang dibagikan berkurang dikarenakan adanya penerbitan saham baru yang dikeluarkan perusahaan sebaliknya pemegang saham institusi menginginkan hutang untuk mencukupi kebutuhan dana perusahaan.

Kepemilikan institusional memiliki arti penting dalam memonitor manajemen dalam mengelola perusahaan. Semakin besar kepemilikan institusional maka semakin efisien fungsi monitoring terhadap manajemen dalam pemanfaatan aset perusahaan serta pencegahan pemborosan oleh manajemen (Sofyaningsih dan Hardiningsih, 2011). Penelitian tentang kepemilikan institutional terhadap kebijakan hutang dilakukan oleh Eva Larasati (2011), Rizka dan Ratih (2009). Hasil yang mereka peroleh yaitu kepemilikan institutional berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang. Hal ini menggambarkan bahwa naiknya kepemilikan institutional akan menyebabkan kenaikan pula pada hutang perusahaan. Berdasarkan pada telaah literatur yang menjelaskan pertumbuhan perusahaan, maka hipotesis yang dapat dirumuskan sebagai berikut :

Hipotesis 5 : Kepemilikan Institutional memiliki pengaruh positif terhadap kebijakan hutang.

Kerangka pemikiran yang mendasari penelitian ini dapat digambarkan sebagai berikut :



Gambar 2
Kerangka Pemikiran

METODE PENELITIAN

Klasifikasi Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia periode 2012-2014. Teknik pengambilan sampel menggunakan metode *purposive sampling* atau dengan kriteria pemilihan. Adapun kriteria pemilihan sebagai berikut : (1) Perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) dan mengeluarkan laporan keuangan lengkap periode 2012-2014, (2) Perusahaan yang menggunakan mata uang rupiah dalam laporan keuangannya, (3) Sampel yang digunakan harus mempunyai kepemilikan institutional.

Dari 143 perusahaan yang tercatat di Bursa Efek Indonesia, maka diperoleh 97 perusahaan yang menjadi sampel penelitian sesuai dengan kriteria pemilihan sampel.

Data Penelitian

Penelitian ini mengambil sampel perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia yang sudah dikategorikan dengan ciri-ciri khusus yang tercantum sebelumnya selama periode 2012-2014. Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data kuantitatif. Teknik pengumpulan data untuk keperluan penelitian ini dilakukan dengan dokumentasi. Dokumentasi yang dilakukan adalah mengumpulkan semua

data sekunder yang telah tersedia di Bursa Efek Indonesia dan dilengkapi dengan ringkasan kinerja, buku akuntansi keuangan, dan data-data lainnya yang mendukung dalam penelitian ini.

Variabel Penelitian

Variabel penelitian yang digunakan dalam penelitian ini meliputi variabel dependen yaitu kebijakan hutang dan variabel independen terdiri dari set peluang investasi, pertumbuhan perusahaan, struktur aset, *retained earning*, dan kepemilikan institutional.

Definisi Operasional Variabel Kebijakan Hutang

Kebijakan hutang adalah kebijakan yang diambil oleh manajemen dengan melakukan pembiayaan melalui hutang. I Made Sudana (2011:20) menjelaskan Indikator dalam pengukuran variabel ini menggunakan *debt ratio*. *Debt ratio* mengukur proporsi dana yang bersumber dari utang untuk membiayai aset perusahaan.

$$Debt Ratio = \frac{Total\ hutang}{Total\ aset} \quad (1)$$

Set Peluang Investasi

Set peluang investasi secara melekat tidak dapat diamati dan cenderung tidak sempurna bila diukur dengan menggunakan proksi tunggal saja.

Metha Arieska (2011) menjelaskan beberapa pendekatan yang digunakan untuk mengukur set peluang investasi sebagai berikut :

a. Pendekatan proksi berbasis pada harga (*price-based proxies*)

Proksi berbasis harga adalah proksi yang menyatakan bahwa prospek pertumbuhan perusahaan sebagian dinyatakan dalam harga pasar. Proksi berbasis harga ini diukur dengan menggunakan :

1. Rasio *market to book value of equity* (MVEBVE)

$$MVEBVE = \frac{(n \times CP)}{\text{total ekuitas}} \quad (2)$$

Keterangan :

n = jumlah lembar saham

CP = harga penutupan

2. Rasio *market to book value of assets* (MVABVA)

$$MVABVA = \frac{\text{aset} - \text{ekuitas} + (n \times CP)}{\text{aset}} \quad (3)$$

Keterangan :

n = jumlah lembar saham

CP = harga penutupan

3. Rasio *firm value to book value of PPE* (VPPE)

$$VPPE = \frac{\text{aset} - \text{ekuitas} + (n \times CP)}{\text{aset tetap netto}} \quad (4)$$

Keterangan :

n = jumlah lembar saham

CP = harga penutupan

b. Pendekatan proksi berbasis pada investasi

Proksi berbasis investasi adalah suatu kegiatan investasi yang besar berkaitan secara positif dengan nilai IOS suatu perusahaan. Proksi berbasis investasi ini diukur dengan menggunakan :

1. *Capital Addition to assets book value ratio* (CEBVA)

$$CEBVA = \frac{(BV \text{ ATP } t - BV \text{ ATP } t - 1)}{\text{total aset}} \quad (5)$$

Keterangan :

BV = nilai buku

ATP= Aset tetap

2. *Capital Addition to assets market value ratio* (CEMVA)

$$CEMVA = \frac{(BV \text{ ATP } t - BV \text{ ATP } t - 1)}{(\text{aset} - \text{ekuitas}) + (n \times CP)} \quad (6)$$

Keterangan :

BV = nilai buku

ATP = aset tetap

n = jumlah lembar saham

CP = harga penutupan

Pertumbuhan Perusahaan

Pertumbuhan perusahaan adalah gambaran bagaimana perkembangan usaha yang dilakukan periode sekarang dibandingkan dengan periode sebelumnya. Pertumbuhan perusahaan diukur dengan *growth ratio*.

$$GROWTH = \frac{\text{aset}(t) - \text{aset}(t-1)}{\text{aset}(t-1)} \quad (7)$$

Struktur Aset

Struktur aset menggambarkan sebagian aset yang digunakan sebagai jaminan untuk memperoleh hutang. Struktur aset yang dijamin adalah aset tetap. Struktur aset merupakan proporsi aset tetap terhadap total aset perusahaan.

$$ASET = \frac{\text{Aset Tetap}}{\text{Total aset}} \quad (8)$$

Retained Earning

Laba ditahan menggambarkan kondisi keuangan internal perusahaan, karena jika perusahaan mempunyai nilai laba ditahan yang besar berarti perusahaan lebih memilih untuk menggunakan dana internal untuk mencukupi kebutuhan dananya. Pancawati dan Rahmawati (2012) menjelaskan pengukuran laba ditahan dengan menggunakan pengukuran variabel *dummy*. Untuk membedakan sampel perusahaan yang mempunyai laba ditahan positif dengan laba ditahan yang negatif atau defisit maka dalam sampel perusahaan yang mempunyai laba ditahan

positif diberikan kategori 1, sedangkan untuk perusahaan yang mempunyai laba ditahannya negatif maka di berikan kategori 0.

Kepemilikan Institutional

Kepemilikan institusional adalah proporsi kepemilikan saham oleh pemerintah, institusi keuangan (perusahaan investasi bank, perusahaan asuransi), institusi berbadan hukum, institusi luar negeri, dan dana perwalian pada akhir tahun. Kepemilikan institutional merupakan pemegang saham dari pihak eksternal yang melakukan pengawasan terhadap kinerja manajemen sehingga manajer tidak melakukan perilaku oportunistik dalam menjalankan perusahaan.

$$INST = \frac{\text{Jumlah saham institusi}}{\text{Jumlah saham beredar}} \quad (9)$$

Teknik Analisis Data

Teknik-teknik yang digunakan dalam mengelola data setelah data terkumpul yaitu:

Analisis Deskriptif

Menjelaskan tentang variabel-variabel yang digunakan, yaitu kebijakan hutang, set peluang investasi, pertumbuhan perusahaan, struktur aset, *retained earning*, dan kepemilikan institutional.

Uji Asumsi Klasik

Uji Normalitas

Uji normalitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi, variabel pengganggu/residual memiliki distribusi normal. Pengujian dilakukan dengan menggunakan uji Kolmogrov-Smirnov. Apabila hasil pengujian menunjukkan hasil yang tidak signifikan, artinya data terdistribusi normal. Jika tidak terdistribusi normal, artinya dapat diatasi dengan membuang data yang menyimpang jauh dari distribusi normal yang terbentuk.

Uji Multikolinearitas

Uji multikolinearitas bertujuan untuk menguji apakah model regresi ditemukan adanya korelasi antar variabel independen (bebas). Model regresi yang baik seharusnya tidak terjadi korelasi antara variabel independen. Cara untuk mendeteksi ada atau tidaknya multikolinearitas adalah apabila nilai tolerance > 0,10 atau nilai VIF < 10. Jika terjadi multikolinearitas, maka dapat diatasi dengan transformasi variabel atau mengeluarkan satu variabel independen yang mempunyai korelasi tinggi dari regresi.

Uji Autokorelasi

Uji autokorelasi bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi ada korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode t dengan kesalahan pengganggu pada periode t-1. Pengujian dilakukan dengan Uji Durbin-Watson (DW Test) dengan kriteria sebagai berikut: (a) Bila nilai DW terletak antara batas atas/Upper Bound (du) dan (4-du), maka koefisien autokorelasi sama dengan nol, artinya tidak ada autokorelasi (b). Bila nilai DW terletak diantara batas atas (du) dan batas bawah (dl) atau DW terletak di antara (4-du) dan (4-dl) maka hasilnya tidak dapat disimpulkan (c). Bila nilai DW lebih rendah dari batas bawah / Lower Bound (dl), maka koefisien autokorelasi lebih besar dari nol artinya ada autokorelasi positif, dan (d). Bila nilai DW lebih besar dari (4-dl), maka koefisien autokorelasi lebih kecil dari nol, artinya ada autokorelasi negatif.

Uji Heteroskedastisitas

Uji heteroskedastisitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan variance dari residual satu pengamatan ke pengamatan yang lain. Cara untuk mendeteksi ada atau tidaknya heteroskedastisitas dengan Uji Glejser. Uji Glejser mengusulkan untuk meregres nilai absolut residual terhadap variabel independen (Imam Ghozali,

2013:142). Jika variabel independen signifikan secara statistik mempengaruhi variabel dependen, maka ada indikasi terjadi heteroskedastisitas. Hal ini terlihat dari probabilitas signifikansinya diatas kepercayaan 5%.

Alat Analisis

Untuk mengetahui hubungan antara set peluang investasi, pertumbuhan perusahaan, struktur aset, *retained earning* dan kepemilikan institutional terhadap kebijakan hutang pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2012-2014 digunakan model regresi linier berganda (*multiple regression analysis*).

Alasan dipilihnya model regresi linier berganda karena untuk menguji pengaruh beberapa variabel bebas terhadap satu variabel terikat. Untuk mengetahui hubungan tersebut, maka berikut adalah persamaan regresinya :

$$Y = a + b_1x_1 + b_2x_2 + b_3x_3 + b_4x_4 + b_5x_5 + e$$

Dimana :

- Y = Kebijakan hutang
- b₁,b₂,b₃,b₄,b₅ = koefisien regresi
- a = konstanta
- X₁ = Set peluang investasi
- X₂ = pertumbuhan
- X₃ = struktur aset
- X₄ = *retained earnings*
- X₅ = kepemilikan institutional
- e = *error*

Tahap berikutnya adalah pengujian hipotesis yang akan menguji baik uji model (Uji F) maupun pengujian statistik (Uji t)

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Uji Deskriptif

Analisis deskriptif digunakan untuk memberikan gambaran mengenai variabel-variabel dalam penelitian ini yaitu, variabel kebijakan hutang, pertumbuhan perusahaan, struktur aset, *retained earning*, dan kepemilikan institutional.

Tabel 1 berikut adalah hasil uji deskriptif :

Tabel 1
Hasil Analisis Deskriptif

Variabel	N	Minimum	Maximum	Rata-rata	Standar deviasi
Kebijakan Hutang	190	0,031922	1,406920	0,463824	0,249424
Set Peluang Investasi	190	-5,960857	82,920727	10,618896	12,925789
Pertumbuhan Perusahaan	190	-0,427885	3,779959	0,220786	0,391589
Struktur Aset	190	0,021485	0,948050	0,357243	0,206921
Kepemilikan Institutional	190	0,000596	0,989583	0,557782	0,260105

Variabel	N	Positif	Negatif
Laba ditahan	190	157	33
		82,63 %	17,37 %

Sumber : Data diolah

Berdasarkan pada tabel 1 nilai kebijakan hutang tertinggi adalah PT. Sumalindo Lestari Jaya Tbk (SULI) yang menempati posisi nilai tertinggi sebesar 1,40692 di tahun 2014. Sedangkan nilai kebijakan hutang terendah dimiliki PT. Jembo Cable Company Tbk (JECC) sebesar 0,031922 ditahun 2013. Secara keseluruhan perusahaan sampel (N) memiliki kebijakan hutang yang baik. Hal tersebut ditunjukkan dengan melihat rata-rata kebijakan hutang dibawah 1, sehingga dapat disimpulkan bahwa perusahaan dapat membayar hutang dengan aset perusahaan.

Variabel IOS menggunakan pendekatan untuk pengukuran lima proksi tunggal menjadi satu proksi gabungan yaitu set peluang investasi dengan menggunakan analisis faktor. Tabel tersebut menyajikan rincian nilai maksimum dan minimum dari nilai keseluruhan atas komponen MVEBVE, MVABVA, VPPE, CEBVA, dan CEMVA yang telah dilakukan analisis faktor selama tahun 2012-2013. Nilai set peluang investasi tertinggi dimiliki PT. Hanjaya Mandala Sampoerna Tbk (HMSP) sebesar 82,9207 ditahun 2012 sedangkan nilai set peluang investasi terendah tahun 2012 dimiliki PT. Yana Prima Hasta Persada Tbk (YPAS) sebesar -5,9608. Secara keseluruhan perusahaan sampel (N) memiliki nilai set peluang yang tinggi dengan nilai *mean* yang tinggi diatas 1. Hal ini dapat disimpulkan bahwa berdasarkan pendekatan harga dan pendekatan investasi maka perusahaan memiliki tingkat investasi yang tinggi dimana banyaknya aset yang ditanamkan perusahaan.

Nilai pertumbuhan perusahaan tertinggi dimiliki PT. Hanson International Tbk (MYRX) sebesar 3,7799 di tahun 2013 sedangkan nilai pertumbuhan perusahaan terendah dimiliki PT. Alaska Industrindo Tbk (ALKA) sebesar -0,4278 ditahun 2012. Hasil ringkasan diatas pertumbuhan perusahaan ditunjukkan

dengan melihat rata-rata pertumbuhan perusahaan bernilai positif, sehingga dapat disimpulkan bahwa perusahaan memanfaatkan sumber daya yang dimiliki dan menghasilkan pertumbuhan perusahaan yang baik.

Nilai tertinggi struktur aset dimiliki oleh PT. Kertas Basuki Rachmat Indonesia Tbk. (KBRI) sebesar 0,9480 ditahun 2012 sedangkan nilai terendah sebesar 0,0214 pada tahun 2012 yang dimiliki oleh PT. Alaska Industrindo Tbk. (ALKA). Secara keseluruhan perusahaan sampel (N) memiliki struktur aset yang baik. Hal tersebut ditunjukkan dengan melihat rata-rata struktur aset sebesar 0,35, sehingga dapat disimpulkan bahwa perusahaan mempunyai struktur aset yang baik dengan nilai proporsi aset tetap yang dimiliki perusahaan sebesar 35% dari total aset.

Retained earning atau laba ditahan diukur menggunakan variabel *dummy* dimana dikategorikan 1 jika mempunyai laba ditahan positif dan dikategorikan 0 jika mempunyai laba ditahan negatif atau defisit. Didalam tabel 4.2, variabel laba ditahan menunjukkan bahwa terdapat 157 sampel yang mempunyai laba ditahan positif atau sama dengan 82,63 persen dari keseluruhan sampel, sedangkan 33 sampel lainnya mempunyai laba ditahan negatif (defisit) atau sama dengan 17,37 persen dari keseluruhan sampel.

Nilai tertinggi kepemilikan institutional sebesar 0,9895 dimiliki oleh PT. Bentoel International Investama Tbk. (RMBA) sedangkan nilai terendah sebesar 0,0005 pada tahun 2012 yang dimiliki oleh PT. Sepatu Bata Tbk. (BATA). Hasil ringkasan kepemilikan institutional menunjukkan bahwa sebagian perusahaan yang memiliki kepemilikan institutional sebesar lebih dari 50%. Dapat disimpulkan bahwa semakin tinggi nilai kepemilikan institutional maka memiliki dampak penting dalam sistem pengendalian manajemen perusahaan terutama dalam penggunaan dana perusahaan.

Tabel 2
Uji Normalitas

		Unstandardized Residual
N		190
Normal Parameters ^{a,b}	Mean	.0000000
	Std. Deviation	.21845551
Most Extreme Differences	Absolute	.054
	Positive	.054
	Negative	-.037
Kolmogorov-Smirnov Z		.054
Asymp. Sig. (2-tailed)		.200 ^{c,d}

Tabel 3
Uji Multikolonieritas

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
(Constan)	.511	.069		7.403	.000		
IOS	-.002	.001	-.126	-1.805	.073	.861	1.161
GROWTH	.000	.042	.000	-.006	.995	.972	1.029
ASTP	.223	.085	.185	2.624	.009	.838	1.193
LABA	-.214	.044	-.327	-4.922	.000	.947	1.056
INST	.136	.062	.142	2.184	.030	.990	1.011

Tabel 4
Uji Autokorelasi

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.483 ^a	.233	.212	.2214037	1.776

Tabel 5
Uji Heteroskedastisitas

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
(Constan)	.322	.039		8.419	.000
IOS	-.002	.001	-.160	-2.127	.035
GROWTH	-.006	.024	-.017	-.238	.815
ASTP	-.089	.049	-.140	-1.829	.069
LABA	-.093	.025	-.269	-3.747	.000
INST	-.056	.036	-.110	-1.568	.119

Uji Asumsi Klasik

Uji Normalitas

Berdasarkan hasil uji normalitas pada penelitian ini nilai Kolmogorov-Smirnov sebesar 0,054 dan tidak signifikan pada 0,05 (karena $p=0,200 > 0,05$). Berarti residual terdistribusi normal dan hasilnya dapat dilihat pada Tabel 2.

Uji Multikolinearitas

Berdasarkan hasil uji multikolinearitas pada penelitian ini dapat diketahui bahwa nilai VIF (*Variance Inflation Factor*) variabel-variabel independen tidak ada yang memiliki nilai diatas 10, hasilnya berkisar antara 1,011 sampai 1,193 sedangkan *tolerance value* tidak ada yang memiliki nilai dibawah 0,10 hasilnya berkisar antara 0,838 sampai 0,990. Sehingga dapat disimpulkan bahwa hasil uji tersebut menunjukkan tidak terjadi multikolinearitas antara variabel independen dalam model regresi dan hasilnya dapat dilihat pada Tabel 3.

Uji Autokorelasi

Berdasarkan hasil uji autokorelasi pada penelitian ini dapat diketahui bahwa nilai DW sebesar 1,776 dibanding dengan nilai tabel dengan menggunakan nilai signifikan 0,05 atau 5%, jumlah sampel (n) 190 dan jumlah variabel independen (k) 5. Karena nilai DW sebesar 1,776 lebih kecil dari batas atas (du) 1,816 dan lebih besar dari batas bawah (dl). Sehingga dapat disimpulkan bahwa hasil uji tersebut menunjukkan tidak ada kesimpulan dalam model regresi.

Uji Heteroskedastisitas

Berdasarkan hasil uji heteroskedastisitas pada penelitian ini dapat diketahui bahwa nilai variabel independen IOS dan laba ditahan yang signifikan secara statistik mempengaruhi variabel dependen nilai absolut Res (*Abs_Res*). Hal ini terlihat dari probabilitas signifikansinya dibawah tingkat kepercayaan 5%. Jadi dapat disimpulkan model regresi mengandung adanya heteroskedastisitas.

Tabel 6
Hasil Analisis Regresi Linier Berganda

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Keterangan
	B	Std. Error	Beta			
(Constan)	.511	.069		7.403	.000	
IOS	-.002	.001	-.126	-1.805	.073	Tidak signifikan
GROWTH	.000	.042	.000	-.006	.995	Tidak signifikan
ASTP	.223	.085	.185	2.624	.009	Positif signifikan
LABA	-.214	.044	-.327	-4.922	.000	Negatif signifikan
INST	.136	.062	.142	2.184	.030	Positif signifikan
Uji F	Fhitung = 11.173				.000	Model Fit
Uji R ²	Adjusted R square = .212		SEE = .2214037			

Analisis Regresi Linier Berganda

Merupakan suatu analisis yang digunakan untuk mengetahui besarnya pengaruh beberapa variabel bebas pada variabel terikat. Adapun dapat dilihat pada Tabel 6 dan disusun menjadi persamaan regresi sebagai berikut:

$$Y = 0,511 - 0,002 X_1 + 0,000 X_2 + 0,023 X_3 - 0,214 X_4 + 0,136 X_5 + e$$

Persamaan regresi linier berganda tersebut dapat menjelaskan masing-masing koefisien regresi sebagai berikut:

- Konstanta sebesar 0,511 yang artinya bahwa jika variabel independen (set peluang investasi, pertumbuhan perusahaan, struktur asset, *retained*

earning, dan kepemilikan institutional) dianggap konstan, maka besarnya kebijakan hutang sebesar 0,511.

- b. Koefisien regresi struktur aset sebesar 0,223 yang menyatakan bahwa setiap kenaikan variabel struktur aset sebesar 1 rupiah maka akan meningkatkan variabel kebijakan hutang sebesar 0,223 rupiah.
- c. Koefisien regresi laba ditahan sebesar $-0,214$ yang menyatakan bahwa setiap kenaikan variabel laba ditahan sebesar 1 rupiah maka akan menurunkan variabel kebijakan hutang sebesar 0,214 rupiah.
- d. Koefisien regresi kepemilikan institutional sebesar 0,136 yang menyatakan bahwa setiap kenaikan variabel kepemilikan institutional sebesar 1 persen maka akan meningkatkan variabel kebijakan hutang sebesar 0,136 persen.

Uji Hipotesis

Uji Model (Uji F)

Uji F pada penelitian ini digunakan untuk mengetahui apakah model regresi set peluang investasi, pertumbuhan perusahaan, struktur aset, laba ditahan, kepemilikan institutional terhadap kebijakan hutang apakah fit dengan data penelitian sehingga data tersebut dapat digunakan atau model regresi sudah tepat. Pada tabel 6 dapat dilihat menunjukkan bahwa hasil nilai F hitung 11,173 dengan tingkat signifikansi 0,000. Nilai signifikansi tersebut $< 0,05$ yang artinya H_0 ditolak. Hal ini berarti bahwa data tersebut dapat dikatakan memenuhi penilaian data yang fit sehingga dapat digunakan untuk pengujian selanjutnya. Jadi dapat disimpulkan hasil uji F menunjukkan model regresi baik (fit).

Uji Koefisien Determinasi (Uji R^2)

Uji Koefisien determinasi digunakan untuk mengukur seberapa jauh kemampuan model dapat menjelaskan variasi dari variabel dependen. Nilai koefisien determinasi adalah antara nol dan satu.

Nilai (R^2) yang kecil berarti kemampuan variabel-variabel independen dalam menjelaskan variabel independen sangat terbatas. Nilai (R^2) yang mendekati satu berarti variabel independen dapat memberikan semua informasi yang dibutuhkan memprediksi variasi variabel independen. Tabel 6 menunjukkan besarnya nilai *Adjusted R Square* sebesar 0,212 yang artinya bahwa hanya 21,2% variasi kebijakan hutang dapat dijelaskan oleh variasi set peluang investasi, pertumbuhan perusahaan, struktur aset, laba ditahan, dan kepemilikan institutional. Sisanya sebesar 78,8% dijelaskan oleh variabel lain diluar model. Nilai *standard error of the estimate* (SEE) sebesar 0,2214037. Nilai SEE ini menunjukkan bahwa semakin kecil nilai SEE akan membuat model regresi semakin tepat dalam memprediksi variabel dependen.

Uji statistik t

Berdasarkan tabel 6 dapat diketahui bahwa Variabel X_1 (set peluang investasi) berdasarkan hasil perhitungan yang diperoleh dengan tingkat signifikansi sebesar 0,073 lebih besar dari taraf signifikansi 0,05. Nilai t hitung sebesar $-1,805$ dan tidak bernilai positif maka H_0 diterima. Variabel set peluang investasi tidak berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang.

Variabel X_2 (pertumbuhan perusahaan) berdasarkan hasil perhitungan yang diperoleh dengan tingkat signifikansi sebesar 0,995 lebih besar dari taraf signifikansi 0,05. Nilai t hitung sebesar $-0,006$ dan bernilai negatif maka H_0 diterima. Variabel pertumbuhan perusahaan tidak berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang.

Variabel X_3 (struktur aset) berdasarkan hasil perhitungan yang diperoleh dengan tingkat signifikansi sebesar 0,009 lebih kecil dari taraf signifikansi 0,05. Nilai t hitung sebesar 2,624 dan bernilai positif maka H_0 ditolak. Variabel struktur aset berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang.

Variabel X_4 (laba ditahan) berdasarkan hasil perhitungan yang diperoleh dengan tingkat signifikansi sebesar 0,000 lebih kecil dari taraf signifikansi 0,05. Nilai t hitung sebesar $-4,922$ dan bernilai negatif maka H_0 ditolak. Variabel laba ditahan berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang.

Variabel X_5 (kepemilikan institutional) berdasarkan hasil perhitungan yang diperoleh dengan tingkat signifikansi sebesar 0,030 lebih kecil dari taraf signifikansi 0,05. Nilai t hitung sebesar $2,814$ dan bernilai positif maka H_0 ditolak. Variabel kepemilikan institutional berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang.

Pembahasan Pengaruh Set Peluang Investasi terhadap Kebijakan Hutang

Berdasarkan hasil uji yang dilakukan dengan menggunakan regresi linier berganda menunjukkan bahwa nilai t hitung sebesar $-1,805$ dengan tingkat signifikansi sebesar 0,073 lebih besar dari 0,05 atau 5%. Hal ini menunjukkan bahwa hipotesis pertama tidak terpenuhi yaitu set peluang investasi tidak dapat mempengaruhi positif terhadap kebijakan hutang. Artinya bahwa set peluang investasi semakin rendah maka semakin tinggi kebijakan hutang.

Dapat disimpulkan bahwa apabila dalam perusahaan set peluang investasi semakin tinggi tidak berarti bahwa perusahaan tersebut memiliki kebijakan hutang yang tinggi hanya karena dianggap bahwa nilai set peluang investasi tinggi dan nilai kebijakan hutang tinggi. Hal ini menunjukkan bahwa adanya fluktuasi yang tidak konsisten dan tidak sesuai teori bahwa naik turunnya set peluang investasi dan kebijakan hutang, maka set peluang investasi tidak berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang. Teori *pecking order* menunjukkan bahwa set peluang investasi sangat mempengaruhi struktur modal, kebijakan hutang dan kebijakan akuntansi perusahaan. Set peluang

investasi merupakan karakteristik yang digunakan perusahaan dalam menentukan cara pandang manajer, pemilik, investor, maupun kreditor terhadap keputusan pendanaan perusahaan. Sehingga dari penjelasan ini disimpulkan bahwa tinggi rendahnya nilai set peluang investasi tidak dapat menentukan apakah kebijakan hutang perusahaan akan tinggi atau rendah.

Hasil penelitian ini tidak sejalan dengan penelitian Fury (2011) dan Yulius (2011) yang menyebutkan bahwa set peluang investasi berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang. Temuan ini menunjukkan bahwa perusahaan dengan peluang investasi yang tinggi maka dapat mengelola keuangan dengan efisien sehingga tidak memerlukan penggunaan hutang berlebihan yang akan beresiko. Perusahaan dengan set peluang investasi yang tinggi akan mempunyai *debt* rasio yang lebih rendah dan sebaliknya perusahaan dengan set peluang investasi yang rendah akan mempunyai *debt* rasio yang tinggi.

Pengaruh Pertumbuhan Perusahaan terhadap Kebijakan Hutang

Berdasarkan hasil uji yang dilakukan dengan menggunakan regresi linier berganda menunjukkan bahwa nilai t hitung sebesar $-0,006$ dengan tingkat signifikansi sebesar 0,995 lebih besar dari 0,05 atau 5%. Hal ini menunjukkan bahwa hipotesis kedua tidak terpenuhi yaitu pertumbuhan perusahaan tidak dapat mempengaruhi negatif terhadap kebijakan hutang. Artinya bahwa pertumbuhan perusahaan semakin tinggi maka semakin tinggi kebijakan hutang.

Dapat disimpulkan bahwa apabila perusahaan dengan pertumbuhan yang tinggi tidak berarti perusahaan tersebut memiliki kebijakan hutang yang rendah hanya karena dianggap bahwa nilai pertumbuhan yang tinggi menunjukkan kinerja yang baik sehingga tidak perlu membutuhkan dana pihak ketiga. Hal ini menunjukkan bahwa adanya fluktuasi tidak konsisten dan tidak sesuai teori

bahwa naik turunnya pertumbuhan perusahaan dan kebijakan hutang, maka pertumbuhan perusahaan tidak berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang. Berdasarkan teori *pecking order* bahwa perusahaan yang mempunyai pertumbuhan yang baik akan mempunyai kinerja yang baik. Hal ini berarti perusahaan menggunakan sumber dana internalnya terlebih dahulu yang dapat mencukupi membiayai kegiatan operasionalnya. Berdasarkan teori bahwa pertumbuhan perusahaan memiliki pengaruh signifikan dan hubungan yang negatif. Yang artinya semakin tinggi pertumbuhan perusahaan maka semakin rendah penggunaan hutang untuk kegiatan operasionalnya. Sehingga dari penjelasan ini disimpulkan bahwa tinggi rendahnya nilai pertumbuhan perusahaan tidak dapat menentukan apakah kebijakan hutang perusahaan akan tinggi atau rendah.

Hasil penelitian ini tidak sejalan dengan penelitian Pancawati dan Rahmawati (2012) yang menyebutkan bahwa pertumbuhan perusahaan berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang. Temuan ini menunjukkan bahwa tingkat pertumbuhan yang rendah cenderung tidak menggunakan hutang untuk memenuhi kebutuhan dana. Pertumbuhan perusahaan tidak semuanya berasal dari hutang, karena perusahaan lebih cenderung untuk menghindari resiko apabila tidak mampu melunasinya. Perusahaan dengan pertumbuhan perusahaan yang tinggi akan mempunyai *debt* rasio yang tinggi dan sebaliknya perusahaan dengan pertumbuhan yang rendah akan mempunyai *debt* rasio yang rendah.

Pengaruh Struktur Aset terhadap Kebijakan hutang

Berdasarkan hasil uji yang dilakukan dengan menggunakan regresi linier berganda menunjukkan bahwa nilai t hitung sebesar 2,624 dengan tingkat signifikansi sebesar 0,009 lebih kecil dari 0,05 atau 5%. Hal ini menunjukkan bahwa

hipotesis ketiga terpenuhi yaitu struktur aset dapat mempengaruhi positif terhadap kebijakan hutang. Artinya bahwa struktur aset rendah maka semakin rendah kebijakan hutang.

Dapat disimpulkan bahwa apabila dalam perusahaan yang mempunyai proporsi aset tetap yang tinggi berarti bahwa perusahaan tersebut memiliki kebijakan hutang yang tinggi karena aset tetap digunakan perusahaan sebagai jaminan untuk kreditur. Hal ini menunjukkan bahwa adanya fluktuasi yang konsisten dan sesuai teori bahwa naik turunnya struktur aset dan kebijakan hutang, maka struktur aset berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang.

Berdasarkan teori *pecking order* bahwa perusahaan yang mempunyai struktur aset yang tinggi akan mempunyai peluang untuk jaminan penggunaan hutang dalam hal membutuhkan dana. Hal ini berarti perusahaan menggunakan hutang untuk sumber dananya mengambil keputusan menerbitkan ekuitas. Semakin tinggi struktur aset tetap di perusahaan maka semakin tinggi tingkat penggunaan utang yang dilakukan sebagai pengawasan terhadap manajemen. Sehingga dari penjelasan ini disimpulkan bahwa tinggi rendahnya nilai struktur aset akan menentukan apakah kebijakan hutang perusahaan akan tinggi atau rendah.

Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian Yulius (2011) dan Yenieatie dan Nicken (2010) yang menyebutkan bahwa struktur aset berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang. Nilai struktur aset yang tinggi akan lebih mudah mendapatkan pinjaman dengan jaminan berupa aset tetap. Kepemilikan aset tetap yang besar dan adanya penawaran pemberian kemudahan pinjaman serta adanya kesempatan berinvestasi akan menjadi pertimbangan

Temuan ini menunjukkan bahwa perusahaan menggunakan penggunaan hutang sebelum memutuskan untuk menerbitkan ekuitas. Penggunaan hutang harus disertai dengan struktur aset yang

tinggi berupa aset tetap yang digunakan sebagai syarat jaminan bagi kreditur. Perusahaan dengan struktur aset yang tinggi maka akan semakin tinggi penggunaan hutangnya.

Pengaruh *Retained Earning* terhadap Kebijakan Hutang

Berdasarkan hasil uji yang dilakukan dengan menggunakan regresi linier berganda menunjukkan bahwa nilai t hitung sebesar -4,922 dengan tingkat signifikansi sebesar 0,000 lebih kecil dari 0,05 atau 5%. Hal ini menunjukkan bahwa hipotesis keempat terpenuhi yaitu *retained earning* dapat mempengaruhi negatif terhadap kebijakan hutang. Artinya bahwa *retained earning* semakin rendah maka semakin rendah kebijakan hutang.

Dapat disimpulkan bahwa apabila dalam perusahaan laba ditahan semakin tinggi berarti bahwa perusahaan tersebut memiliki kebijakan hutang yang rendah karena dianggap bahwa nilai laba ditahan tinggi dan nilai kebijakan hutang rendah. Hal ini menunjukkan bahwa adanya fluktuasi yang konsisten dan sesuai dengan teori bahwa naik turunnya laba ditahan dan kebijakan hutang, maka *retained earning* berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang.

Berdasarkan teori *pecking order* bahwa perusahaan lebih memilih *internal equity* untuk membayar dividen dan mengimplementasikannya sebagai peluang pertumbuhan. Semakin besar laba yang tidak dibayarkan sebagai dividen maka semakin banyak sumber dana internal untuk melakukan pendanaan dan tidak banyak menggunakan utang dalam pembelanjaan perusahaan. Secara keseluruhan variabel laba ditahan terlihat bahwa hutang perusahaan yang mempunyai laba ditahan positif 0,214 lebih rendah daripada hutang perusahaan yang mempunyai laba ditahan negatif atau defisit. Jadi dengan kata lain hutang perusahaan yang mempunyai laba ditahan positif 21,4 persen lebih rendah dibandingkan dengan hutang perusahaan

yang mempunyai laba ditahan negatif atau defisit.

Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian Pancawati dan Rahmawati (2012) yang menyebutkan bahwa laba ditahan berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang. Temuan ini menunjukkan bahwa hierarki dalam pencairan dana perusahaan dimana lebih memilih *internal equity* yakni laba ditahan dan depresiasi untuk membiayai kegiatan operasionalnya. Penggunaan hutang perusahaan akan dipilih jika sumber dana internal belum mencukupi dan mempunyai risiko yang besar. Perusahaan dengan laba ditahan yang tinggi maka akan semakin berkurang penggunaan hutangnya.

Pengaruh Kepemilikan Institutional terhadap Kebijakan Hutang

Berdasarkan hasil uji yang dilakukan dengan menggunakan regresi linier berganda menunjukkan bahwa nilai t hitung sebesar 2,184 dengan tingkat signifikansi sebesar 0,030 lebih kecil dari 0,05 atau 5%. Hal ini menunjukkan bahwa hipotesis kelima terpenuhi yaitu kepemilikan institutional dapat mempengaruhi positif terhadap kebijakan hutang. Artinya bahwa kepemilikan institutional semakin rendah maka semakin rendah kebijakan hutang.

Dapat disimpulkan bahwa apabila dalam perusahaan kepemilikan institutional semakin tinggi berarti bahwa perusahaan tersebut memiliki kebijakan hutang yang tinggi karena dianggap nilai kepemilikan institutional tinggi dan nilai kebijakan hutang tinggi. Hal ini menunjukkan bahwa adanya fluktuasi yang konsisten dan sesuai dengan teori bahwa naik turunnya kepemilikan institutional dan kebijakan hutang, maka kepemilikan institutional berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang.

Berdasarkan teori *pecking order* bahwa perusahaan dengan kepemilikan institutional yang tinggi cenderung menggunakan hutang. Hal ini dikarenakan pemegang saham tidak menginginkan

dividen yang dibagikan berkurang dikarenakan adanya penerbitan saham baru yang dikeluarkan perusahaan sebaliknya pemegang saham menginginkan hutang untuk mencukupi kebutuhan dana perusahaan.

Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian Eva Larasati (2011) yang menyebutkan bahwa kepemilikan institutional berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang. Hasil penelitian hubungan kepemilikan institutional terhadap kebijakan hutang sejalan dengan teori *pecking order* yang menyatakan bahwa kepemilikan institutional berhubungan positif dengan hutang. Temuan ini menunjukkan bahwa perusahaan menggunakan penggunaan hutang sebelum memutuskan untuk menerbitkan ekuitas. Perusahaan dengan kepemilikan institutional yang tinggi maka akan semakin tinggi penggunaan hutangnya.

KESIMPULAN, KETERBATASAN DAN SARAN

Hasil dari uji statistik F menunjukkan bahwa terdapat nilai F hitung 11,173 dengan tingkat signifikansi 0,000. Nilai signifikansi tersebut $< 0,05$ yang artinya H_0 ditolak. Hal ini berarti bahwa data tersebut dapat dikatakan model fit.

Nilai *Adjusted R Square* sebesar 0,212 yang artinya bahwa hanya 21,2% variasi kebijakan hutang dapat dijelaskan oleh variasi set peluang investasi, pertumbuhan perusahaan, struktur aset, laba ditahan, dan kepemilikan institutional. Sisanya sebesar 78,8% dijelaskan oleh variabel lain diluar model. Nilai *standard error of the estimate* (SEE) sebesar 0,2214037. Nilai SEE ini menunjukkan bahwa semakin kecil nilai SEE akan membuat model regresi semakin tepat dalam memprediksi variabel dependen.

Hasil analisis yang menguji masing-masing variabel bebas berdasarkan hasil Uji statistik t adalah sebagai berikut:

- a. Set peluang investasi tidak berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang.
- b. Pertumbuhan perusahaan tidak berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang.
- c. Struktur aset berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang.
- d. *Retained Earning* berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang.
- e. Kepemilikan institutional berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang.

Terdapat beberapa keterbatasan dalam penelitian ini yang dapat mempengaruhi hasil penelitian, bagi peneliti selanjutnya dapat mempertimbangkan keterbatasan berikut antara lain adalah :

- a. Teori agensi yang digunakan kurang relevan dengan topik penelitian
- b. Sampel data dalam penelitian ini masih terdapat autokorelasi dan heteroskedastisitas

Berdasarkan kesimpulan dan keterbatasan yang telah diuraikan tersebut, berikut beberapa saran yang akan diberikan kepada beberapa pihak yang terkait dalam penelitian ini :

- a. Penelitian selanjutnya diharapkan untuk memperpanjang periode penelitian, sehingga jumlah sampel mampu menghasilkan penelitian yang lebih baik
- b. Penelitian selanjutnya diharapkan meninjau kembali teori agensi karena kurang relevan dengan topik penelitian
- c. Penelitian selanjutnya diharapkan dapat menambah variabel-variabel yang menjadi determinan dalam kebijakan hutang misalkan ukuran perusahaan, profitabilitas, kepemilikan manajerial, sehingga diharapkan hasil penelitian menjadi lebih baik
- d. Penelitian selanjutnya diharapkan dapat menggunakan perusahaan *go public* dengan semua sektor agar sampel yang diambil lebih representatif dan hasil penelitiannya dapat

digeneralisasi untuk semua jenis industri

DAFTAR RUJUKAN

- Eva Larasati. 2011. "Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional dan Kebijakan Dividen Terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan". *Jurnal Ekonomi Bisnis*, 16(2), 103-107.
- Fury K. Fitriyah. 2012. "Pengaruh Kepemilikan Institusional, Set Kesempatan Investasi Dan Arus Kas Bebas Terhadap Utang". *Media Riset Akuntansi*, 1(1).
- IAI. 2014. *Standar Akuntansi Keuangan*. Dewan Standar Akuntansi Keuangan Ikatan Akuntan Indonesia, Jakarta.
- I Made Sudana. 2011. *Manajemen Keuangan Perusahaan Teori dan Praktik*. Erlangga, Jakarta.
- Imam Ghozali. 2013. *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program IBMSPSS 21 Update PLS Regresi I*, edisi 7. Badan Penerbit Universitas Diponegoro, Semarang.
- John Wild J. dan K.R. Subramanyam, 2010. *Analisis Laporan Keuangan*, Edisi 10. Salemba Empat, Jakarta.
- Jumingan. 2006. *Analisa laporan Keuangan*. Bumi Aksara, Jakarta.
- Kurniasih Miftahul Jannah. 2015. <http://economy.okezone.com/read/2015/07/24/20/1184810/mayoritas-utang-luar-negeri-dimiliki-perusahaan-swasta>. (diakses tanggal 17 September 2015)
- Metha Arieska. 2011. "Pengaruh Aliran Kas Bebas dan Keputusan Pendanaan Terhadap Nilai Pemegang Saham dengan Set Kesempatan Investasi dan Dividen Sebagai Variabel Moderasi". *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*, 13(1), 13-23.
- Moeljadi. 2006. *Manajemen Keuangan Pendekatan Kuantitatif dan Kualitatif*. Edisi Pertama. Bayumedia Publishing, Malang.
- Pancawati Hardiningsih & Rachmawati Meita Oktaviani. 2012. "Determinan Kebijakan Hutang (Dalam Agency Theory dan Pecking Order Theory)". *Dinamika Akuntansi Keuangan dan Perbankan*, 1(1).
- Rizka Indahningrum & Ratih Handayani. 2009. "Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Dividen, Pertumbuhan Perusahaan, Free Cash Flow dan Profitabilitas Terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan". *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, 11(3), 189-207.
- Sofyaningsih & Hardiningsih. 2011. "Struktur Kepemilikan, Kebijakan Dividen, Kebijakan Utang dan Nilai Perusahaan". *Dinamika Keuangan dan Perbankan*, 3(1).
- Suad Husnan dan Pudjiastuti. 2011. *Dasar-dasar Manajemen Keuangan*. UPP STIM YKPN, Yogyakarta.
- Sugiyono. 2014. *Metode Penelitian Kuantitatif Kualitatif dan R&D*. Penerbit Alfabeta, Bandung.
- Westerfield Ross & Jordan. 2009. *Pengantar Keuangan Perusahaan*, Edisi 8. Salemba Empat, Jakarta.
- Yeniatie dan Nicken Destriana. 2010. "Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang pada Perusahaan Non Keuangan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia". *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, 12(1), 1-16
- Yulius K. Susanto. 2011. "Kepemilikan Saham, Kebijakan Dividen, Karakteristik Perusahaan, Risiko Sistematik, Set Peluang Investasi dan Kebijakan Hutang". *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, 13(3), 195-210