

PENGARUH KEPEMILIKAN INSTITUSIONAL, PERTUMBUHAN PERUSAHAAN, STRUKTUR AKTIVA, UKURAN PERUSAHAAN, EARNING VOLATILITY DAN KEBIJAKAN DEVIDEN TERHADAP KEBIJAKAN HUTANG PERUSAHAAN

**Keni
Sofia Prima Dewi**

Fakultas Ekonomi Universitas Tarumanagara

Abstract: This study aimed to examine the effect of institutional ownership, growth, asset structure, firm size, earnings volatility and dividend policy on corporate debt policy. The samples used were 108 manufacturing company data listed in the Indonesia Stock Exchange during the years 2007-2010. Data analysis was performed with the help of the program PASW Statistics version 18.00. The results show that institutional ownership, the company's growth, asset structure and dividend policy has an influence on corporate debt policy while firm size and earnings volatility has no effect on corporate debt policy.

Keywords: institutional ownership, growth, asset structure, firm size, earnings volatility, dividend policy, debt policy

Abstrak: Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh kepemilikan institusional, pertumbuhan perusahaan, struktur aktiva, ukuran perusahaan, *earning volatility* dan kebijakan deviden terhadap kebijakan hutang perusahaan. Sampel yang digunakan adalah 108 data perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama tahun 2007-2010. Analisis data dilakukan dengan bantuan program *PASW Statistics* versi 18.00. Hasil penelitian menunjukkan bahwa kepemilikan institusional, pertumbuhan perusahaan, struktur aktiva dan kebijakan deviden memiliki pengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan sedangkan ukuran perusahaan dan *earning volatility* tidak memiliki pengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan.

Kata kunci: kepemilikan institusional, pertumbuhan perusahaan, struktur aktiva, ukuran perusahaan, *earning volatility*, kebijakan deviden, kebijakan hutang

PENDAHULUAN

Bagi perusahaan salah satu keputusan penting agar dapat bersaing dengan perusahaan lain adalah keputusan pendanaan. Keputusan ini menentukan kemampuan perusahaan dalam melakukan aktivitas operasinya serta mempunyai pengaruh terhadap keputusan pemberian kredit dan risiko perusahaan itu sendiri. Manajer keuangan memegang peranan penting dalam memilih

sumber pendanaan yang paling baik bagi perusahaan. Dalam usahanya untuk mengelola dan menjalankan kegiatan operasi perusahaan, manajer keuangan memerlukan dana dan perusahaan memiliki dua alternatif dalam memenuhi dana tersebut yaitu dari dana internal atau dari eksternal. Penggunaan dana eksternal seperti hutang rentan terhadap konflik antara manajemen dan pemegang saham.

Tujuan utama perusahaan adalah untuk meningkatkan nilai perusahaan melalui peningkatan kemakmuran pemilik atau pemegang saham. Di lain sisi, seringkali pihak manajemen mempunyai tujuan lain yang bertentangan dengan tujuan utama tersebut sehingga timbul konflik kepentingan antara manajemen dan pemegang saham. Konflik antara manajemen dan pemegang saham dalam keputusan pendanaan terjadi disebabkan pemegang saham hanya peduli dengan risiko sistematik dari saham perusahaan. Sebaliknya, manajemen peduli pada risiko perusahaan secara keseluruhan karena menyangkut reputasinya. Konflik kepentingan antara manajemen dan pemegang saham dapat diminimalisir dengan suatu mekanisme pengawasan. Munculnya mekanisme pengawasan tersebut akan menimbulkan biaya yang disebut biaya agensi (*agency cost*).

Kepemilikan institusional akan menimbulkan suatu pengawasan terhadap kebijakan hutang. Kepemilikan institusional adalah kepemilikan saham oleh pihak-pihak yang berbentuk institusi seperti bank, perusahaan asuransi, perusahaan investasi serta dana pensiun dan institusi lainnya. Adanya kepemilikan institusional diharapkan dapat mendorong pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja manajemen karena biasanya investasi yang dilakukan oleh pihak institusional tersebut cukup besar dalam pasar modal. Hal ini tentunya akan berimbas pada tingkat penggunaan hutang yang dilakukan oleh manajer.

Selain kepemilikan institusional terdapat faktor lain yang dapat mempengaruhi kebijakan hutang yaitu pertumbuhan perusahaan. Perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi mengindikasikan bahwa perusahaan sedang mengadakan ekspansi. Ekspansi ini tentunya membutuhkan dana yang besar. Untuk itu perusahaan menggunakan berbagai cara antara lain dengan melakukan peminjaman. Perusahaan dapat memperoleh pinjaman yang lebih besar apabila memiliki struktur aktiva yang besar karena aktiva tetap yang besar dapat dijadikan jaminan. Kreditor akan memberikan pinjaman apabila ada suatu jaminan.

Ukuran suatu perusahaan sangat menentukan kebijakan hutang. Hal ini disebabkan perusahaan besar lebih mudah mengakses pasar modal guna memperoleh dana dari pihak kreditor. Kreditor akan ragu-ragu memberikan pinjaman apabila perusahaan mempunyai risiko bisnis yang tinggi, dimana risiko bisnis ini diprosikan dengan *earning volatility*. Pembayaran deviden baru bisa dilakukan apabila pinjaman telah dilunasi oleh perusahaan. Tentunya ini membuat manajer semakin berhati-hati dalam menggunakan hutang.

Penelitian mengenai faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan hutang perusahaan telah banyak dilakukan namun terdapat ketidakkonsistenan atas hasil penelitian. Penelitian Wahidahwati (2002), Masdupi (2005), Junaidi (2006) serta Murni dan Andriana (2007) menunjukkan bahwa kepemilikan institusional mempunyai pengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan namun penelitian Wuryaningsih (2004) dan Susanto (2011) menunjukkan bahwa institusional tidak mempunyai pengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan. Penelitian Murni dan Andriana (2007) menunjukkan bahwa pertumbuhan perusahaan mempunyai pengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan namun penelitian Fidyati (2003) menunjukkan bahwa pertumbuhan perusahaan tidak mempunyai pengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan.

Penelitian Wahidahwati (2002), Fidyati (2003), Masdupi (2005), Harjito dan Nurfauziah (2006) serta Steven dan Lina (2011) menunjukkan bahwa struktur aktiva mempunyai pengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan namun penelitian Ismiyanti dan Hanafi (2003) serta Junaidi (2006) menunjukkan bahwa struktur aktiva tidak mempunyai pengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan. Penelitian Wahidahwati (2002), Listyani (2003), Saidi (2004), Masdupi (2005), Rahayu dan Faisal (2005), Junaidi (2006) serta Susanto (2011) menunjukkan bahwa ukuran perusahaan mempunyai pengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan namun penelitian Steven dan Lina (2011) menunjukkan bahwa ukuran perusahaan tidak mempunyai pengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan.

Penelitian Wahidahwati (2002), Junaidi (2006) serta Frensydy dan Setyawan (2007) menunjukkan bahwa *earning volatility* mempunyai pengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan namun penelitian Listyani (2003) serta Rahayu dan Faisal (2005) menunjukkan bahwa *earning volatility* tidak mempunyai pengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan. Penelitian Murni dan Andriana (2007), Steven dan Lina (2011) serta Susanto (2011) menunjukkan bahwa kebijakan dividen mempunyai pengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan namun penelitian Wahidahwati (2002), Harjito dan Nurfauziah (2006) serta Junaidi (2006) menunjukkan bahwa kebijakan dividen tidak mempunyai pengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan. Ketidakkonsistensian hasil penelitian di atas menjadi latar belakang untuk dilakukannya kembali penelitian mengenai pengaruh kepemilikan institusional, pertumbuhan perusahaan, struktur aktiva, ukuran perusahaan, *earning volatility* dan kebijakan dividen terhadap kebijakan hutang perusahaan.

TINJAUAN LITERATUR

Agency Theory

Menurut Saidi (2004: 45) *agency theory* pertama kali dikemukakan oleh Michael C. Jensen dan William H. Meckling pada tahun 1976. *Agency theory* menjelaskan bahwa masalah agensi timbul dikarenakan adanya perbedaan kepentingan antara manajemen sebagai agensi dan pemegang saham sebagai prinsipal. Pemegang saham menginginkan tingkat pengembalian yang cepat dan sebesar mungkin atas investasi yang dilakukan sedangkan manajemen cenderung menginginkan keuntungan serta insentif yang memadai dan sebesar-besarnya atas kinerja mereka.

Menurut Wahidahwati (2002: 3) penyebab lain konflik antara manajemen dan pemegang saham adalah keputusan pendanaan. Para pemegang saham hanya peduli pada risiko sistematis dari saham perusahaan sedangkan manajemen peduli pada risiko perusahaan secara keseluruhan. Masalah tersebut akan menimbulkan biaya agensi karena pemegang saham mengeluarkan biaya untuk mengawasi kinerja manajer sehingga perusahaan akan menurunkan keuntungan yang diterima oleh pemegang saham.

Menurut Murni dan Andriana (2007: 16) ada beberapa pendekatan yang dapat dilakukan untuk mengurangi biaya agensi antara lain: 1. Meningkatkan kepemilikan manajerial. Adanya keterlibatan kepemilikan saham akan membuat manajer bertindak secara hati-hati karena mereka ikut menanggung konsekuensi atas keputusan yang diambilnya, 2. Meningkatkan *monitoring agent* melalui kepemilikan institusional. Adanya kepemilikan oleh institusi lain seperti perusahaan investasi, bank dan perusahaan asuransi maupun berupa kepemilikan lembaga lain akan mendorong munculnya pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja manajemen, 3. Meningkatkan *dividend payout ratio*, sehingga tidak tersedia cukup banyak *free cash flow* dan manajemen terpaksa mencari pendanaan dari luar untuk membiayai investasinya dan 4. Meningkatkan pendanaan dengan hutang. Peningkatan hutang akan menurunkan konflik

keagenan dan menurunkan *excess cash flow* yang ada dalam perusahaan, sehingga menurunkan kemungkinan pemborosan oleh manajemen.

Pecking Order Theory

Menurut Saidi (2004: 46) *pecking order theory* pertama kali dikemukakan oleh Gordon Donaldson pada tahun 1961. *Pecking order theory* menyatakan bahwa perusahaan lebih memilih untuk menggunakan sumber dana dari dalam atau pendanaan internal daripada pendanaan eksternal. Dana internal tersebut diperoleh dari laba ditahan yang dihasilkan dari kegiatan operasional perusahaan. Jika pendanaan eksternal diperlukan maka perusahaan akan memilih dimulai dari sekuritas yang paling aman yaitu hutang yang paling rendah risikonya kemudian turun ke hutang yang lebih berisiko, sekuritas *hybrid* seperti obligasi konversi, saham preferen dan yang terakhir saham biasa.

Menurut Saidi (2004: 47) pendanaan internal lebih disukai daripada pendanaan eksternal karena pendanaan internal memungkinkan perusahaan tidak membuka diri lagi dari sorotan pemodal luar sedangkan pendanaan eksternal lebih disukai dalam bentuk hutang daripada modal sendiri yaitu saham karena dua alasan. Pertama adalah pertimbangan biaya emisi dimana biaya emisi obligasi lebih murah dibanding biaya emisi saham baru. Kedua, manajer khawatir jika menerbitkan saham baru akan memberikan sinyal kabar buruk kepada investor dan membuat harga saham menurun karena disebabkan adanya informasi asimetri antara pihak investor dan pihak manajemen.

Penelitian Terdahulu dan Pengembangan Hipotesis

Kepemilikan Institusional dan Kebijakan Hutang

Menurut Murni dan Andriana (2007: 17) keberadaan pihak institusional sebagai agen pengawas ditekankan melalui investasi mereka yang cukup besar dalam pasar modal. Bila pihak institusional tidak puas atas kinerja manajemen maka mereka akan langsung menjual sahamnya. Menurut Masdupi (2005: 60) adanya kepemilikan institusional yang besar seperti bank, perusahaan asuransi, perusahaan investasi, dana pensiun dan institusi lainnya akan mendorong lebih optimalnya pengawasan terhadap aktivitas manajemen. Semakin tinggi kepemilikan institusional diharapkan usaha pengawasan terhadap perusahaan akan semakin efektif karena dapat mengurangi perilaku oportunistik manajer dalam mengelola perusahaan yaitu manajer melaporkan laba secara oportunistis untuk memaksimalkan kepentingan pribadi manajer tersebut. Faisal (2000) dalam Murni dan Andriana (2007: 19) menemukan bahwa kehadiran pihak institusional dalam perusahaan dinilai efektif sehingga dapat mengurangi hutang perusahaan dalam rangka meminimalkan biaya keagenan hutang.

Penelitian Wahidahwati (2002) terhadap 61 perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama tahun 1995-1996 menunjukkan bahwa kepemilikan institusional mempunyai pengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan. Penelitian Wuryaningsih (2004) terhadap semua perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta selain perusahaan manufaktur yang *go public* dan terdaftar di Bursa Efek Jakarta selama tahun 1992-2002 menunjukkan bahwa kepemilikan institusional tidak mempunyai pengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan.

Penelitian Masdupi (2005) terhadap semua perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta selain perusahaan keuangan dan asuransi selama tahun 1992-1996 menunjukkan bahwa kepemilikan institusional mempunyai pengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan. Penelitian Junaidi (2006) terhadap perusahaan *go public* yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta

selama tahun 2001-2005 menunjukkan bahwa kepemilikan institusional mempunyai pengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan.

Penelitian Murni dan Andriana (2007) terhadap 42 perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta selama tahun 1999-2002 menunjukkan bahwa kepemilikan institusional mempunyai pengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan. Penelitian Susanto (2011) terhadap 38 perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama tahun 2005-2008 menunjukkan bahwa kepemilikan institusional tidak mempunyai pengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan. Berdasarkan penjelasan di atas maka dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H₁: Kepemilikan institusional memiliki pengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan.

Pertumbuhan Perusahaan dan Kebijakan Hutang

Menurut Steven dan Lina (2011: 173) tingkat pertumbuhan perusahaan mengindikasikan bahwa perusahaan sedang mengadakan ekspansi yang tentunya membutuhkan dana yang besar. Cara untuk mendapatkan dana tersebut adalah dengan hutang dan menggunakan laba ditahan. Laba ini seharusnya dibagikan kepada para pemegang saham, tetapi karena perusahaan membutuhkan dana dan adanya keuntungan modal di masa yang akan datang maka dana tersebut digunakan untuk mengembangkan perusahaan.

Menurut Saidi (2004: 48) perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi cenderung lebih banyak menggunakan hutang dibanding perusahaan yang memiliki tingkat pertumbuhan yang lebih lambat. Menurut Indahningrum dan Handayani (2009: 196) penerbitan surat hutang lebih disukai dibandingkan dengan mengeluarkan saham baru karena biaya emisi saham baru lebih besar daripada biaya hutang. Selain itu apabila perusahaan melakukan penerbitan saham

tidak seperti biasanya akan memberikan sinyal kepada investor atau calon investor bahwa prospek perusahaan buruk karena tidak bisa mencukupi kebutuhan dana dari dalam perusahaan.

Penelitian Fidyati (2003) terhadap 60 perusahaan manufaktur yang tercatat di Bursa Efek Jakarta selama tahun 1995-1996 menunjukkan bahwa pertumbuhan perusahaan tidak mempunyai pengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan. Penelitian Murni dan Andriana (2007) terhadap 42 perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta selama tahun 1999-2002 menunjukkan bahwa pertumbuhan perusahaan mempunyai pengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan. Berdasarkan penjelasan di atas maka dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H₂: Pertumbuhan perusahaan memiliki pengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan.

Struktur Aktiva dan Kebijakan Hutang

Menurut Fidyati (2003: 22) struktur aktiva berhubungan dengan jumlah kekayaan (aktiva) yang dapat dijadikan jaminan. Dalam memberikan pinjaman kepada suatu perusahaan, hal yang harus dipertimbangkan yaitu ada tidaknya aktiva yang menjadi jaminan apabila di kemudian hari perusahaan tidak bisa melunasi hutangnya. Brigham dan Gapenski (1996) dalam Wihananto (2009: 43) mengatakan bahwa secara umum perusahaan yang memiliki jaminan terhadap hutang akan lebih mudah mendapatkan hutang daripada yang tidak memiliki jaminan terhadap hutang.

Menurut Hardjopranoto (2006) dalam Steven dan Lina (2011: 171) semakin tinggi proporsi aktiva tetap dalam komposisi total aktiva perusahaan maka penggunaan hutang pada perusahaan yang bersangkutan akan semakin tinggi. Menurut Susanto (2011: 202) perusahaan dengan jumlah aktiva tetap yang lebih besar dapat memperoleh pinjaman yang lebih besar karena

aktiva tersebut digunakan sebagai jaminan yang lebih fleksibel daripada perusahaan yang struktur aktivanya tidak fleksibel.

Menurut Steven dan Lina (2011: 171) aktiva tetap berfungsi sebagai *bail out* yang mengindikasikan bahwa sebuah perusahaan mempunyai sumber daya yang cukup untuk memenuhi kewajibannya termasuk kewajiban yang berbentuk hutang. Aktiva tetap yang digunakan sebagai jaminan dapat mengurangi risiko kreditor apabila perusahaan tidak mampu melunasi kewajibannya maka aktiva tersebut akan diambilalih dan dijual oleh kreditor sebagai bentuk pelunasan.

Penelitian Wahidahwati (2002) terhadap 61 perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama tahun 1995-1996 menunjukkan bahwa struktur aktiva mempunyai pengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan. Penelitian Fidyati (2003) terhadap 60 perusahaan manufaktur yang tercatat di Bursa Efek Jakarta selama tahun 1995-1996 menunjukkan bahwa struktur aktiva mempunyai pengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan.

Penelitian Ismiyanti dan Hanafi (2003) terhadap 136 perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta selama tahun 1998-2001 menunjukkan bahwa struktur aktiva tidak mempunyai pengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan. Penelitian Masdupi (2005) terhadap semua perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta selain perusahaan keuangan dan asuransi selama tahun 1992-1996 menunjukkan bahwa struktur aktiva mempunyai pengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan.

Harjito dan Nurfauziah (2006) melakukan penelitian terhadap 69 perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta selama tahun 2001-2004, kecuali perusahaan dari sektor keuangan dan perbankan dan perusahaan yang dominan dimiliki oleh pemerintah. Hasil

penelitian menunjukkan bahwa struktur aktiva mempunyai pengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan. Penelitian Junaidi (2006) terhadap perusahaan *go public* yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta selama tahun 2001-2005 menunjukkan bahwa struktur aktiva tidak mempunyai pengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan. Penelitian Steven dan Lina (2011) terhadap 39 perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama tahun 2007-2009 menunjukkan bahwa struktur aktiva mempunyai pengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan. Berdasarkan penjelasan di atas maka dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H₃: Struktur aktiva memiliki pengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan.

Ukuran Perusahaan dan Kebijakan Hutang

Menurut Susanto (2011: 201) semakin besar suatu perusahaan maka semakin banyak pula dana yang dibutuhkan untuk menjalankan kegiatan operasi perusahaan. Perusahaan besar dapat lebih mudah mengakses pasar modal. Ini artinya perusahaan besar memiliki fleksibilitas dan kemampuan untuk memperoleh dana baik itu melalui saham maupun hutang. Perusahaan besar cenderung lebih mudah memperoleh pinjaman karena adanya kemudahan akses tadi dan jaminan berupa aktiva yang lebih besar dibandingkan perusahaan kecil.

Penelitian Wahidahwati (2002) terhadap 61 perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama tahun 1995-1996 menunjukkan bahwa ukuran perusahaan mempunyai pengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan. Penelitian Listyani (2003) terhadap 174 perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta selama tahun 1997-2000 menunjukkan bahwa ukuran perusahaan mempunyai pengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan.

Penelitian Saidi (2004) terhadap 97 perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta selama tahun 1997-2002 menunjukkan bahwa ukuran perusahaan mempunyai pengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan. Penelitian Masdupi (2005) terhadap semua perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta selain perusahaan keuangan dan asuransi selama tahun 1992-1996 menunjukkan bahwa ukuran perusahaan mempunyai pengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan.

Penelitian Rahayu dan Faisal (2005) terhadap 39 perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta selama tahun 1999-2001 menunjukkan bahwa ukuran perusahaan mempunyai pengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan. Penelitian Junaidi (2006) terhadap perusahaan *go public* yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta selama tahun 2001-2005 menunjukkan bahwa ukuran perusahaan mempunyai pengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan.

Penelitian Steven dan Lina (2011) terhadap 39 perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama tahun 2007-2009 menunjukkan bahwa ukuran perusahaan tidak mempunyai pengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan. Penelitian Susanto (2011) terhadap 38 perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama tahun 2005-2008 menunjukkan bahwa ukuran perusahaan mempunyai pengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan. Berdasarkan penjelasan di atas maka dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H4: Ukuran perusahaan memiliki pengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan.

Earning Volatility dan Kebijakan Hutang

Menurut Yeniatie dan Destriana (2010: 7) semakin tinggi laba yang diperoleh perusahaan maka penggunaan hutang yang digunakan akan semakin kecil karena perusahaan dapat memanfaatkan pendanaan internal yang diperoleh dari laba ditahan terlebih dulu dan apabila

kebutuhan dana belum tercukupi, perusahaan dapat menggunakan hutang. Menurut Ismiyanti dan Hanafi (2003: 273) jika perusahaan memiliki tingkat laba yang tinggi maka perusahaan akan mengurangi penggunaan hutang dan sebaliknya jika perusahaan memiliki tingkat laba yang rendah maka perusahaan akan berusaha mencari tambahan dana untuk membiayai kegiatan operasinya agar tidak terjerumus ke arah kebangkrutan.

Menurut Wahidahwati (2002: 5) kebangkrutan perusahaan bisa diukur dengan menggunakan *earning volatility* yang merupakan proksi dari risiko bisnis perusahaan. *Earning volatility* yang tinggi dapat meningkatkan biaya kebangkrutan. Jika risiko bisnis suatu perusahaan tinggi maka kreditor tidak mau memberikan pinjaman pada perusahaan karena takut jika pinjaman diberikan nantinya tidak bisa dilunasi.

Penelitian Wahidahwati (2002) terhadap 61 perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama tahun 1995-1996 menunjukkan bahwa *earning volatility* mempunyai pengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan. Penelitian Listyani (2003) terhadap 174 perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta selama tahun 1997-2000 menunjukkan bahwa *earning volatility* tidak mempunyai pengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan.

Penelitian Rahayu dan Faisal (2005) terhadap 39 perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta selama tahun 1999-2001 menunjukkan bahwa *earning volatility* tidak mempunyai pengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan. Penelitian Junaidi (2006) terhadap perusahaan *go public* yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta selama tahun 2001-2005 menunjukkan bahwa *earning volatility* mempunyai pengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan. Penelitian Frensydy dan Setyawan (2007) terhadap 40 perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta selama tahun 2000-2004 menunjukkan bahwa *earning volatility* mempunyai pengaruh

terhadap kebijakan hutang perusahaan. Berdasarkan penjelasan di atas maka dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H5: *Earning volatility* memiliki pengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan.

Kebijakan Deviden dan Kebijakan Hutang

Menurut Hardjopranoto (2006) dalam Steven dan Lina (2011: 170) pembayaran deviden mempunyai pengaruh terhadap kebijakan hutang. Perusahaan membutuhkan dana eksternal yang tak lain adalah hutang untuk membiayai kegiatan investasinya apabila dana internal perusahaan yang tersedia terpakai untuk pembayaran deviden.

Penelitian Wahidahwati (2002) terhadap 61 perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama tahun 1995-1996 menunjukkan bahwa kebijakan deviden tidak mempunyai pengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan. Harjito dan Nurfauziah (2006) melakukan penelitian terhadap 69 perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta selama tahun 2001-2004, kecuali perusahaan dari sektor keuangan dan perbankan dan perusahaan yang dominan dimiliki oleh pemerintah. Hasil penelitian menunjukkan bahwa kebijakan deviden tidak mempunyai pengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan.

Penelitian Junaidi (2006) terhadap perusahaan *go public* yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta selama tahun 2001-2005 menunjukkan bahwa kebijakan deviden tidak mempunyai pengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan. Penelitian Murni dan Andriana (2007) terhadap 42 perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta selama tahun 1999-2002 menunjukkan bahwa kebijakan deviden mempunyai pengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan.

Penelitian Steven dan Lina (2011) terhadap 39 perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama tahun 2007-2009 menunjukkan bahwa kebijakan deviden mempunyai pengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan. Penelitian Susanto (2011) terhadap 38 perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama tahun 2005-2008 menunjukkan bahwa kebijakan deviden mempunyai pengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan. Berdasarkan penjelasan di atas maka dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H6: Kebijakan deviden memiliki pengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan.

METODE PENELITIAN

Populasi dan Metode Pengambilan Sampel

Populasi yang digunakan dalam penelitian ini meliputi seluruh perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama tahun 2007-2010. Menurut Indriantoro dan Supomo (1999: 131) apabila pengambilan data sampel penelitian dilakukan dengan metode *purposive sampling* maka penelitian harus memiliki tujuan atau target tertentu dalam memilih sampel secara tidak acak. Penelitian ini menggunakan metode *purposive sampling*. Kriteria yang harus dipenuhi dalam penelitian ini adalah:

1. Perusahaan membukukan laba positif secara berturut-turut selama tahun 2007-2010.
2. Perusahaan membagikan dividen secara berturut-turut selama tahun 2007-2010.
3. Perusahaan menyajikan laporan keuangan dalam mata uang Rupiah selama tahun 2007-2010.
4. Perusahaan memiliki laporan keuangan yang berakhir per tanggal 31 Desember.

Operasionalisasi Variabel Penelitian

Penelitian ini terdiri dari beberapa variabel bebas yaitu kepemilikan institusional, pertumbuhan perusahaan, struktur aktiva, ukuran perusahaan, *earning volatility* dan kebijakan

deviden. Variabel bebas tersebut akan diuji untuk mengetahui apakah memiliki pengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan yang menjadi variabel terikat dalam penelitian ini.

Kebijakan Hutang Perusahaan

Menurut Susanto (2011: 204) kebijakan hutang (DEBT) adalah kebijakan perusahaan untuk menentukan besarnya sumber pendanaan yang berupa hutang agar perusahaan tetap stabil. Skala yang digunakan adalah skala rasio. Menurut Murni dan Andriana (2007: 20) rumus untuk menghitung kebijakan hutang perusahaan adalah:

$$\text{DEBT} = \frac{\text{Total Hutang}}{\text{Total Aset}}$$

Kepemilikan Institusional

Menurut Soesetio (2008: 386) kepemilikan institusional (INST) adalah kepemilikan saham perusahaan oleh perusahaan atau lembaga lain. Skala yang digunakan adalah skala rasio. Menurut Murni dan Andriana (2007: 20) rumus untuk menghitung kepemilikan institusional adalah:

$$\text{INST} = \frac{\text{Jumlah Saham Institusional}}{\text{Jumlah Saham Beredar}} \times 100\%$$

Pertumbuhan Perusahaan

Menurut Steven dan Lina (2011: 175) pertumbuhan perusahaan (GROWTH) adalah tingkat perubahan total aktiva dari tahun ke tahun. Skala yang digunakan adalah skala rasio. Menurut Murni dan Andriana (2007: 20) rumus untuk menghitung pertumbuhan perusahaan adalah:

$$\text{GROWTH} = \frac{\text{Total Aktiva Akhir Tahun}}{\text{Total Aktiva Awal Tahun}}$$

Struktur Aktiva

Menurut Yeniatie dan Destriana (2010: 11) struktur aktiva (AST) adalah komposisi jumlah aktiva tetap yang dimiliki oleh perusahaan. Skala yang digunakan adalah skala rasio. Menurut Wahidahwati (2002: 6) rumus untuk menghitung struktur aktiva adalah:

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

Ukuran Perusahaan

Menurut Susanto (2011: 204) ukuran perusahaan (SIZE) adalah kekayaan perusahaan yang diukur dari total aktiva perusahaan. Skala yang digunakan adalah skala rasio. Menurut Saidi (2004: 50) ukuran perusahaan diukur dengan cara:

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

Earning Volatility

Menurut Jansen *et al.* (1992) dalam Indahningrum dan Handayani (2009: 200) *earning volatility* (EARVOL) adalah kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba pada masa yang akan datang. Skala yang digunakan adalah skala rasio. Menurut Wahidahwati (2002: 6) rumus untuk menghitung *earning volatility* adalah:

$$\text{EARVOL} = \frac{\text{Laba Operasi}}{\text{Total Aktiva}}$$

Kebijakan Deviden

Menurut Susanto (2011: 199) kebijakan deviden (DIV) adalah bagian yang dibagikan oleh perusahaan kepada masing-masing pemegang saham. Skala yang digunakan adalah skala rasio. Menurut Wahidahwati (2002: 6) rumus untuk menghitung kebijakan deviden adalah:

$$DIV = \frac{Deviden}{Laba Setelah Pajak}$$

Teknik Pengumpulan Data

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder berupa data keuangan yang terdiri dari neraca, laporan rugi dan catatan atas laporan keuangan yang diperoleh dari Bursa Efek Indonesia melalui www.idx.co.id.

Teknik Pengolahan Data

Analisis yang dilakukan dalam penelitian ini adalah analisis yang bersifat kuantitatif, dengan menggunakan analisis regresi *Ordinary Least Square (OLS)*. Sebelum dilakukan semua pengujian, langkah awal adalah melakukan beberapa pengujian asumsi klasik terhadap data yang dikumpulkan, karena persamaan regresi *OLS* mengandung beberapa asumsi klasik yang harus dipenuhi. Setelah semua asumsi klasik yaitu normalitas, multikolinieritas dan heteroskedastisitas terpenuhi, langkah berikutnya adalah melakukan pengujian terhadap koefisien regresi dengan menggunakan uji F dan uji t. Penelitian ini menggunakan tingkat kesalahan sebesar 5%.

Persamaan regresi ganda dalam penelitian ini adalah $DEBT = a + b_1 INST + b_2 GROWTH + b_3 AST + b_4 SIZE + b_5 EARVOL + b_6 DIV + e$. Setelah diperoleh model regresi dan menguji sejumlah asumsi klasik, maka langkah selanjutnya adalah menguji hipotesis penelitian apakah variabel independen dapat digunakan untuk memprediksi variabel dependen.

Untuk itu dilakukan uji statistik dengan menggunakan uji F (uji secara bersama-sama) maupun uji t (uji secara parsial).

HASIL PENELITIAN

Pemilihan Sampel

Populasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama tahun 2007-2010. Pemilihan sampel dilakukan dengan metode *purposive sampling*. Kriteria sampel dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

Tabel 1.
Prosedur Pemilihan Sampel Penelitian

Keterangan	Jumlah Perusahaan	Jumlah Sampel
Perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama tahun 2007-2010	128	512
Perusahaan yang tidak membukukan laba positif secara berturut-turut selama tahun 2007-2010	(55)	(220)
Perusahaan yang tidak membagikan deviden secara berturut-turut selama tahun 2007-2010	(35)	(140)
Perusahaan yang tidak menyajikan laporan keuangan dalam mata uang Rupiah selama tahun 2007-2010	(10)	(40)
Perusahaan yang tidak memiliki laporan keuangan yang berakhir per tanggal 31 Desember	(1)	(4)
Jumlah	27	108

Sumber: Hasil pengumpulan data

Statistik Deskriptif

Statistik deskriptif digunakan untuk memberikan gambaran nilai minimum, nilai maksimum, nilai rata-rata (*mean*) dan simpangan baku (*standard deviation*) dari variabel yang diteliti yaitu kebijakan hutang, kepemilikan institusional, pertumbuhan perusahaan, struktur aktiva, ukuran perusahaan, *earning volatility* dan kebijakan deviden.

Tabel 2.
Statistik Deskriptif

Keterangan	N	Minimum	Maksimum	Rata-Rata	Deviasi Standar
DEBT	108	0,071	0,894	0,379	0,179
INST	108	0,076	0,999	0,705	0,200
GROWTH	108	0,114	1,920	1,128	0,190
AST	108	0,011	0,757	0,322	0,155
SIZE	108	24,850	32,357	28,270	1,675
EARVOL	108	0,024	0,597	0,181	0,112
DIV	108	0,039	1,701	0,386	0,321

Sumber: Pengolahan data SPSS

Tabel 2. menunjukkan hasil statistik deskriptif dimana total sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah sebanyak 108 sampel. Kebijakan hutang (DEBT) memiliki nilai rata-rata sebesar 0,379. Deviasi standar kebijakan hutang sebesar 0,179. Nilai minimum kebijakan hutang sebesar 0,071 dan nilai maksimum kebijakan hutang sebesar 0,894.

Kepemilikan institusional (INST) memiliki nilai rata-rata sebesar 0,705. Deviasi standar kepemilikan institusional sebesar 0,200. Nilai minimum kepemilikan institusional sebesar 0,076 dan nilai maksimum kepemilikan institusional sebesar 0,999. Pertumbuhan perusahaan (GROWTH) memiliki nilai rata-rata sebesar 1,128. Deviasi standar pertumbuhan perusahaan sebesar 0,190. Nilai minimum pertumbuhan perusahaan sebesar 0,114 dan nilai maksimum pertumbuhan perusahaan sebesar 1,920.

Struktur aktiva (AST) memiliki nilai rata-rata sebesar 0,322. Deviasi standar struktur aktiva sebesar 0,155. Nilai minimum struktur aktiva sebesar 0,011 dan nilai maksimum struktur aktiva sebesar 0,757. Ukuran perusahaan (SIZE) memiliki nilai rata-rata sebesar 28,270. Deviasi standar ukuran perusahaan sebesar 1,675. Nilai minimum ukuran perusahaan sebesar 24,850 dan nilai maksimum ukuran perusahaan sebesar 32,357.

Earning volatility (EARVOL) memiliki nilai rata-rata sebesar 0,181. Deviasi standar *earning volatility* sebesar 0,112. Nilai minimum *earning volatility* sebesar 0,024 dan nilai

maksimum *earning volatility* sebesar 0,597. Kebijakan deviden (DIV) memiliki nilai rata-rata sebesar 0,386. Deviasi standar kebijakan deviden sebesar 0,321. Nilai minimum kebijakan deviden sebesar 0,039 dan nilai maksimum kebijakan deviden sebesar 1,701.

Hasil Uji Kualitas Data

Penelitian ini menggunakan uji normalitas dalam menguji kualitas data. Hasil pengujian normalitas dengan menggunakan *One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test* adalah sebagai berikut:

Tabel 3.
Hasil Uji Normalitas

Keterangan	N	Asymp. Sig (2-tailed)
Unstandardized Residual	108	0,382

Sumber: Pengolahan data SPSS

Hasil pengujian normalitas menggunakan *One-Sample Kolmogorov-Smirnov* menunjukkan nilai *asymp. sig (2-tailed)* lebih besar dari 0,05 sehingga dapat dikatakan bahwa residual data berdistribusi normal sehingga memenuhi asumsi analisis regresi.

Hasil Uji Asumsi Klasik

Uji Multikolinieritas

Hasil pengujian multikolinieritas dapat dilihat pada tabel 4.

Tabel 4.
Hasil Uji Multikolinieritas

Variabel	Tolerance	VIF	Kesimpulan
INST	0,788	1,269	Tidak terjadi multikolinieritas
GROWTH	0,943	1,060	Tidak terjadi multikolinieritas
AST	0,948	1,055	Tidak terjadi multikolinieritas
SIZE	0,958	1,044	Tidak terjadi multikolinieritas
EARVOL	0,864	1,157	Tidak terjadi multikolinieritas
DIV	0,844	1,185	Tidak terjadi multikolinieritas

Sumber: Pengolahan data SPSS

Tabel 4. menunjukkan bahwa kepemilikan institusional (INST), pertumbuhan perusahaan (GROWTH), struktur aktiva (AST), ukuran perusahaan (SIZE), *earning volatility* (EARVOL) dan kebijakan deviden (DIV) memiliki nilai *tolerance* di atas 0,1 dan nilai *Variance Inflation Factor* (VIF) di bawah 10 sehingga dapat dikatakan bahwa tidak terjadi multikolinieritas dalam model regresi.

Uji Heteroskedastisitas

Hasil pengujian heteroskedastisitas dengan menggunakan uji *Glejser* adalah sebagai berikut:

Tabel 5.
Hasil Uji Heteroskedastisitas

Variabel	Sig.	Kesimpulan
INST	0,443	Tidak terjadi heteroskedastisitas
GROWTH	0,393	Tidak terjadi heteroskedastisitas
AST	0,303	Tidak terjadi heteroskedastisitas
SIZE	0,865	Tidak terjadi heteroskedastisitas
EARVOL	0,248	Tidak terjadi heteroskedastisitas
DIV	0,237	Tidak terjadi heteroskedastisitas

Sumber: Pengolahan data SPSS

Tabel 5. menunjukkan bahwa kepemilikan institusional (INST), pertumbuhan perusahaan (GROWTH), struktur aktiva (AST), ukuran perusahaan (SIZE), *earning volatility* (EARVOL) dan kebijakan deviden (DIV) memiliki nilai signifikansi lebih besar dari 0,05 sehingga dapat dikatakan tidak terjadi heteroskedastisitas dalam model regresi.

Uji Otokorelasi

Hasil pengujian otokorelasi adalah sebagai berikut:

Tabel 6.
Hasil Uji Otokorelasi

Keterangan	Nilai
<i>Durbin Watson</i>	1,858
dl (tabel D-W)	1,5711
du (tabel D-W)	1,8049
4-du	2,1951
4-dl	2,4289

Sumber: Pengolahan data SPSS dan Tabel DW

Tabel 6. menunjukkan bahwa nilai *Durbin Watson* sebesar 1,858. Nilai tersebut berada di antara du dan 4-du sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat otokorelasi dan asumsi analisis regresi terpenuhi.

Model Regresi

Setelah semua uji asumsi klasik terpenuhi, langkah berikutnya adalah melakukan pengujian hipotesis terhadap model regresi ganda. Tujuan analisis ini adalah untuk mengetahui pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen. Variabel independen dalam penelitian ini adalah kepemilikan institusional, pertumbuhan perusahaan, struktur aktiva, ukuran perusahaan, *earning volatility* dan kebijakan deviden sedangkan variabel dependen adalah kebijakan hutang.

Tabel 7.
Model Regresi Ganda

Model	B	Standard Error	t	Sig.
Constant	-0,207	0,291	-0,710	0,479
INST	-0,223	0,088	-2,546	0,012
GROWTH	0,328	0,084	3,893	0,000
AST	0,216	0,103	2,098	0,038
SIZE	0,009	0,009	0,975	0,332
EARVOL	-0,035	0,150	-0,237	0,813
DIV	0,125	0,053	2,383	0,019

Sumber: Pengolahan data SPSS

Model regresi ganda yang diperoleh:

DEBT = -0,207 - 0,223 INST + 0,328 GROWTH + 0,216 AST + 0,009 SIZE - 0,035 EARVOL + 0,125 DIV + e, dimana: DEBT = Kebijakan Hutang; INST = Kepemilikan Institusional; GROWTH = Pertumbuhan Perusahaan; AST = Struktur Aktiva; SIZE = Ukuran Perusahaan; EARVOL = *Earning Volatility*; DIV = Kebijakan Deviden.

Tabel 8.
Uji Koefisien Regresi Ganda Secara Simultan dengan Uji F

Model	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
Regression	0,817	6	0,136		
Residual	2,611	101	0,026		
Total	3,428	107		5,270	0,000

Sumber: Pengolahan data SPSS

Tabel 8. menunjukkan tingkat signifikansi sebesar 0,000 (lebih kecil dari 0,05). Ini berarti H_0 ditolak dan dapat disimpulkan bahwa paling sedikit terdapat satu variabel independen yang mempengaruhi kebijakan hutang. Dengan demikian uji t (uji secara parsial) untuk menjawab hipotesis penelitian dapat dilakukan untuk mengetahui variabel independen mana saja yang mempengaruhi kebijakan hutang.

Pengujian Hipotesis

Hasil uji t (uji secara parsial) terhadap koefisien regresi dapat dilihat pada tabel 9.

Tabel 9.
Uji Koefisien Regresi Ganda Secara Parsial dengan Uji t

Model	B	Standard Error	t	Sig.	Kesimpulan
INST	-0,223	0,088	-2,546	0,012	H_1 tidak ditolak
GROWTH	0,328	0,084	3,893	0,000	H_2 tidak ditolak
AST	0,216	0,103	2,098	0,038	H_3 tidak ditolak
SIZE	0,009	0,009	0,975	0,332	H_4 ditolak
EARVOL	-0,035	0,150	-0,237	0,813	H_5 ditolak
DIV	0,125	0,053	2,383	0,019	H_6 tidak ditolak

Sumber: Pengolahan data SPSS

Uji Hipotesis Pertama

Adapun perumusan hipotesis yang pertama adalah sebagai berikut:

H₁: Kepemilikan institusional memiliki pengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan

Tabel 9. menunjukkan bahwa kepemilikan institusional terhadap kebijakan hutang perusahaan mempunyai tingkat signifikansi sebesar 0,012. Hal ini berarti terdapat pengaruh kepemilikan institusional terhadap kebijakan hutang perusahaan, karena tingkat signifikansi tersebut (0,012) lebih kecil daripada 0,05. Jadi dapat disimpulkan H₁ (hipotesis pertama) tidak ditolak. Semakin tinggi kehadiran pihak institusional dalam perusahaan akan mendorong lebih optimalnya pengawasan terhadap aktivitas manajemen dan ini dinilai efektif untuk mengurangi hutang perusahaan dalam rangka meminimalkan biaya keagenan hutang.

Uji Hipotesis Kedua

Adapun perumusan hipotesis yang kedua adalah sebagai berikut:

H₂: Pertumbuhan perusahaan memiliki pengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan

Tabel 9. menunjukkan bahwa pertumbuhan perusahaan terhadap kebijakan hutang perusahaan mempunyai tingkat signifikansi sebesar 0,000. Hal ini berarti terdapat pengaruh pertumbuhan perusahaan terhadap kebijakan hutang perusahaan, karena tingkat signifikansi tersebut (0,000) lebih kecil daripada 0,05. Jadi dapat disimpulkan H₂ (hipotesis kedua) tidak ditolak. Semakin tinggi tingkat pertumbuhan perusahaan mengindikasikan bahwa perusahaan sedang mengadakan ekspansi yang tentunya membutuhkan dana yang besar. Perusahaan akan memilih untuk menerbitkan hutang karena biaya emisi saham baru lebih besar daripada biaya hutang.

Uji Hipotesis Ketiga

Adapun perumusan hipotesis yang ketiga adalah sebagai berikut:

H₃: Struktur aktiva memiliki pengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan

Tabel 9. menunjukkan bahwa struktur aktiva terhadap kebijakan hutang perusahaan mempunyai tingkat signifikansi sebesar 0,038. Hal ini berarti terdapat pengaruh struktur aktiva terhadap kebijakan hutang perusahaan, karena tingkat signifikansi tersebut (0,038) lebih kecil daripada 0,05. Jadi dapat disimpulkan H₃ (hipotesis ketiga) tidak ditolak. Semakin tinggi aktiva yang dapat dijadikan jaminan maka semakin mudah perusahaan mendapatkan hutang dibandingkan perusahaan yang tidak memiliki jaminan terhadap hutang.

Uji Hipotesis Keempat

Adapun perumusan hipotesis yang keempat adalah sebagai berikut:

H₄: Ukuran perusahaan memiliki pengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan

Tabel 9. menunjukkan bahwa ukuran perusahaan terhadap kebijakan hutang perusahaan mempunyai tingkat signifikansi sebesar 0,332. Hal ini berarti tidak terdapat pengaruh ukuran perusahaan terhadap kebijakan hutang perusahaan, karena tingkat signifikansi tersebut (0,332) lebih besar daripada 0,05. Jadi dapat disimpulkan H₄ (hipotesis keempat) ditolak. Ukuran perusahaan yang besar tidak menjamin perusahaan menggunakan hutang karena bisa saja perusahaan menggunakan pendanaan internal daripada pendanaan eksternal.

Uji Hipotesis Kelima

Adapun perumusan hipotesis yang kelima adalah sebagai berikut:

H₅: *Earning volatility* memiliki pengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan

Tabel 9. menunjukkan bahwa *earning volatility* terhadap kebijakan hutang perusahaan mempunyai tingkat signifikansi sebesar 0,813. Hal ini berarti tidak terdapat pengaruh *earning volatility* terhadap kebijakan hutang perusahaan, karena tingkat signifikansi tersebut (0,813) lebih besar daripada 0,05. Jadi dapat disimpulkan H_5 (hipotesis kelima) ditolak. Risiko bisnis perusahaan yang tinggi tidak menjamin perusahaan tidak memperoleh hutang.

Uji Hipotesis Keenam

Adapun perumusan hipotesis yang keenam adalah sebagai berikut:

H_6 : Kebijakan deviden memiliki pengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan

Tabel 9. menunjukkan bahwa kebijakan deviden terhadap kebijakan hutang perusahaan mempunyai tingkat signifikansi sebesar 0,019. Hal ini berarti terdapat pengaruh kebijakan deviden terhadap kebijakan hutang perusahaan, karena tingkat signifikansi tersebut (0,019) lebih kecil daripada 0,05. Jadi dapat disimpulkan H_6 (hipotesis keenam) tidak ditolak. Semakin tinggi pembayaran deviden maka semakin tinggi perusahaan membutuhkan dana eksternal yang tak lain adalah hutang untuk membiayai kegiatan investasinya.

PENUTUP

Berdasarkan pada hasil analisis dan pembahasan maka dapat disimpulkan bahwa kepemilikan institusional memiliki pengaruh terhadap kebijakan hutang. Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Wahidahwati (2002), Masdupi (2005), Junaidi (2006) serta Murni dan Andriana (2007) tetapi tidak konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Wuryaningsih (2004) dan Susanto (2011). Pertumbuhan perusahaan memiliki pengaruh terhadap kebijakan hutang. Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh

Murni dan Andriana (2007) tetapi tidak konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Fidyati (2003).

Struktur aktiva memiliki pengaruh terhadap kebijakan hutang. Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Wahidahwati (2002), Fidyati (2003), Masdupi (2005), Harjito dan Nurfauziah (2006) serta Steven dan Lina (2011) tetapi tidak konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Ismiyanti dan Hanafi (2003) serta Junaidi (2006). Ukuran perusahaan tidak memiliki pengaruh terhadap kebijakan hutang. Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Steven dan Lina (2011) tetapi tidak konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Wahidahwati (2002), Listyani (2003), Saidi (2004), Masdupi (2005), Rahayu dan Faisal (2005), Junaidi (2006) serta Susanto (2011).

Earning volatility tidak memiliki pengaruh terhadap kebijakan hutang. Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Listyani (2003) serta Rahayu dan Faisal (2005) tetapi tidak konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Wahidahwati (2002), Junaidi (2006) serta Frensydy dan Setyawan (2007). Kebijakan dividen memiliki pengaruh terhadap kebijakan hutang. Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Murni dan Andriana (2007), Steven dan Lina (2011) serta Susanto (2011) tetapi tidak konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Wahidahwati (2002), Harjito dan Nurfauziah (2006) serta Junaidi (2006).

Beberapa keterbatasan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut: Periode pengamatan yang diteliti terlalu singkat yaitu hanya selama empat tahun dari tahun 2007 sampai dengan tahun 2010, hal ini membawa kemungkinan bahwa penelitian ini tidak dapat digunakan untuk memprediksi kecenderungan dalam jangka panjang. Peneliti selanjutnya perlu mempertimbangkan untuk memperpanjang periode pengamatan sehingga dapat digunakan untuk

analisis jangka panjang. Penelitian ini hanya menggunakan enam variabel yaitu kepemilikan institusional, pertumbuhan perusahaan, struktur aktiva, ukuran perusahaan, *earning volatility* dan kebijakan deviden sedangkan masih banyak variabel-variabel lain yang dimungkinkan memiliki pengaruh terhadap kebijakan hutang seperti *free cash flow*. Sampel perusahaan yang digunakan dalam penelitian ini hanya terbatas pada perusahaan manufaktur. Peneliti selanjutnya dapat melakukan penelitian terhadap perusahaan keuangan seperti bank, asuransi dan lembaga keuangan lainnya sehingga hasil penelitian dapat lebih digeneralisasi.

DAFTAR RUJUKAN

Fidyati, Nisa. 2003. Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang Perusahaan. **Jurnal Ekonomi, Manajemen dan Akuntansi**. Vol. 1. No. 1. Januari. hlm. 17-34

Frensydy, Budi dan Roni Setyawan. 2007. *The Effect of Management Ownership Structure, Business Risk and Firm Growth Toward The Capital Structure*. **Financial Management**. Vol. XXXVI. No. 07. Juli. hlm. 15-20

Harjito, D. Agus dan Nurfauziah. 2006. Hubungan Kebijakan Hutang, *Insider Ownership* dan Kebijakan Deviden Dalam Mekanisme Pengawasan Masalah Agensi di Indonesia. **Jurnal Akuntansi dan Auditing Indonesia**. Vol. 10. No. 2. Desember. hlm. 121-136

Indahningrum, R. P. dan R. Handayani. 2009. Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Deviden, Pertumbuhan Perusahaan, *Free Cash Flow* dan Profitabilitas Terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan. **Jurnal Bisnis dan Akuntansi**. Vol. 11. No. 3. hlm. 189-207

Indriantoro, Nur dan Bambang Supomo. 1999. **Metodologi Penelitian Bisnis Untuk Akuntansi dan Manajemen. Edisi Pertama**. Yogyakarta: BPFE

Ismiyanti, Fitri dan Mamduh M. Hanafi. 2003. Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Risiko, Kebijakan Hutang dan Kebijakan Deviden: Analisis Persamaan Simultan. **Simposium Nasional Akuntansi VI**. Oktober. hlm. 260-277

Junaidi. 2006. Pengaruh Kepemilikan Managerial dan Kepemilikan Institusional Terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan: Sebuah Perspektif *Agency Theory* Dengan Variabel Kontrol *Dividend Payout Ratio*, Ukuran Perusahaan, *Assets Structure* dan Risiko Bisnis (Studi pada Perusahaan yang Go Publik di Bursa Efek Jakarta). **Jurnal Ilmiah Bidang Manajemen dan Akuntansi**. Vol. 3. No. 2. September. hlm. 214-228

Listyani, Theresia Tyas. 2003. Kepemilikan Manajerial, Kebijakan Hutang dan Pengaruhnya Terhadap Kepemilikan Saham Institusional (Studi pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Jakarta). **Jurnal Maksi**. Vol. 3. Agustus. hlm. 98-114

Masdipi, Erni. 2005. Analisis Dampak Struktur Kepemilikan pada Kebijakan Hutang Dalam Mengontrol Konflik Keagenan. **Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia**. Vol. 20. No. 1. Januari. hlm. 57-69

Murni, Sri dan Andriana. 2007. Pengaruh *Insider Ownership, Institutional Investor, Dividend Payments* dan *Firm Growth* Terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan (Studi Kasus pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta). **Jurnal Akuntansi dan Bisnis**. Vol. 7. No. 1. Februari. hlm. 15-24

Rahayu, Dyah Sih dan Faisal. 2005. Pengaruh Kepemilikan Saham Manajerial dan Institusional pada Struktur Modal Perusahaan. **Jurnal Bisnis dan Akuntansi**. Vol. 7. No. 2. Agustus. hlm. 190-203

Saidi. 2004. Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal pada Perusahaan Manufaktur Go Publik di Bursa Efek Jakarta Tahun 1997-2002. **Jurnal Bisnis dan Ekonomi**. Vol. 11. No. 1. Maret. hlm. 44-58

Soesetio, Yuli. 2008. Kepemilikan Manajerial dan Institusional, Kebijakan Deviden, Ukuran Perusahaan, Struktur Aktiva dan Profitabilitas Terhadap Kebijakan Hutang. **Jurnal Keuangan dan Perbankan**. Vol. 12. No. 3. September. hlm. 384-398

Steven dan Lina. 2011. Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang Perusahaan Manufaktur. **Jurnal Bisnis dan Akuntansi**. Vol. 13. No. 3. Desember. hlm. 163-181

Susanto, Julius Kurnia. 2011. Kepemilikan Saham, Kebijakan Deviden, Karakteristik Perusahaan, Risiko Sistematik, Set Peluang Investasi dan Kebijakan Hutang. **Jurnal Bisnis dan Akuntansi**. Vol. 13. No. 3. Desember. hlm. 195-210

Wahidahwati. 2002. Pengaruh Kepemilikan Managerial dan Kepemilikan Institusional pada Kebijakan Hutang Perusahaan: Sebuah Perspektif *Theory Agency*. **Jurnal Riset Akuntansi Indonesia**. Vol. 5. No. 1. Januari. hlm. 1-16

Wihananto. 2009. Beberapa Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang Perusahaan Manufaktur Publik. **Kajian Akuntansi**. Vol. 4. No. 1 Juni. hlm. 40-52

Wuryaningsih, D. L. 2004. Pengujian Pengaruh *Capital Structure* pada *Debt Policy* (Studi Empiris pada Perusahaan Manufaktur di Indonesia). **Benefit**. Vol. 8. No. 2. Desember. hlm. 139-150

www.idx.co.id

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**. Vol. 12. No. 1. April. hlm. 1-16