

# FAKTOR-FAKTOR YANG MEMENGARUHI KEBIJAKAN UTANG PERUSAHAAN MANUFAKTUR YANG TERDAFTAR DI BURSA EFEK INDONESIA

Christine Dwi Karya Susilawati  
Lidya Agustina  
Se Tin

Fakultas Ekonomi Jurusan Akuntansi Universitas Kristen Maranatha  
Jl. Suria Sumantri No.65 Bandung, 40164.

## *Abstract*

*In the last several years, there had been an increase on the research emphasized on the agent-principal concept at financial corporation. The objective of this research was to test empirically the agency concept and their relation toward the debt policy of corporations. This research analyzed the factors influencing debt policy at manufacturing firms in Indonesia. Analyzing instruments in this research was multiple regression analysis. The result of this research showed that firm size, profitability and free cash flow had significant influence to debt policy while managerial ownership, institutional ownership, dividend policy and structure asset did not have significant influence to debt policy. However, simultaneously the seven variables had significant influence to debt policy.*

*Key words: debt policy, firm size, protitability, free cash flow, managerial and institusional ownership, diridend policy*

Tujuan utama perusahaan yang telah *go public* adalah meningkatkan kemakmuran pemilik atau para pemegang saham melalui peningkatan nilai perusahaan (Salvatore 2005). Untuk mencapai tujuan tersebut, pemilik modal menyerahkan pengelolaan perusahaan kepada manajer. Namun, seringkali pihak manajer perusahaan atau *insider* mempunyai tujuan lain yang bertentangan dengan tujuan utama tersebut, sehingga timbul konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham (Indahningrum & Handayani, 2009).

Konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham dapat diminimumkan dengan suatu

mekanisme pengawasan yang dapat mensejajarkan kepentingan-kepentingan yang terkait tersebut (Manan, 2004). Namun, dengan adanya mekanisme pengawasan tersebut dapat memunculkan biaya yang disebut sebagai *agency cost*. *Agency cost* adalah biaya yang meliputi semua biaya untuk monitoring tindakan manajer, mencegah tingkah laku manajer yang tidak dikehendaki, dan *opportunity cost* akibat pembatasan yang dilakukan pemegang saham terhadap tindakan manajer.

Utang merupakan suatu mekanisme lain yang bisa digunakan untuk mengurangi atau mengontrol konflik keagenan. Jensen (1976) dalam Indah-

---

Korespondensi dengan Penulis:

**Christen Dwi Karya Susilawati**.: Telp./Fax. +62 22 201 7625

E-mail: [buwenfa@yahoo.co.uk](mailto:buwenfa@yahoo.co.uk)

ningrum & Handayani (2009), berpendapat bahwa dengan utang maka perusahaan harus melakukan pembayaran periodik atas bunga dan *principal*. Secara empiris, penelitian mengenai faktor-faktor yang memengaruhi kebijakan utang telah sering dilakukan, antara lain oleh Wahidahwati (2002), Listyani (2003), Manan (2004), Murni & Andriana (2007), Indahningrum & Handayani (2009), dan Yenieatie & Destriana (2010). Hasil penelitiannya menunjukkan beberapa ketidakkonsistenan. Wahidahwati (2002), Listyani (2003), Faisal (2004), Masdupi (2005), dan Junaidi (2006) dalam penelitiannya menemukan pengaruh negatif yang signifikan antara kepemilikan manajerial dengan kebijakan utang, sedangkan menurut Manan (2004), Murni & Andriana (2007), Indahningrum & Handayani (2009), Pithaloka (2009) Yenieatie & Destriana (2010), dan Larasati (2011) menemukan bahwa kepemilikan manajerial tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan utang perusahaan.

Wahidahwati (2002), Listyani (2003), Manan (2004), Masdupi (2005), Junaidi (2006), dan Yenieatie & Destriana (2010) menemukan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap kebijakan utang. Hasil penelitian tersebut berbeda dengan hasil penelitian yang dilakukan Murni & Andriana (2007), dan Indahningrum & Handayani (2009) yang menunjukkan kepemilikan institusional memiliki pengaruh yang positif dan signifikan terhadap kebijakan utang. Murni & Andriana (2007) dan Larasati (2011) mengatakan terdapat pengaruh negatif yang signifikan antara kebijakan dividen terhadap kebijakan utang, sedangkan pada hasil penelitian yang dikemukakan Masdupi (2005) mengatakan bahwa terdapat pengaruh positif yang signifikan antara kebijakan dividen terhadap kebijakan utang.

Berdasarkan pemaparan tersebut, peneliti tertarik untuk meneliti kembali analisis faktor-faktor yang memengaruhi kebijakan utang pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia, dengan periode waktu tahun

2006–2010. Motivasi dilakukannya penelitian ini adalah karena peneliti menemukan ketidak-konsistenan beberapa hasil penelitian terdahulu.

## PENGEMBANGAN HIPOTESIS

### Kepemilikan Manajerial dan Kebijakan Utang

Kepemilikan manajerial (*managerial ownership*) adalah tingkat kepemilikan saham pihak manajemen yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan, misalnya direktur dan komisaris (Wahidahwati, 2002). Kepemilikan manajerial dapat diukur dengan proporsi saham yang dimiliki perusahaan pada akhir tahun dan dinyatakan dalam presentase. Semakin besar proporsi kepemilikan manajemen dalam perusahaan maka manajemen akan berusaha lebih giat untuk kepentingan pemegang saham yang notabene adalah mereka sendiri (Trisyanti, 2009).

Kepemilikan manajerial atas sekuritas perusahaan dapat menyamakan kepentingan manajerial dengan pihak ekstern dan akan mengurangi peranan utang sebagai mekanisme untuk meminimumkan *agency cost*. Semakin meningkatnya kepemilikan oleh manajerial, akan menyebabkan manajerial semakin berhati-hati dalam menggunakan utang dan menghindari perilaku oportunistik karena mereka ikut menanggung konsekuensi dari tindakannya, sehingga mereka cenderung menggunakan utang yang rendah (Faisal, 2004 dalam Murni & Andriana, 2007; Putri & Nasir, 2006)

Berdasarkan uraian tersebut, maka hipotesis alternatif yang akan diuji adalah sebagai berikut:  
 $H_1$ : Kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap kebijakan utang perusahaan.

### Kepemilikan Institusional dan Kebijakan Utang

Meningkatnya kepemilikan saham oleh *institutional ownership* dapat mengimbangi kebutuhan terhadap penggunaan utang. Ini berarti *institutional*

*ownership* dapat menggantikan peran utang dalam memonitor manajer dalam perusahaan dan mengurangi masalah keagenan dalam perusahaan (Manan 2004). Dengan demikian semakin besar persentase saham yang dimiliki *institutional ownership* dapat menyebabkan usaha monitoring menjadi semakin efektif.

Hal ini menunjukkan institusional investor memiliki wewenang lebih besar jika dibandingkan dengan pemegang saham lainnya, untuk memilih proyek yang lebih berisiko untuk memperoleh keuntungan yang tinggi. Berdasarkan uraian tersebut, maka hipotesis alternatif yang akan diuji adalah sebagai berikut:

H<sub>2</sub>: Kepemilikan institusional berpengaruh terhadap kebijakan utang perusahaan.

### Kebijakan Dividen dan Kebijakan Utang

Rozeff (1982) dalam Wahidahwati (2002) menyatakan bahwa pembayaran dividen adalah bagian dari *monitoring* aktivitas perusahaan oleh *principal* terhadap pihak manajemen sebagai *agent*. Perusahaan akan cenderung untuk membayar dividen yang lebih besar jika manajemen memiliki proporsi saham yang lebih rendah.

Larasati (2011) menyatakan bahwa untuk mengurangi biaya keagenan diperlukan pembayaran dividen. Dalam konteks ini perusahaan yang memiliki *dividen payout ratio* yang tinggi menyukai pendanaan dengan modal sendiri sehingga mengurangi *agency cost*. Disamping itu pembayaran dividen dapat dilakukan setelah kewajiban terhadap pembayaran bunga dan cicilan utang dipenuhi. Adanya kewajiban tersebut akan membuat manajer semakin berhati-hati dan efisien menggunakan utang.

Berdasarkan uraian tersebut, maka hipotesis alternatif yang akan diuji adalah sebagai berikut:

H<sub>3</sub>: Kebijakan dividen berpengaruh terhadap kebijakan utang perusahaan.

### Struktur Aset dan Kebijakan Utang

Struktur aktiva adalah penentuan berapa besar alokasi untuk masing – masing komponen aktiva, baik dalam aktiva lancar maupun dalam aktiva tetap. Perusahaan dengan aset yang dapat digunakan untuk jaminan akan lebih memilih untuk menggunakan penggunaan utangnya lebih banyak. Besarnya aktiva tetap suatu perusahaan dapat menentukan besarnya penggunaan utang. Perusahaan yang memiliki aktiva tetap dalam jumlah besar dapat menggunakan utang dalam jumlah besar karena aktiva tersebut dapat digunakan sebagai jaminan pinjaman (Mamduh, 2004).

Struktur aset berhubungan dengan jumlah kekayaan (aset) yang dapat dijadikan jaminan. Perusahaan yang struktur asetnya lebih fleksibel akan cenderung menggunakan utang lebih besar dari pada perusahaan yang struktur asetnya tidak fleksibel (Manan, 2004).

Berdasarkan uraian tersebut, maka hipotesis alternatif yang akan diuji adalah sebagai berikut:

H<sub>4</sub>: Struktur aset perusahaan berpengaruh terhadap kebijakan utang perusahaan.

### Profitabilitas dan Kebijakan Utang

Profitabilitas merupakan tingkat keuntungan bersih yang mampu diraih oleh perusahaan pada saat menjalankan operasionalnya. Profitabilitas menggambarkan pendapatan yang dimiliki perusahaan untuk membiayai investasi. Profitabilitas menunjukkan kemampuan dari modal yang diinvestasikan dalam keseluruhan aktiva untuk menghasilkan keuntungan bagi investor.

Perusahaan dengan tingkat pengembalian yang tinggi atas investasi menggunakan utang yang relatif kecil karena tingkat pengembalian yang tinggi memungkinkan perusahaan untuk membiayai sebagian besar pendanaan internal. Dengan laba ditahan yang besar, perusahaan akan menggunakan laba ditahan sebelum memutuskan untuk

menggunakan utang. Hal ini sejalan dengan pendapat Myers (1984) dalam Indahningrum & Handayani (2009) yang menyarankan manajer untuk menggunakan *pecking order theory* untuk keputusan pendanaan. *Pecking order* merupakan urutan penggunaan dana untuk investasi yaitu laba ditahan sebagai pilihan pertama, kemudian selanjutnya oleh utang dan ekuitas. Implikasinya adalah adanya hubungan negatif antara profitabilitas perusahaan dengan *debt ratio*.

Berdasarkan uraian, maka hipotesis alternatif yang akan diuji adalah sebagai berikut:

H<sub>5</sub>: Profitabilitas perusahaan berpengaruh terhadap kebijakan utang perusahaan.

### Ukuran Perusahaan dan Kebijakan Utang

Ukuran perusahaan adalah suatu skala yang dapat diklasifikasikan dalam besar kecilnya perusahaan dengan berbagai cara, antara lain dengan total aktiva, *log size*, nilai pasar saham, dan stabilitas penjualan (Hol & Wijst, 2006). Penentuan ukuran perusahaan ada juga didasarkan pada total aset perusahaan (Sujoko & Soebiantoro, 2007). Besar kecilnya ukuran suatu perusahaan akan berpengaruh terhadap struktur modal, semakin besar perusahaan maka akan semakin besar pula dana yang dibutuhkan perusahaan untuk melakukan investasi. Semakin besar ukuran suatu perusahaan, maka kecenderungan menggunakan modal juga semakin besar, hal ini disebabkan karena perusahaan besar membutuhkan dana yang besar pula untuk menunjang operasionalnya.

Hubungan antara ukuran perusahaan dan *leverage* dipengaruhi oleh akses perusahaan ke pasar modal. Perusahaan besar dapat dengan mudah mengakses pasar modal. Kemudahan untuk mengakses pasar modal berarti perusahaan memiliki fleksibilitas dan kemampuan untuk mendapat dana lebih banyak (Manan, 2004). Berdasarkan uraian tersebut, maka hipotesis alternatif yang akan diuji adalah sebagai berikut:

H<sub>6</sub>: Ukuran perusahaan berpengaruh terhadap kebijakan utang perusahaan.

### Free Cash Flow dan Kebijakan Utang

*Free cash flow* merupakan kas perusahaan yang dapat didistribusikan kepada kreditor atau pemegang saham yang tidak diperlukan untuk modal kerja atau investasi pada aset. Kas tersebut biasanya menimbulkan konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham. Manajer lebih menginginkan dana tersebut diinvestasikan lagi pada proyek-proyek yang dapat menghasilkan keuntungan, karena hal ini dapat meningkatkan insentif yang diterimanya, sedangkan di sisi lain, pemegang saham mengharapkan sisa dana tersebut dibagikan dalam bentuk dividen sehingga akan menambah kesejahteraan mereka (Hutomo & Perdana, 2008).

Hipotesis Jensen (1986) dalam Faisal (2004) mengenai *free cash flow* menyatakan bahwa tekanan pasar akan mendorong manajer untuk mendistribusikan *free cash flow* kepada pemegang saham atau risiko akan kehilangan kendali terhadap perusahaan. *Free cash flow* biasanya menimbulkan konflik kepentingan antara pemegang saham dan manajer. Konflik kepentingan ini dapat diminimalisasi dengan adanya utang. Penambahan utang dapat mengurangi *free cash flow* karena adanya pembayaran kembali bunga dan pokok pinjaman, serta dapat mengurangi kemampuan manajer dalam melakukan tindakan pemborosan. Hal ini membuat manajemen lebih disiplin sehingga penggunaan sumber daya perusahaan menjadi lebih produktif.

Berdasarkan uraian tersebut, maka hipotesis alternatif yang akan diuji adalah sebagai berikut:

H<sub>7</sub>: *Free cash flow* perusahaan berpengaruh terhadap kebijakan utang perusahaan.

### METODE

Populasi yang akan diamati dalam penelitian ini adalah kelompok industri manufaktur yang ter-

daftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) yang melaporkan laporan keuangannya secara lengkap dan dipublikasikan secara umum dari tahun 2006–2010. Sumber data yang digunakan dalam penelitian ini seluruhnya diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory* tahun 2006–2010 sejumlah 105 perusahaan dengan total sampel 535 item laporan keuangan

Dalam penelitian ini, semua perusahaan yang memenuhi kriteria akan dimasukkan sebagai sampel penelitian. Adapun teknik sampling yang digunakan adalah *purposive sampling* dengan kriteria: pertama, perusahaan tersebut selalu menyajikan laporan keuangan selama periode pengamatan (2006–2010); kedua, perusahaan yang secara berturut-turut terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode pengamatan.

### Pengukuran Variabel

Variabel kebijakan utang dilambangkan dengan *debt to equity ratio* yang dapat dirumuskan sebagai berikut (Indahningrum & Handayani, 2009):

$$DER = \frac{\text{Total Hutang}}{\text{Total Ekuitas}}$$

Variabel kepemilikan manajerial sebagai *dummy* diwakili dengan angka 0 dan 1. Angka 0 menunjukkan bahwa perusahaan tidak memiliki kepemilikan manajerial, sedangkan nilai 1 menunjukkan perusahaan memiliki kepemilikan manajerial (Manan, 2004).

Variabel Kepemilikan Institusional, dapat dirumuskan sebagai berikut (Masdupi 2005):

Kepemilikan institusional =

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

Variabel kebijakan dividen, dirumuskan sebagai berikut:

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

Variabel struktur aset, dengan rumus sebagai berikut:

$$\text{Struktur aset} = \frac{\text{Aktiva tetap}}{\text{Total aktiva}}$$

Variabel profitabilitas, dapat diukur sebagai berikut:

$$\text{Profitabilitas} = \frac{EBIT}{\text{Total asset}}$$

Variabel ukuran perusahaan, merupakan rasio nilai logaritma natural dari penjualan (*sales*). Variabel ini dirumuskan sebagai berikut:

$$\text{Ukuran Perusahaan} = \text{Ln Sales}$$

Variabel *free cash flow*, diukur dengan menggunakan rumus yang dikemukakan Ross, *et al* (2000) dalam Handayani & Perdana (2006), yang dirumuskan sebagai berikut:

$$FCF_{it} = AKO_{it} - PM_{it} - NWC_{it}$$

### Keterangan:

FCF<sub>it</sub> : *free cash flow*

AKO<sub>it</sub> : aliran kas operasi perusahaan i pada tahun t

PM<sub>it</sub> : pengeluaran modal perusahaan i pada tahun t

NWC<sub>it</sub> : modal kerja bersih perusahaan i pada tahun t = aset lancar-kwajiban lancar

### HASIL

#### Pengujian Hipotesis dengan Uji Regresi Berganda

Analisis data menggunakan pengujian regresi berganda bertujuan untuk menguji apakah variabel independen yang terdiri dari kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, kebijakan dividen,

Tabel 1. Hasil Uji Anova

Model	Sum of square	df	Mean square	F	Sig
Regression	143,813	7	20,545	14,712	0,000
Residual	737,718	527	1,396		
Total	882,531	534			

struktur aset, profitabilitas, ukuran perusahaan, dan *free cash flow* berpengaruh terhadap variabel dependen yaitu kebijakan utang (Ghozali, 2006).

### Pengujian Hipotesis dengan Uji Signifikan Simultan (Uji Statistik F).

Pengujian hipotesis secara simultan menggunakan uji statistik F, terbukti kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, kebijakan dividen, struktur aset, profitabilitas, ukuran perusahaan, dan *free cash flow* berpengaruh terhadap variabel dependen yaitu kebijakan utang secara signifikan dengan nilai *p-value*  $0,000 < \alpha = 0,05$ , yang ditunjukkan pada Tabel 1.

### Hasil Koefisien Determinasi ( $R^2$ )

Peneliti menggunakan nilai *adjusted R square* menunjukkan besar pengaruh variabel-variabel independen yaitu kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, kebijakan dividen, struktur aset, profitabilitas, ukuran perusahaan, dan *free cash flow* terhadap variabel dependen yaitu kebijakan

utang sebesar 15,2%. Artinya masih banyak faktor lain yang memengaruhi kebijakan utang sebesar 84,8%.

Tabel 2. Hasil Uji  $R^2$

R	R Square	Adjusted R-Square	Durbin Watson
0,404	16,3	15,2	1,979

Dari hasil Tabel 3 menunjukkan pengaruh tiap variabel independen yaitu struktur aset, ukuran perusahaan, kebijakan dividen (DPR), profitabilitas, kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional dan *free cash flow* terhadap variabel dependen kebijakan utang secara parsial yang sesuai dengan hipotesis penelitian.

## PEMBAHASAN

### Pengaruh Kepemilikan Manajerial terhadap Kebijakan Utang

Kepemilikan manajerial terbukti tidak berpengaruh signifikan dengan nilai *p-value* = 0,239 >

Tabel 3. Uji Signifikan Parameter Individual (Uji statistik t)

Variabel Independen	Unstandardized Coefficient		Standardized Coefficient	T	Sig	Colinierarity Statistics	
	B	Std.Error	Beta			Tolerance	VIF
(constant)	-3,030	0,710		-4,270	0,000		
Str. Aset	0,319	0,173	0,079	1,850	0,065	0,862	1,160
Uk. Perush.	0,128	0,026	0,203	4,888	0,000	0,916	1,092
DPR	-0,006	0,001	-0,007	-0,170	0,865	0,991	1,009
Profit	-2,175	0,461	-0,206	-4,716	0,000	0,829	1,207
K. Manajer	-0,146	0,124	-0,047	-1,179	0,239	0,980	1,020
K. Institusional	-0,088	0,002	-0,068	-1,672	0,095	0,969	1,032
FCF	0,001	0,000	0,261	6,434	0,000	0,959	1,042

$\alpha=0,05$ . Hal ini sesuai dengan penelitian sebelumnya dari Manan (2004), Murni & Andriana (2007), Yenziatie & Destriana (2010) Indahningrum & Handayani (2009), Pithaloka (2009) dan Larasati (2011) menemukan bahwa kepemilikan manajerial tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan utang perusahaan. Tapi berbeda dengan hasil penelitian Wahidahwati (2002), Faisal (2004), Masdupi (2005), dan Junaidi (2006) dalam penelitiannya, menemukan pengaruh negatif yang signifikan antara kepemilikan manajerial dengan kebijakan utang.

Hasil ini menunjukkan bahwa manajer perusahaan manufaktur di Indonesia bukanlah sebagai faktor penentu dalam kebijakan pendanaan dari utang karena kepemilikan saham oleh manajer pada perusahaan manufaktur masih kurang dengan nilai rata-rata 0,2216 artinya hanya 22,16% dari 535 sampel.

### **Pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap Kebijakan Utang**

Kepemilikan institusional terbukti tidak berpengaruh signifikan dengan pada tingkat signifikansi 5 % nilai  $p\text{-value}=0,095 > \alpha=0,05$  tapi masih  $< \alpha=0,10$  artinya masih menunjukkan pengaruh pada signifikansi 10% dengan koefisien beta -0.088 dengan pengaruh negatif terhadap kebijakan utang. Hasil ini konsisten dengan penelitian sebelumnya Wahidahwati (2002), Manan (2004), Masdupi (2005), Junaidi (2006), Sujoko & Soebiantoro (2007), dan Yenziatie & Destriana (2010) menemukan bahwa kepemilikan institusional dapat mengurangi utang perusahaan. Dengan demikian hasil penelitian mereka menunjukkan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap kebijakan utang. Hasil penelitian tersebut berbeda dengan hasil penelitian yang dilakukan Murni & Andriana (2007), Larasati (2011), dan Indahningrum & Handayani (2009) yang menunjukkan kepemilikan institusional memiliki

pengaruh yang positif dan signifikan terhadap kebijakan utang.

Hasil ini menunjukkan kepemilikan institusional menjadi pertimbangan dalam pengambilan keputusan kebijakan utang walaupun belum menjadi faktor penentu utama karena nilai rata-rata kepemilikan institusional sebesar 49,85%, masih dibawah dari nilai 50 %.

### **Pengaruh Kebijakan Dividen terhadap Kebijakan Utang**

Kebijakan dividen terbukti tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan utang dengan nilai  $p\text{-value}=0,865 > \alpha=0,05$ . Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan Wahidahwati (2002), dan Indahningrum & Handayani (2009) mengatakan tidak terdapat pengaruh yang signifikan antara kebijakan dividen terhadap kebijakan utang. Tapi hasil ini berbeda dengan hasil penelitian sebelumnya Murni & Andriana (2007) dan Larasati (2011) yang mengatakan terdapat pengaruh negatif yang signifikan antara kebijakan dividen terhadap kebijakan utang. Sedangkan pada hasil penelitian yang dikemukakan Masdupi (2005) mengatakan bahwa terdapat pengaruh positif yang signifikan antara kebijakan dividen terhadap kebijakan utang.

Hasil ini menunjukkan bahwa informasi kebijakan dividen belum menjadi informasi bagi perusahaan dalam menentukan kebijakan utang oleh karena banyak perusahaan manufaktur yang secara konsisten tidak membagikan dividen.

### **Pengaruh Struktur Aset terhadap Kebijakan Utang**

Struktur aset berpengaruh terhadap kebijakan utang dengan nilai koefisien 0,319 dengan signifikansi 10% dengan  $p\text{-value}=0,065 > \alpha=0,05$  tapi masih  $< \alpha=0,10$ , artinya struktur aset mempunyai pengaruh positif yang signifikan terhadap tingkat

kebijakan utang pada taraf nyata 0,10 (10%). Hasil ini sesuai dengan hasil penelitian Wahidahwati (2002), Manan (2004), dan Yeniatie & Destriana (2010) yang mengatakan bahwa struktur aset mempunyai pengaruh positif yang signifikan terhadap tingkat kebijakan utang.

Hasil ini menunjukkan proporsi aktiva tetap perusahaan manufaktur cukup besar dengan rata-rata 0,5103 sebagai pertimbangan bagi perusahaan dalam menentukan kebijakan utang walaupun belum menjadi faktor penentu utama karena standar deviasi yang cukup tinggi sebesar 0,318.

### **Pengaruh Profitabilitas terhadap Kebijakan Utang**

Profitabilitas berpengaruh terhadap kebijakan utang dengan nilai  $p\text{-value}=0,000 < \alpha=0,05$  dan nilai koefisien -2,175 artinya profitabilitas berpengaruh negatif terhadap kebijakan utang. Hasil ini sesuai dengan hasil penelitian yang dilakukan Harjanti & Tandelilin (2007) dalam Yeniatie & Destriana (2010), Sujoko & Soebiantoro (2007) yang menyatakan bahwa profitabilitas memiliki pengaruh negatif terhadap kebijakan utang. Dan hasil penelitian tersebut juga konsisten dengan hasil penelitian Faisal (2000).

Hasil ini menunjukkan profitabilitas erat kaitannya dengan kebijakan utang semakin tinggi profitabilitas maka akan semakin rendah kebijakan utangnya, karena perusahaan ingin mengembangkan perusahaan dengan potensi profitabilitas tinggi tapi menghindari atau menurunkan risiko utang dengan menurunkan pendanaan dari utang dan meningkatkan sumber pendanaan sesuai dengan *pecking order theory* dari laba ditahan dulu yaitu dari akumulasi profit tahun sebelumnya.

### **Pengaruh Ukuran Perusahaan terhadap Kebijakan Utang**

Ukuran perusahaan berpengaruh terhadap kebijakan utang dengan nilai  $p\text{-value}=0,000 < \alpha=0,05$

dan nilai koefisien 0,128 artinya ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap kebijakan utang. Hasil ini sesuai dengan penelitian Wahidahwati (2002), Manan (2004), Sujoko & Soebiantoro (2007), dan Lopez & Sogorb (2008) mengatakan bahwa ukuran perusahaan mempunyai pengaruh positif yang signifikan terhadap kebijakan utang perusahaan. Hasil ini menunjukkan bahwa tingkat penjualan suatu perusahaan menjadi indikator penentu utama kebijakan utang perusahaan, karena jika pertumbuhan penjualan tinggi maka membutuhkan pendanaan utang untuk perluasan pasar dan operasionalnya.

### **Pengaruh Free Cash Flow terhadap Kebijakan Utang**

*Free cash flow* berpengaruh positif secara signifikan terhadap kebijakan utang dengan  $p\text{-value}=0,000 < \alpha=0,05$  dan nilai koefisien 0,001. Hal ini sesuai dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Faisal (2004) dan Indahningrum & Handayani (2009) yang mengatakan bahwa terdapat pengaruh positif yang signifikan antara *free cash flow* perusahaan terhadap kebijakan utang perusahaan.

Hasil ini menunjukkan adanya kelebihan kas untuk investasi yang cukup berpengaruh positif terhadap kebijakan utang, dengan aliran *free cash flow* yang baik, mendorong perusahaan meningkatkan pendanaan utang karena pendanaan di tahun sebelumnya menghasilkan arus kas yang menguntungkan dengan nilai *free cash flow* yang tinggi.

## **KESIMPULAN DAN SARAN**

### **Kesimpulan**

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis faktor-faktor yang memengaruhi kebijakan utang pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia, dengan periode waktu tahun 2006–2010.



Hasil penelitian menunjukkan bahwa tinggi rendahnya ukuran perusahaan, profitabilitas dan *free cash flow* menjadi faktor penentu utama bagi perusahaan manufaktur dalam menentukan kebijakan utang, di samping struktur aset dan kepemilikan institusional.

Kebijakan utang sangat berperan penting terhadap dengan tumbuh kembangnya perusahaan sebagai sumber pendanaan eksternal potensial, maka masih banyak faktor lainnya yang dideteksi mempunyai pengaruh juga terhadap kebijakan utang yaitu indikator kinerja perusahaan lain seperti rasio keuangan, manajemen pemasaran, manajemen strategik. Dan juga selain indikator kinerja perusahaan, faktor ekonomi secara global seperti inflasi, kebijakan pemerintah, suku bunga bank, tingkat persaingan industri, harga BBM, tarif listrik dan krisis global yang terjadi ikut mempengaruhi kebijakan utang suatu perusahaan

## Saran

Bagi para debitor yang memberikan sumber pendanaan utang, lebih memperhatikan aspek profitabilitas, ukuran perusahaan dan *free cash flow* perusahaan, karena perusahaan akan semakin membutuhkan pendanaan yang besar jika nilai ketiga item tadi tinggi.

Bagi para investor, dalam mengambil keputusan investasi untuk menanamkan saham di suatu perusahaan perlu memperhatikan potensi tumbuh kembang perusahaan dengan nilai kebijakan utang yang baik yang didukung oleh nilai ukuran perusahaan, profitabilitas dan *free cash flow* yang memadai atau baik pula.

Bagi pengembangan ilmu, khususnya agar dianalisis lagi lebih mendalam dan lebih luas menggunakan faktor lainnya, dari hasil penelitian diketahui faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan utang ada tiga faktor utama, yaitu: ukuran perusahaan, profitabilitas dan *free cash flow*. Dan ada dua faktor lainnya yang dipertimbangkan yaitu struktur aset dan kepemilikan institusional.

## DAFTAR PUSTAKA

- Faisal, M. 2004. Analisis Pengaruh Free Cash Flow, Set Kesempatan Investasi, Kepemilikan Manajerial, dan Ukuran Perusahaan terhadap Kebijakan Utang (Studi Empiris pada Perusahaan Sektor Industri Manufaktur di Bursa Efek Jakarta). *Tesis (Tidak dipublikasi)* Pascasarjana Universitas Diponegoro Semarang.
- Ghozali, I. 2006. *Aplikasi Analisis Multivariate Dengan Program SPSS*. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Hutomo, S. & Perdana, M.R. 2008. Pengaruh Free Cash Flow terhadap Debt to Equity Ratio dengan Kepemilikan manajerial sebagai Variabel Intervening. *Jurnal Eksekutif*, 5(1): 75-85.
- Hol, S. & Wijst, N.V.D. 2006. The Financing Structure of Non Listed Firms. *Discussion Papers No. 468*. Statistiscs Norway. Research Department. August: 1-30.
- Junaidi. 2006. Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Institusional terhadap Kebijakan Utang Perusahaan: Sebuah Perspektif Agency Theory dengan Variabel Kontrol Dividend Pay-out Ratio, Ukuran Perusahaan, Aset Structure dan Risiko Bisnis (Studi pada Perusahaan yang Go Publik di Bursa Efek Jakarta). *Jurnal Manajemen dan Akuntansi*, 3(2): 214-228.
- Larasati, E. 2011. Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional dan Kebijakan Dividen terhadap Kebijakan Utang Perusahaan. *Jurnal Ekonomi Bisnis*, 16(2): 103-107.
- Listyani, T.T. 2003. Kepemilikan Manajerial, Kebijakan Utang, dan Pengaruhnya terhadap Kepemilikan Saham Institusional (Studi pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Jakarta). *Jurnal Manajemen, Akuntansi, dan Sistem Informasi*, 8: 98-114.
- Lopez, J. & Sogorb, F. 2008. Testing Trade-Of and Pecking Order Theories Financing SME s". *Small Business Economics*, 31: 17-136.
- Mamduh. 2004. *Manajemen Keuangan*. Edisi 1. Yogyakarta: BPFE.
- Manan, A. 2004. Analisis Faktor-faktor yang Memengaruhi Kebijakan Utang pada Industri Keuangan yang Go Publik di BEJ Tahun 1999-

## Faktor-Faktor yang Memengaruhi Kebijakan Utang Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia

Christine Dwi Karya Susilawati, Lidya Agustina, & Se Tin

- 2002: Sebuah Pendekatan *Agency Theory*. Tesis (Tidak dipublikasi) Pascasarjana Universitas Diponegoro Semarang.
- Masdupi, E. 2005. Analisis Dampak Struktur Kepemilikan pada Kebijakan Utang dalam Mengontrol Konflik Keagenan. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*, 20(1): 57-69.
- Murni, S. & Andriana. 2007. Pengaruh Insider Ownership, Institutional Investor, Dividend Payment, & Firm Growth terhadap Kebijakan Utang Perusahaan (Studi Kasus pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta). *Jurnal Akuntansi dan Bisnis*, 7(1): 15-24.
- Pithaloka, N.D. 2009. Pengaruh Faktor-Faktor Intern perusahaan terhadap Kebijakan Utang dengan Pendekatan Pecking Order Theory. *Skripsi (Tidak dipublikasikan)* Fakultas Ekonomi Jurusan Akuntansi Universitas Lampung, Bandar Lampung.
- Putri, F.I. & Nasir, M. 2006. Analisis Persamaan Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Risiko, Kebijakan Utang dan Kebijakan Dividen dalam Perspektif Teori Keagenan. *Simposium Nasional Akuntansi 9*. 23-26 Agustus. Padang
- Indahningrum, R.P. & Handayani, R. 2009. Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Dividen, Pertumbuhan Perusahaan, Free Cash Flow dan Profitabilitas terhadap Kebijakan Utang Perusahaan. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, 11(3): 189-207.
- Salvatore, D. 2005. *Ekonomi Manajerial dalam Perekonomian Global*. Jakarta: Salemba Empat.
- Sujoko & Soebiantoro, U. 2007. Pengaruh Struktur Kepemilikan, Leverage, Faktor Intern, dan Faktor Ekstern terhadap Nilai Perusahaan (Studi Empirik pada Perusahaan Manufaktur dan Non Manufaktur di Bursa Efek Jakarta). *Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan*, 9(1): 41-48.
- Trisyanti. 2009. Analisis Pengaruh Karakteristik Perusahaan dan Karakteristik Pemilik Saham terhadap Initial Return pada Perusahaan yang Melakukan IPO di BEI. *Skripsi (Tidak dipublikasi)* Fakultas Ekonomi Jurusan Akuntansi Universitas Lampung. Bandar Lampung.
- Wahidahwati. 2002. Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Institusional pada Kebijakan Utang Perusahaan: Sebuah Perspektif Theory Agency. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, 5(1): 1-16.
- Yeniatie & Destriana, N. 2010. Faktor-faktor yang Memengaruhi Kebijakan Utang pada Perusahaan Nonkeuangan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, 12(1): 1-16.