

**ANALISIS PENGARUH KEBIJAKAN DEVIDEN, UKURAN PERUSAHAAN,  
PERTUMBUHAN PENJUALAN, DAN KEPEMILIKAN MANAJERIAL TERHADAP  
KEBIJAKAN UTANG PERUSAHAAN**

Loh Wenny Setiawati  
Jane Kristani

*Universitas Katolik Indonesia Atma Jaya Jakarta*

**ABSTRACT**

*In order to gain profit, companies need to manage their capital. One element to note is how big the company is able to meet the needs of funds that will be used to generate profits for the company. The funds can be obtained from external parties, and set in the corporate debt policy. Debt policy is a liability taken by the management in order to obtain the source of financing for the company so that it can be used to finance the company's operational activities. This research uses multiple linier regression analysis method that will test the influence of dividend policy, firm size, sales growth and managerial ownership to corporate debt policy. The samples used in this study are 103 manufacturing companies listed on the Indonesia Stock Exchange during the period 2012 - 2014. The results of this research indicate that firm size, sales growth affect the corporate debt policy, while dividend policy and managerial ownership have no effect on corporate debt policy.*

**Kata-kata kunci:** *Corporate Debt Policy, Dividend Policy, Company Size, Sales Growth, Managerial Ownership.*

**1. PENDAHULUAN**

Setiap perusahaan pada umumnya memiliki tujuan utama yang sama yaitu mencari keuntungan yang sebesar-besarnya. Untuk dapat memperoleh keuntungan, perusahaan perlu menyediakan modal yang cukup untuk dapat menjalankan bisnis, mengembangkan usaha dan memperluas pangsa pasarnya. Dalam mengelola modal, salah satu unsur yang perlu diperhatikan adalah seberapa besar perusahaan mampu untuk memenuhi kebutuhan dana yang akan digunakan untuk menghasilkan keuntungan bagi perusahaan. Kebutuhan dana perusahaan tersebut dapat berasal dari sumber internal dan eksternal. Adapun dana yang berasal dari sumber internal adalah dana yang dibentuk atau dihasilkan sendiri di dalam perusahaan. Sedangkan dana yang berasal dari sumber eksternal adalah dana yang berasal dari luar perusahaan, salah satunya yaitu pendanaan dengan utang, baik utang jangka panjang maupun utang jangka pendek. Hal ini diatur dalam kebijakan utang perusahaan.

Menurut teori keagenan dari Jensen dan Meckling (1976), hubungan keagenan muncul ketika seseorang atau lebih (prinsipal) mempekerjakan orang lain (agen) untuk melakukan suatu pekerjaan sesuai dengan kepentingan prinsipal dengan mendelegasikan beberapa wewenang pengambilan keputusan pendanaan. Pada teori keagenan ini yang dimaksud dengan prinsipal adalah pemegang saham dan yang dimaksud dengan agen adalah manajemen yang mengelola perusahaan. Dalam meningkatkan kesejahteraan pemegang saham, seorang manajer harus membuat keputusan yang tepat tentang langkah yang akan diambil oleh perusahaan. Tujuan pribadi manajer mungkin bertentangan dengan maksimalisasi kekayaan pemegang saham. Khususnya manajer mungkin lebih tertarik untuk memaksimalkan kekayaan mereka sendiri daripada kekayaan pemegang sahamnya, sehingga mereka akan mendapat gaji lebih (Brigham & Houston, 2010).

Jensen dan Meckling (1976) mengemukakan bahwa pemisahan atau perbedaan pengawasan dan struktur kepemilikan dapat menimbulkan konflik keagenan. Di dalam perusahaan, konflik keagenan yang sering terjadi salah satunya berkaitan dengan kebijakan utang perusahaan. Menurut Jensen (1986), perusahaan dalam menggunakan *free cash flow* dapat memicu konflik keagenan. Konflik keagenan tersebut dapat diminimumkan dengan mekanisme pengawasan untuk mensejajarkan kepentingan antara prinsipal dengan agen, namun mekanisme ini dapat menimbulkan biaya keagenan. Salah satu alternatif yang dapat dilakukan untuk mengurangi biaya keagenan yaitu dengan cara meningkatkan pembayaran deviden. Dengan meningkatkan pembayaran deviden bagi pemegang saham, maka akan mengurangi usaha manajer untuk menggunakan *free cash flow* perusahaan demi kepentingannya sendiri. Manajer akan lebih berhati-hati dalam menggunakan utang dikarenakan manajer mempunyai kewajiban untuk membayar deviden bagi pemegang saham. Steven dan Lina (2011) meneliti kebijakan deviden terhadap kebijakan utang. Penelitian ini menunjukkan bahwa kebijakan deviden berpengaruh terhadap kebijakan utang. Sedangkan penelitian oleh Indahningrum dan Handayani (2009) menunjukkan bahwa deviden tidak berpengaruh terhadap kebijakan utang.

Ukuran perusahaan juga dapat mempengaruhi kebijakan utang perusahaan, dikarenakan ukuran perusahaan merupakan salah satu indikator bagi kreditur untuk memberikan pinjaman. Menurut Awat (1999) suatu perusahaan yang berukuran besar lebih mudah memperoleh pinjaman dibandingkan dengan perusahaan yang kecil. Selain itu menurut Narita (2012) ukuran perusahaan secara langsung

mencerminkan tinggi rendahnya aktivitas operasi suatu perusahaan. Pada umumnya semakin besar suatu perusahaan maka akan semakin besar pula katifitasnya. Dengan demikian, ukuran perusahaan juga dapat dikaitkan dengan besarnya kekayaan yang dimiliki oleh perusahaan. Kekayaan perusahaan dapat berpengaruh terhadap kebijakan utang perusahaan tersebut. Penelitian yang dilakukan oleh Surya dan Rahayuningsih (2012) menunjukkan bahwa ukuran perusahaan mempengaruhi kebijakan utang. Sedangkan penelitian yang dilakukan Steven dan Lina (2011) menunjukkan bahwa ukuran perusahaan tidak berpengaruh terhadap kebijakan utang perusahaan.

Pertumbuhan penjualan juga berpengaruh terhadap kebijakan utang perusahaan. Pertumbuhan penjualan menunjukkan keunggulan perusahaan tersebut di pasaran. Kenaikan penjualan suatu perusahaan dapat menjadi indikator langsung bagi pertumbuhan operasinya (Awat, 1999). Menurut Susilawati (2012), 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. Semakin tinggi tingkat penjualan, perusahaan tersebut cenderung sedang melakukan ekspansi. Perusahaan yang sedang melakukan ekspansi, menunjukkan bahwa kegiatan perusahaannya sedang tinggi sehingga dibutuhkan tambahan dana untuk mendukung aktivitasnya tersebut. Sedangkan menurut Amirya dan Atmini (2008), semakin tinggi tingkat pertumbuhan penjualan perusahaan maka akan meningkatkan laba, dan kemungkinan untuk menggunakan utang akan rendah karena laba dari penjualan tersebut dapat menutupi biaya operasional di tahun mendatang sehingga cenderung menurunkan tingkat utang.

Kepemilikan manajerial juga berpengaruh terhadap kebijakan utang perusahaan. Struktur kepemilikan saham dapat dibagi menjadi dua yaitu kepemilikan saham manajerial dan kepemilikan saham institusional. Menurut Sheisarvian et al. (2015), kepemilikan manajerial dan institusional ini dapat mempengaruhi keputusan pencarian dana apakah melalui utang atau *right issue*. Jika pendanaan berasal dari utang maka akan meningkatkan risiko. Kepemilikan saham manajerial ini sendiri merupakan kepemilikan saham oleh pihak yang secara aktif berperan dalam mengambil keputusan dalam menjalankan perusahaan. Dengan kepemilikan manajerial yang tinggi maka manajer yang sekaligus pemegang saham tidak mau mengambil resiko untuk memiliki pendanaan dengan utang, karena pendanaan

dengan utang memiliki resiko yang tinggi, sehingga kebijakan utang perusahaan pun akan rendah. Penelitian yang dilakukan oleh Indahningrum dan Handayani (2009) menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap kebijakan utang. Sedangkan menurut Sheisarvian et al. (2015), kepemilikan manajerial berpengaruh secara signifikan dan berhubungan negatif terhadap kebijakan utang.

Dari beberapa penelitian terdahulu masih terjadi perbedaan hasil penelitian (*research gap*) mengenai faktor-faktor yang berpengaruh terhadap kebijakan utang, maka penelitian ini bertujuan untuk mengetahui Pengaruh Kebijakan Deviden, Ukuran Perusahaan, Pertumbuhan Penjualan dan Kepemilikan Manajerial terhadap Kebijakan Utang Perusahaan pada Perusahaan Manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2012 – 2014.

Berdasarkan latar belakang di atas, maka masalah penelitian dapat dirumuskan sebagai berikut:

1. Apakah kebijakan deviden berpengaruh terhadap kebijakan utang perusahaan?
2. Apakah ukuran perusahaan berpengaruh terhadap kebijakan utang perusahaan?
3. Apakah pertumbuhan penjualan berpengaruh terhadap kebijakan utang perusahaan?
4. Apakah kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap kebijakan utang perusahaan?

Batasan masalah dalam penelitian ini adalah:

1. Data yang akan dianalisis dalam penelitian ini adalah laporan keuangan yang terdiri dari laporan neraca (*balance sheet*) dan laporan laba rugi (*income statement*) tahun 2012 – 2014.
2. Perusahaan dengan jenis industri manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Hal ini dilakukan dengan alasan bahwa jenis industri manufaktur merupakan jenis industri terbesar yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

## 2. TINJAUAN LITERATUR

### 2.1 Struktur Modal

Struktur modal merupakan gambaran dari bentuk proporsi finansial perusahaan, yaitu antara modal yang dimiliki yang bersumber dari utang jangka panjang (*long-term liabilities*) dan modal sendiri (*shareholder's equity*) yang menjadi sumber pembiayaan suatu perusahaan. Kebutuhan dana untuk memperkuat struktur modal suatu perusahaan dapat bersumber dari internal dan eksternal, dengan ketentuan

sumber dana yang dibutuhkan tersebut bersumber dari tempat-tempat yang dianggap aman dan jika dipergunakan memiliki nilai dorong dalam memperkuat struktur modal keuangan perusahaan. Dalam artian ketika dana itu dipakai untuk memperkuat struktur modal perusahaan, maka perusahaan mampu mengendalikan modal tersebut secara efektif dan efisien serta tepat sasaran. Secara umum sumber modal ada 2 (dua) sumber alternatif, yaitu modal yang bersumber dari modal sendiri atau dari eksternal seperti pinjaman/utang. Pendanaan dengan modal sendiri dapat dilakukan dengan menerbitkan saham, sedangkan pendanaan dengan utang dapat dilakukan dengan menerbitkan obligasi, *right issue* atau berhutang ke bank, bahkan ke mitra bisnis (Fahmi, 2014).

Menurut Stice dan Stice (2014), struktur modal sebuah perusahaan mungkin diklasifikasikan sebagai *simple capital structure* dan *complex capital structure*. Jika suatu perusahaan hanya mempunyai saham biasa, atau saham biasa dan saham preferen tidak dapat dikonversi yang beredar dan tidak ada efek-efek yang dapat dikonversi, opsi saham, waran, atau *rights* yang beredar, maka perusahaan tersebut diklasifikasikan sebagai perusahaan dengan struktur modal yang sederhana. Sekalipun ada efek-efek yang dapat dikonversi, opsi saham, waran, *rights* yang lainnya, struktur modal mungkin diklasifikasikan sebagai struktur modal sederhana jika tidak ada potensi dilusi atau LPS dari konversi atau pelaksanaan pos-pos tersebut. Sebaliknya, jika perusahaan memiliki sekuritas yang dapat dikonversi, opsi saham, waran, atau *rights* yang beredar, maka perusahaan tersebut diklasifikasikan sebagai perusahaan dengan struktur modal kompleks. Atas dasar dua hal inilah kemudian dilakukan kajian secara komprehensif manakah yang paling tepat dipergunakan berdasarkan situasi kondisi internal dan eksternal.

## **2.2 Teori Keagenan**

Teori keagenan pertama kali di ungkapkan oleh Jensen dan Meckling. Jensen dan Meckling (1976) menyatakan bahwa *agency problem* akan terjadi bila proporsi kepemilikan manajerial atas saham perusahaan kurang dari 100%. Kondisi tersebut membuat keputusan-keputusan yang diambil manajer cenderung bertindak melindungi dan memenuhi kepentingan mereka terlebih dahulu daripada memenuhi kepentingan pemilik. Collier (2012) berpendapat bahwa teori keagenan berfokus kepada hubungan kontraktual dalam perusahaan, antara prinsipal (pemegang saham) dan agen (direktur dan manajer), dimana hak dan tugas mereka dispesifikasikan berdasarkan kontrak kerja nyata. Baik prinsipal maupun agen

keduanya didorong oleh kepentingan pribadi, meskipun mereka mungkin berbeda sehubungan dengan preferensi, keyakinan dan informasi. Sedangkan menurut Schroeder, Clark dan Cathey (2016), teori agensi didefinisikan sebagai hubungan konsensual antara dua pihak, dimana satu pihak (agen) setuju untuk bekerja sesuai dengan kepentingan pihak yang lainnya (prinsipal). Contoh dari teori agensi yaitu hubungan antara pemegang saham dengan manajer. Hal ini dikarenakan pemilik perusahaan tidak memiliki keterampilan yang cukup dalam mengelola perusahaan sehingga mereka menunjuk manajer untuk mengelola perusahaan dengan memberikan kepercayaan dalam pengambilan keputusan yang sesuai dengan kepentingan pemegang saham.

Menurut teori keagenan dari Jensen dan Meckling (1976), permasalahan keagenan ditandai dengan adanya perbedaan kepentingan dan informasi yang tidak lengkap (*asymetry information*) di antara pemilik perusahaan (*principal*) dengan agen (*agent*), sebagai hasilnya akan timbul apa yang dinamakan biaya keagenan (*agency cost*) yang meliputi *monitoring costs*, *bonding costs*, dan *residual losses*. *Monitoring cost* adalah biaya yang timbul dan ditanggung oleh principal untuk memonitor perilaku agen, yaitu untuk mengukur, mengamati, dan mengontrol perilaku agen, contoh biaya ini adalah biaya audit dan biaya untuk menetapkan rencana kompensasi manajer, pembatasan anggaran, dan aturan-aturan operasi. Sementara *bonding cost* adalah biaya yang ditanggung oleh agen untuk menetapkan dan mematuhi mekanisme yang menjamin bahwa agen yang bertindak untuk kepentingan *principal*, misalnya biaya yang dikeluarkan oleh manajer untuk menyediakan laporan keuangan kepada pemegang saham. Pemegang saham hanya akan mengizinkan *bonding cost* terjadi jika biaya tersebut dapat mengurangi *monitoring cost*. Sedangkan *residual loss* timbul dari kenyataan bahwa agen kadangkala berbeda dari tindakan yang memaksimalkan kepentingan prinsipal.

### **2.3 Kebijakan Utang**

Utang adalah sumber dana yang menimbulkan beban tetap keuangan, yaitu bunga yang harus dibayar tanpa mepedulikan tingkat laba perusahaan. *Leverage* keuangan atau faktor *leverage* dapat diukur berdasarkan nilai buku atau nilai pasar. *Leverage* keuangan berdasarkan nilai buku diukur dengan rasio nilai buku seluruh utang terhadap total aktiva, sementara *leverage* keuangan berdasarkan nilai pasar diukur dengan rasio nilai buku seluruh utang terhadap total nilai pasar perusahaan (Sawir, 2004).

Menurut Riyanto (2010), sumber pendanaan perusahaan biasanya berasal dari dua sumber yakni, dana internal dan dana eksternal. Dana internal perusahaan yaitu dana yang dapat diperoleh dari dalam perusahaan atau dengan kata lain dana yang dihasilkan sendiri oleh perusahaan seperti laba berjalan, laba ditahan, dan modal saham. Dana internal ini akan berkaitan dengan kebijakan deviden, sedangkan dana eksternal adalah dana yang bersumber dari luar perusahaan, seperti utang yakni utang jangka panjang, hal ini nantinya akan berkaitan dengan kebijakan utang perusahaan.

Keputusan penting yang dilakukan oleh seorang manajer keuangan yang berhubungan dengan fungsi untuk mendapatkan dana dengan cara menentukan seberapa besar utang yang akan digunakan perusahaan melalui kebijakan utang. Jika utang yang digunakan oleh perusahaan semakin besar maka cicilan pembayaran yang dilakukan akan semakin besar dan ini akan berdampak pada meningkatnya risiko ketidakmampuan *cash flow* dari perusahaan untuk memenuhi kewajiban tersebut (Sheisarvian et al., 2015).

#### **2.4 Kebijakan Deviden**

Kebijakan deviden ini memiliki pengaruh terhadap tingkat penggunaan utang suatu perusahaan. Kebijakan deviden yang stabil menyebabkan adanya keharusan bagi perusahaan untuk menyediakan sejumlah dana untuk membayar jumlah deviden yang tetap tersebut sehingga kebutuhan pendanaan perusahaan akan meningkat. Adanya pembayaran deviden yang tetap menyebabkan timbulnya suatu kebutuhan dana yang tetap setiap tahunnya sehingga kebutuhan dana perusahaan akan meningkat. Perusahaan yang memiliki *dividend payout ratio* yang tinggi lebih menyukai pendanaan dengan modal sendiri karena pembayaran deviden akan meningkatkan kewajiban perusahaan dan pembayaran deviden umumnya dilakukan setelah perusahaan melakukan pembayaran terhadap bunga dan cicilan utang perusahaan. Oleh karena itu, manajer akan lebih berhati-hati dan efisien dalam menggunakan utang (Yeniatie & Destriana, 2010).

Pembayaran deviden akan mengurangi dana internal yang dibutuhkan untuk aktivitas operasi perusahaan. Hal ini secara tidak langsung mempengaruhi tingkat penggunaan utang perusahaan, karena perusahaan akan membutuhkan dana yang lebih untuk keperluan operasi dan investasi. Pembagian deviden juga dapat

meningkatkan kesejahteraan pemegang saham dimana dapat menimbulkan ekspektasi yang positif (Joni & Lina, 2010).

Penelitian yang dilakukan oleh Steven dan Lina (2011) menunjukkan bahwa kebijakan deviden berpengaruh terhadap kebijakan utang, dalam penelitian ini kebijakan deviden diukur dengan *dividend payout ratio* (DPOR). Kebijakan deviden yang stabil menyebabkan adanya keharusan bagi perusahaan untuk menyediakan sejumlah dana guna membayar deviden yang tetap tersebut.

Penelitian Sheisarvian et al. (2015) memperoleh hasil bahwa kebijakan deviden berpengaruh secara signifikan dan berhubungan negatif terhadap kebijakan utang. Sedangkan penelitian (Indahningrum & Handayani, 2009 dan Surya & Rahayuningsih, 2012) menunjukkan bahwa kebijakan deviden tidak berpengaruh dan berhubungan positif terhadap kebijakan utang.

Dari penjelasan dan hasil penelitian di atas, hipotesis konseptual dalam penelitian ini dapat dirumuskan sebagai berikut:

**H<sub>1</sub> : Kebijakan deviden berpengaruh terhadap kebijakan utang perusahaan.**

## **2.5 Ukuran Perusahaan**

Perusahaan besar cenderung memiliki kemampuan yang lebih baik dalam menghasilkan laba dibandingkan dengan perusahaan kecil, sehingga perusahaan besar akan lebih mudah mendapatkan pinjaman dana dari pihak eksternal. Selain itu perusahaan besar juga memiliki jumlah aset yang besar untuk menjamin para kreditur dalam memberikan pinjaman. Perusahaan besar yang telah terdiversifikasi, lebih mudah untuk memasuki pasar modal, menerima penilaian kredit yang lebih tinggi dari bank komersial untuk utang-utang yang diterbitkan dan membayar tingkat bunga yang lebih rendah pada utangnya. Salah satu alasannya adalah perusahaan lebih mudah menerima pinjaman karena nilai aktiva yang dijadikan jaminan lebih besar serta tingkat kepercayaan bank juga lebih tinggi (Soesetio, 2017).

Penelitian dengan variabel ukuran perusahaan terhadap kebijakan utang sudah pernah dilakukan sebelumnya. Variabel ukuran perusahaan diukur menggunakan total aset perusahaan. Penelitian yang dilakukan Surya dan Rahayuningsih (2012) menunjukkan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh dan berhubungan positif terhadap kebijakan utang perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa semakin besar perusahaan maka penggunaan utang juga akan semakin meningkat. Hal ini karena semakin besar perusahaan maka akses ke pasar modal akan semakin mudah serta didukung kemudahan kreditur dalam mengakses data



internal perusahaan. Sedangkan penelitian yang dilakukan (Steven & Lina, 2011 dan Nuraina, 2012) menunjukkan bahwa ukuran perusahaan tidak berpengaruh terhadap kebijakan utang perusahaan.

Berdasarkan penjelasan di atas, diperoleh hipotesis:

**H<sub>2</sub> : Ukuran perusahaan berpengaruh terhadap kebijakan utang perusahaan.**

## **2.6 Pertumbuhan Penjualan**

Tingkat pertumbuhan yang semakin cepat mengidentifikasi bahwa perusahaan sedang mengadakan ekspansi. Hal ini menyebabkan timbulnya kebutuhan dana yang besar. Untuk itu, perusahaan menggunakan berbagai cara untuk memenuhi kebutuhan dana tersebut termasuk dengan menggunakan utang. Pertumbuhan perusahaan yang besar mempunyai pengaruh positif terhadap hutang perusahaan, karena suatu perusahaan yang sedang berada pada tahap pertumbuhan akan membutuhkan dana yang besar untuk melakukan ekspansi. Hal ini akan mendorong manajer untuk menggunakan utang dalam membiayai kebutuhan dana tersebut (Yeniatie & Destriana, 2010).

Menurut Sayuthi dan Raithari (2013), pertumbuhan penjualan yang tinggi tentunya akan membuat perusahaan itu lebih menggunakan pendanaan internal yang berupa laba ditahan daripada pendanaan eksternal sehingga cenderung menurunkan utang. Sebaliknya perusahaan akan menggunakan utang jika pertumbuhan penjualan perusahaan tersebut rendah.

Penelitian yang dilakukan oleh Damayanti dan Hartini (2014) dan Sayuthi dan Raithari (2013), pertumbuhan penjualan tidak berpengaruh terhadap kebijakan utang perusahaan. Sedangkan penelitian yang dilakukan oleh Supriyanto dan Falikhatus (2008) menunjukkan bahwa pertumbuhan penjualan memiliki pengaruh terhadap struktur keuangan perusahaan, yang pada akhirnya berdampak pada kebijakan utang perusahaan. Perusahaan yang penjualannya tumbuh secara cepat akan perlu untuk menambah aktiva tetapnya, sehingga pertumbuhan perusahaan yang tinggi akan menyebabkan perusahaan mencari dana yang lebih besar.

Berdasarkan penjelasan di atas, diperoleh hipotesis:

**H<sub>3</sub> : Pertumbuhan penjualan berpengaruh terhadap kebijakan utang perusahaan.**

## **2.7 Kepemilikan Manajerial**

Pihak manajerial dalam suatu perusahaan adalah pihak yang secara aktif berperan dalam mengambil keputusan untuk menjalankan perusahaan. Kepemilikan manajerial yang semakin meningkat akan membuat manajemen menjadi semakin berhati-hati dalam mengelola kebijakan utang perusahaan, karena kekayaan pribadi manajer secara tidak langsung berkaitan erat dengan kekayaan perusahaan, sehingga penggunaan utang menjadi lebih kecil atau optimal (Surya & Rahayuningsih, 2012).

Menurut Yeniatie dan Destriana (2010), kepemilikan manajerial memiliki pengaruh negatif terhadap kebijakan utang perusahaan karena semakin besar persentase kepemilikan manajer dalam suatu perusahaan, maka manajer tersebut akan turut merasakan dampak dari pengambilan keputusan yang dibuatnya sebagai salah satu pemegang saham perusahaan. Hal ini dapat menyelaraskan kepentingan antara manajer dan pemegang saham sehingga dapat mengurangi konflik keagenan. Manajer akan lebih berhati-hati untuk membuat keputusan dalam mengelola perusahaan termasuk dalam menetapkan kebijakan utang perusahaan. Semakin tinggi kepemilikan manajerial, maka akan semakin kecil penggunaan utang untuk mendanai kebutuhan dana perusahaan.

Penelitian yang dilakukan oleh Indahningrum dan Handayani (2009) menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial tidak berpengaruh dan berhubungan positif terhadap kebijakan utang. Penelitian ini diukur menggunakan persentase saham yang dimiliki oleh pihak manajemen perusahaan yang secara aktif ikut serta dalam pengambilan keputusan perusahaan (komisaris dan direksi). Semakin tinggi kepemilikan manajerial, maka akan semakin tinggi kebijakan utang perusahaan. Hasil ini bertentangan dengan teori yang ada bahwa semakin meningkatnya kepemilikan oleh *insider*, maka akan menyebabkan *insider* semakin berhati-hati dalam menggunakan utang. Hal ini didukung oleh penelitian Steven & Lina (2011), dimana hasil penelitiannya adalah kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap kebijakan utang. Sedangkan menurut Sheisarvian, et al. (2015), kepemilikan manajerial berpengaruh secara signifikan dan berhubungan negatif terhadap kebijakan utang.

Berdasarkan penjelasan di atas, diperoleh hipotesis:

**H<sub>4</sub> : Kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap kebijakan utang perusahaan.**

### 3. METODE PENELITIAN

#### 3.1 Variabel Dependen

Variabel dependen dalam penelitian ini adalah kebijakan utang. Dalam penelitian ini kebijakan utang dihitung dengan menggunakan *Debt-Equity Ratio* (DER). Menurut Ross et al. (2013), rumus *Debt-Equity Ratio* adalah:

$$DER = \frac{\text{Total Debt}}{\text{Total Equity}}$$

#### 3.2 Variabel Independen

Variabel independen yang digunakan dalam penelitian ini antara lain:

##### 1. Kebijakan Deviden

Kebijakan deviden merupakan bagian dari kebijakan pendanaan perusahaan, yaitu keputusan mengenai pendistribusian laba yang diperoleh perusahaan, apakah perusahaan harus membagikannya kepada pemegang saham sekarang, atau akan menginvestasikan laba tersebut dan membagikannya di kemudian hari. Dalam penelitian ini kebijakan deviden dihitung dengan menggunakan *Dividend Payout Ratio* (DPOR) yaitu hasil bagi antara *cash dividends* dengan *net income* (Ross et al., 2013).

$$DPOR = \frac{\text{Cash Dividends}}{\text{Net Income}}$$

##### 2. Ukuran Perusahaan

Ukuran perusahaan merupakan ukuran atau besarnya aset yang dimiliki oleh suatu perusahaan. Secara umum biasanya *size* diproksi dengan *total assets*. Karena nilai *total assets* biasanya sangat besar dibandingkan variabel keuangan lainnya, maka dengan maksud untuk mengurangi peluang heteroskedastisitas, variabel *assets* 'diperhalus' menjadi  $\text{Log}(\text{assets})$  atau  $\text{Ln}(\text{assets})$  (Asnawi dan Wijaya, 2005).

$$\text{Ukuran Perusahaan} = \text{Log Total Assets}$$

##### 3. Pertumbuhan Penjualan

Pertumbuhan penjualan merupakan indikator permintaan dan daya saing perusahaan dalam suatu industri. Laju pertumbuhan suatu perusahaan akan mempengaruhi kemampuan mempertahankan keuntungan dalam mendanai kesempatan-kesempatan pada masa yang akan datang (Sayuthi & Raithari, 2013). Pertumbuhan penjualan dapat dihitung dengan menggunakan rasio *sales growth* (Collier, 2012):

$$\text{Sales Growth} = \frac{\text{Sales in year 2} - \text{Sales in year 1}}{\text{Sales in year 1}}$$

#### 4. Kepemilikan Manajerial

Kepemilikan manajerial merupakan para pemegang saham yang bertindak sebagai pemilik dalam perusahaan dari pihak manajemen, dan juga secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan pada suatu perusahaan yang bersangkutan. Kepemilikan manajerial dihitung dengan menggunakan persentase saham yang dimiliki oleh pihak manajemen perusahaan yang secara aktif ikut serta dalam pengambilan keputusan perusahaan (komisaris dan direksi) (Indahningrum & Handayani, 2009). Perhitungan kepemilikan manajerial mengacu pada penelitian yang dilakukan oleh Indahningrum dan Handayani (2009):

$$INSDR_{it} = \frac{D \ \& \ C \ SHRS_{it}}{Total \ SHRS_{it}}$$

Keterangan:

$INSDR_{it}$  = Kepemilikan manajerial i pada tahun t

$D \ \& \ C \ SHRS_{it}$  = Kepemilikan saham oleh manajer, direksi dan dewan komisaris perusahaan pada tahun t

$Total \ SHRS_{it}$  = Jumlah total dari saham biasa perusahaan yang beredar

#### 3.3 Metode Pengumpulan Data

Penelitian ini menggunakan data sekunder, yaitu data yang diperoleh merupakan data yang sudah ada sebelumnya dan diperoleh secara tidak langsung. Data tersebut diperoleh dari [www.sahamok.com](http://www.sahamok.com) dan Bursa Efek Indonesia (BEI), dalam situs [www.idx.co.id](http://www.idx.co.id) periode 2012 - 2014. Data utama yang digunakan adalah laporan keuangan yang telah diaudit. Penelitian ini dilakukan pada seluruh perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2012 - 2014. Adapun terdapat beberapa kriteria yang ditetapkan untuk membatasi populasi dalam penelitian ini, antara lain:

- a. Perusahaan merupakan kelompok industri manufaktur yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia periode 2012 - 2014.
- b. Perusahaan tersebut telah mengeluarkan laporan keuangan yang telah diaudit dan dipublikasikan melalui website Bursa Efek Indonesia ([www.idx.co.id](http://www.idx.co.id)).
- c. Laporan keuangan perusahaan disajikan dalam mata uang Rupiah.
- d. Perusahaan telah membagikan deviden selama periode 2012 – 2014.

Dalam penelitian ini, objek yang diteliti merupakan perusahaan-perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2012 – 2014. Adapun perusahaan-perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia yang dijadikan sampel penelitian adalah sebanyak 103 perusahaan dari 415 perusahaan dengan periode tiga tahun dari tahun 2012 – 2014 serta mempertimbangkan kelengkapan data laporan keuangan dari masing-masing perusahaan setiap tahunnya.

**Tabel 3.1**  
**Pemilihan Sampel**

| Kriteria Sampel   | Total Sampel |
|---|--------------|
| Perusahaan Manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2012 – 2014 | 415          |
| Perusahaan dengan laporan keuangan yang tidak disajikan dalam mata uang Rupiah          | (80)         |
| Perusahaan yang tidak menerbitkan laporan keuangan selama tahun 2012 – 2014             | (6)          |
| Perusahaan yang tidak membagikan deviden tunai pada tahun 2012 – 2014                   | (200)        |
| <b>Total Perusahaan</b>   | <b>129</b>   |
| Data <i>Outlier</i>   | (26)         |
| <b>Sampel Penelitian</b>  | <b>103</b>   |

#### 4. HASIL DAN PEMBAHASAN

##### 4.1 Analisis Statistik Deskriptif

**Tabel 4.1**  
**Analisis Deskriptif**

|                |         | Statistics Descriptives |                   |                       |                        |                 |
|----------------|---------|-------------------------|-------------------|-----------------------|------------------------|-----------------|
|                |         | Kebijakan Deviden       | Ukuran Perusahaan | Pertumbuhan Penjualan | Kepemilikan Manajerial | Kebijakan Utang |
| N              | Valid   | 103                     | 103               | 103                   | 103                    | 103             |
|                | Missing | 0                       | 0                 | 0                     | 0                      | 0               |
| Mean           |         | .46459543               | 28.77226604       | .15828224             | .01782766              | .55554613       |
| Std. Deviation |         | .337280129              | 1.795228033       | .153745215            | .059581916             | .290739109      |
| Minimum        |         | .016979                 | 25.579566         | -.133492              | .000000                | .150208         |
| Maximum        |         | 2.072719                | 33.094976         | 1.273150              | .256198                | 1.301220        |

Berdasarkan Tabel 4.1, variabel kebijakan deviden memiliki nilai minimum 0.016979, nilai maksimum 2.072719, nilai rata-rata 0.46459543, dan nilai standar deviasi 0.337280129. Variabel ukuran perusahaan memiliki nilai minimum 25.579566, nilai maksimum 33.094976, nilai rata-rata 28.77226604 dan nilai standar deviasi 1.795228033. Variabel pertumbuhan penjualan memiliki nilai minimum - 0.133492 nilai maksimum 1.273150, nilai rata-rata 0.15828224 dan nilai standar deviasi 0.153745215. Variabel kepemilikan manajerial memiliki nilai minimum 0.000000, nilai maksimum 0.256198, nilai rata-rata 0.01782766 dan nilai standar deviasi 0.059581916. Variabel kebijakan utang memiliki nilai minimum 0.150208, nilai maksimum 1.301220, nilai rata-rata 0.55554613 dan nilai standar deviasi 0.290739109.

## 4.2 Uji Hipotesis

**Tabel 4.2**  
**Uji Statistik t**

| Coefficients <sup>a</sup> |                             |            |                           |        |      |
|---------------------------|-----------------------------|------------|---------------------------|--------|------|
| Model                     | Unstandardized Coefficients |            | Standardized Coefficients | t      | Sig. |
|                           | B                           | Std. Error | Beta                      |        |      |
| 1 (Constant)              | -1.305                      | .451       |                           | -2.892 | .005 |
| Kebijakan Utang           | -.017                       | .081       | -.020                     | -.209  | .835 |
| Ukuran Perusahaan         | .062                        | .015       | .385                      | 4.054  | .000 |
| Pertumbuhan Penjualan     | .432                        | .176       | .228                      | 2.449  | .016 |
| Kepemilikan Manajerial    | .266                        | .468       | .054                      | .568   | .571 |

a. Dependent Variable: Kebijakan Utang

Dengan tingkat signifikan 5% (0,05), hipotesis dalam pengujian ini adalah:

**a. Kebijakan Deviden (*Dividend Payout Ratio*)**

Hipotesis yang akan diuji:

$H_0 : \beta_1 = 0$  Kebijakan deviden tidak berpengaruh terhadap kebijakan utang perusahaan

$H_a: \beta_1 \neq 0$  Kebijakan deviden berpengaruh terhadap kebijakan utang perusahaan

Hasil ini dapat dilihat pada Tabel 4.2 yaitu kebijakan deviden memiliki tingkat signifikan  $0.835 > 0.05$ . Hal ini berarti  $H_0$  diterima dan  $H_a$  ditolak. Jadi, dapat disimpulkan bahwa kebijakan deviden **tidak berpengaruh** terhadap kebijakan utang perusahaan.

**b. Ukuran Perusahaan**

Hipotesis yang akan diuji:

$H_0: \beta_2 = 0$  Ukuran perusahaan tidak berpengaruh terhadap kebijakan utang perusahaan

$H_a: \beta_2 \neq 0$  Ukuran perusahaan berpengaruh terhadap kebijakan utang perusahaan

Hasil ini dapat dilihat pada Tabel 4.2 yaitu ukuran perusahaan memiliki tingkat signifikan  $0.000 < 0.05$ . Hal ini berarti  $H_0$  ditolak dan  $H_a$  diterima. Jadi dapat disimpulkan bahwa ukuran perusahaan **berpengaruh** terhadap kebijakan utang perusahaan.

**c. Pertumbuhan Penjualan**

Hipotesis yang akan diuji:

$H_0: \beta_3 = 0$  Pertumbuhan penjualan tidak berpengaruh terhadap kebijakan utang perusahaan

$H_a: \beta_3 \neq 0$  Pertumbuhan penjualan berpengaruh terhadap kebijakan utang perusahaan

Hasil ini dapat dilihat pada Tabel 4.2 yaitu pertumbuhan penjualan memiliki tingkat signifikan  $0.016 < 0.05$ . Hal ini berarti  $H_0$  ditolak dan  $H_a$  diterima. Jadi dapat disimpulkan bahwa pertumbuhan penjualan **berpengaruh** terhadap kebijakan utang perusahaan.

**d. Kepemilikan Manajerial**

Hipotesis yang akan diuji:

$H_0: \beta_4 = 0$  Kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap kebijakan utang perusahaan

$H_a: \beta_4 \neq 0$  Kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap kebijakan utang perusahaan

Hasil ini dapat dilihat pada Tabel 4.2 yaitu kepemilikan manajerial memiliki tingkat signifikan  $0.571 > 0.05$ . Hal ini berarti  $H_0$  diterima dan  $H_a$

ditolak. Jadi dapat disimpulkan bahwa kepemilikan manajerial **tidak berpengaruh** terhadap kebijakan utang perusahaan.

Berdasarkan Tabel 4.2 diperoleh persamaan regresi linear berganda sebagai berikut :

$$Y = \alpha - 0.017X_1 + 0.062X_2 + 0.432 X_3 + 0.266X_4 + e$$

Keterangan:

|                                      |                              |
|--------------------------------------|------------------------------|
| Y                                    | : Kebijakan Utang Perusahaan |
| $\alpha$                             | : Konstanta                  |
| $\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4$ | : Koefisien Regresi          |
| $X_1$                                | : Kebijakan Deviden          |
| $X_2$                                | : Ukuran Perusahaan          |
| $X_3$                                | : Pertumbuhan Penjualan      |
| $X_4$                                | : Kepemilikan Manajerial     |
| e                                    | : <i>Error</i>               |

### 4.3 Pembahasan

#### 4.3.1 Kebijakan Deviden

Hasil pengujian hipotesis menyatakan bahwa kebijakan deviden tidak berpengaruh terhadap kebijakan utang perusahaan dengan nilai koefisien  $0.835 > 0.05$ . Hasil ini bertentangan dengan teori yang disampaikan oleh Crutchley dan Hansen (1989) bahwa salah satu cara untuk mengatasi masalah keagenan adalah dengan meningkatkan pembayaran deviden. *dividend payout ratio* yang besar menyebabkan rasio laba ditahan kecil dan perusahaan menambah dana dari sumber eksternal, salah satunya yaitu dari kreditur. Penambahan dana menyebabkan kinerja manajer akan dimonitor oleh penyedia dana, sehingga manajer akan bertindak sesuai dengan kepentingan pemegang saham.

Hasil penelitian ini juga didukung oleh penelitian yang dilakukan Yeniatie dan Destriana (2010) yang menunjukkan bahwa kebijakan deviden tidak berpengaruh terhadap kebijakan utang perusahaan. Menurut Yeniatie dan Destriana (2010), peningkatan deviden akan menurunkan penggunaan jumlah utang yang ada di dalam suatu perusahaan. Deviden baru akan dibagikan setelah perusahaan membayar cicilan utang dan bunga, semakin tinggi deviden yang akan dibayarkan kepada para pemegang saham, maka perusahaan perlu mengatur kebijakan utangnya seminimal mungkin agar laba ditahan yang ada dapat digunakan untuk pembayaran deviden. Dalam konteks masalah agensi mekanisme pembayaran deviden dapat digunakan untuk menggantikan peranan utang dalam pengawasan



masalah agensi, namun hubungan tersebut tidak berjalan secara efektif, sehingga kebijakan deviden tidak berpengaruh terhadap kebijakan utang perusahaan.

Menurut Nengsi (2013), kebijakan deviden tidak berpengaruh terhadap kebijakan utang dimungkinkan karena adanya faktor lain yang mempengaruhi. Misalnya, perusahaan menerapkan kebijakan atas pembagian deviden stabil dimana perusahaan tetap membayar deviden meskipun laba yang diperoleh perusahaan menurun atau perusahaan mempunyai utang. Pembayaran deviden tersebut tidak mempengaruhi jumlah utang yang akan digunakan oleh perusahaan untuk pendanaan kegiatan operasionalnya.

Hasil ini bertentangan dengan penelitian yang dilakukan oleh Steven dan Lina (2011) dan Keni dan Dewi (2013) yang menunjukkan bahwa kebijakan deviden berpengaruh terhadap kebijakan utang perusahaan. Menurut Steven dan Lina (2011), kebijakan deviden yang stabil menyebabkan adanya keharusan bagi perusahaan untuk menyediakan sejumlah dana guna membayar deviden yang tetap tersebut. Dengan begitu dana internal perusahaan akan terpakai untuk pembayaran deviden, sehingga dibutuhkan dana eksternal, salah satunya yaitu utang. Sementara menurut Keni dan Dewi (2013), semakin tinggi pembayaran deviden maka semakin tinggi perusahaan membutuhkan dana eksternal yang tak lain adalah utang untuk membiayai kegiatan investasinya.

#### **4.3.2 Ukuran Perusahaan**

Hasil pengujian hipotesis menyatakan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh dengan nilai koefisien  $0.000 < 0.05$  dan memiliki hubungan positif (0.062) terhadap kebijakan utang perusahaan. Perusahaan yang besar salah satunya dapat dilihat dari total aset yang dimiliki oleh perusahaan tersebut. Total aset perusahaan yang besar dapat dikaitkan dengan baiknya kinerja perusahaan tersebut. Kinerja perusahaan yang baik membuat perusahaan dipercaya oleh kreditur dan pihak luar bahwa perusahaan tersebut memiliki kemampuan untuk membayar utangnya, sehingga perusahaan tersebut dapat lebih mudah memperoleh pendanaan dari luar.

Menurut Mardiyanti & Susanti (2014), perusahaan yang besar akan dengan mudah melakukan akses ke pasar modal dan lebih cepat untuk memperoleh dana. Aktiva tetap berwujud dan aktiva lainnya seperti piutang dagang dan persediaan dapat digunakan sebagai jaminan utang. Selain itu, semakin besar ukuran perusahaan maka perusahaan semakin transparan dalam mengungkapkan kinerja

perusahaan kepada pihak luar, dengan demikian perusahaan semakin mudah mendapatkan pinjaman karena semakin dipercaya oleh kreditur.

Hasil ini bertentangan dengan hasil penelitian Nuraina (2012) dan Steven dan Lina (2011) yang mengatakan bahwa ukuran perusahaan tidak berpengaruh terhadap kebijakan utang perusahaan. Ukuran perusahaan bukanlah salah satu faktor yang menentukan kebijakan utang perusahaan, dikarenakan setiap perusahaan pastilah memiliki utang dan jumlahnya tidak selalu dipengaruhi oleh ukuran perusahaan tersebut, faktor-faktor seperti tingkat bunga yang akan diperoleh dan kredibilitas manajer dalam membayar utangnya dapat menjadi pertimbangan yang lebih baik bagi kreditur.

#### **4.3.3 Pertumbuhan Penjualan**

Hasil pengujian hipotesis menyatakan bahwa pertumbuhan penjualan berpengaruh dengan nilai koefisien  $0.016 < 0.05$  dan memiliki hubungan positif (0.432) terhadap kebijakan utang perusahaan. Perusahaan yang memiliki pertumbuhan penjualan yang baik dapat dikaitkan dengan perusahaan yang sedang berkembang atau melakukan ekspansi sehingga membutuhkan modal yang besar, modal yang besar tersebut dapat perusahaan peroleh melalui pendanaan eksternal.

Menurut Hidayat (2013), perusahaan yang memiliki tingkat pertumbuhan yang tinggi cenderung membutuhkan dana dari sumber eksternal yang besar. Tingginya penjualan akan meningkatkan laba perusahaan, sehingga akan meningkatkan nilai perusahaan dan menunjang pertumbuhan perusahaan. Jika penjualan meningkat per tahun, maka pembiayaan dengan utang dengan beban tertentu akan meningkatkan pendapatan pemegang saham. Hal ini mendorong perusahaan dengan tingkat penjualan yang tinggi akan cenderung menggunakan jumlah utang yang lebih besar dibandingkan dengan perusahaan-perusahaan yang tingkat pertumbuhan penjualannya rendah. Hasil ini didukung dengan teori oleh

Menurut Supriyanto dan Falikhatun (2008), pertumbuhan penjualan memiliki pengaruh terhadap struktur keuangan perusahaan, yang pada akhirnya berdampak pada kebijakan utang perusahaan. Perusahaan yang penjualannya tumbuh secara cepat akan perlu untuk menambah aktiva tetapnya, sehingga pertumbuhan perusahaan yang tinggi akan menyebabkan perusahaan mencari dana yang lebih besar.

Hasil ini bertentangan dengan hasil penelitian Damayanti dan Hartini (2014) dan Sayuthi dan Raithari (2013) bahwa pertumbuhan penjualan tidak berpengaruh

pada kebijakan utang perusahaan. Perusahaan yang memiliki pertumbuhan penjualan yang tinggi cenderung memiliki pendanaan internal yang kuat sehingga jika perusahaan membutuhkan dana, maka ia akan mengutamakan penggunaan dana internalnya terlebih dahulu dibandingkan menggunakan pendanaan eksternal, dikarenakan pendanaan eksternal memiliki risiko yang lebih besar dibandingkan pendanaan internal.

#### **4.3.4 Kepemilikan Manajerial**

Hasil pengujian hipotesis menyatakan bahwa kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap kebijakan utang perusahaan dengan nilai koefisien  $0.571 > 0.05$ . Masih rendahnya kepemilikan saham yang dimiliki oleh pihak manajerial dalam perusahaan manufaktur di Indonesia, membuat pihak manajerial belum dapat bertindak sesuai dengan keinginannya sendiri, salah satunya dalam pengambilan keputusan terkait pendanaan perusahaan. Hasil ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Yenziatie dan Destriana (2010), dan Steven dan Lina (2011), yang menyatakan bahwa tingkat kepemilikan manajerial dalam suatu perusahaan tidak mempengaruhi kebijakan utang perusahaan tersebut, karena masih rendahnya jumlah kepemilikan saham oleh manajer, direksi dan komisaris dalam perusahaan sehingga kepemilikan manajerial tidak mempengaruhi keputusan pendanaan perusahaan.

Hal ini bertentangan dengan teori Crutchley dan Hansen (1989) bahwa terdapat beberapa cara untuk mengatasi masalah keagenan salah satunya yaitu dengan meningkatkan kepentingan manajerial. Perusahaan meningkatkan kepemilikan manajerial untuk mensejajarkan kedudukan pihak manajerial dengan pemegang saham sehingga diharapkan pihak manajerial dapat bertindak sesuai dengan keinginan pemegang saham. Dengan meningkatnya kepemilikan manajerial di perusahaan, maka manajer akan lebih berhati-hati dalam bertindak, dikarenakan pihak manajerial ikut menanggung konsekuensi atas tindakannya, salah satunya yaitu pengambilan keputusan untuk menggunakan pendanaan dengan utang, dikarenakan utang memiliki risiko yang besar.

Adapun Tabel frekuensi kepemilikan manajerial dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

**Tabel 4.3**  
**Tabel Frekuensi Kepemilikan Manajerial**  
**Kepemilikan Manajerial**

|                           | Frequency | Percent | Valid Percent | Cumulative Percent |
|---------------------------|-----------|---------|---------------|--------------------|
| Valid 0.000000 – 0.036599 | 94        | 91.3    | 91.3          | 91.3               |
| 0.036600 – 0.073199       | 1         | 1.0     | 1.0           | 92.2               |
| 0.073200 – 0.109799       | 2         | 1.9     | 1.9           | 94.2               |
| 0.109800 – 0.146399       | 0         | 0.0     | 0.0           | 94.2               |
| 0.146400 – 0.182999       | 0         | 0.0     | 0.0           | 94.2               |
| 0.183000 – 0.219599       | 0         | 0.0     | 0.0           | 94.2               |
| 0.219600 – 0.256199       | 6         | 5.8     | 5.8           | 100.0              |
| Total                     | 103       | 100.0   | 100.0         |                    |

Dari Tabel 4.3 dapat dilihat bahwa frekuensi terbesar berada pada interval 0.000000 – 0.036599 yang berjumlah 94 perusahaan dengan persentase 91.3%. Hasil ini menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial dalam perusahaan manufaktur di Indonesia masih sangat kecil. Selain itu nilai kepemilikan manajerial pada perusahaan manufaktur di Indonesia selama periode 2012 - 2014 masih rendah, hal tersebut dapat dilihat pada Tabel 4.2 yaitu Tabel analisis deskriptif, dimana nilai rata-rata variabel kepemilikan manajerial 0.01782766 atau 1.783% dari 103 jumlah sampel perusahaan manufaktur, sehingga dapat dikatakan bahwa kepemilikan manajerial di perusahaan manufaktur selama periode 2012 - 2014 masih rendah.

Hasil penelitian ini bertentangan dengan hasil yang diperoleh Sheisarvian et al. (2015) yang menyatakan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap kebijakan utang perusahaan. Peningkatan dari kepemilikan saham oleh pihak manajerial akan membuat manajer lebih berhati-hati dalam menggunakan utang dan meminimalisir risiko yang akan ditimbulkan karena pihak manajer merasa memiliki perusahaan.

## 5. SIMPULAN DAN SARAN

### 5.1 Simpulan

Berdasarkan hasil penelitian, maka dapat disimpulkan bahwa:

1. Kebijakan deviden tidak berpengaruh terhadap kebijakan utang perusahaan. Perusahaan yang telah menetapkan kebijakannya akan tetap

membagikan deviden selama perusahaan tersebut masih memiliki laba ditahan yang cukup setelah laba ditahan tersebut digunakan untuk membayar pokok bunga, cicilan utang dan investasi..

2. Ukuran perusahaan berpengaruh terhadap kebijakan utang perusahaan. Perusahaan yang besar akan dengan mudah melakukan akses ke pasar modal dan memiliki *image* yang lebih baik di mata kreditur, sehingga perusahaan dengan ukuran (*size*) yang lebih besar diperkirakan mempunyai kesempatan untuk menarik utang dalam jumlah yang besar dibandingkan dengan perusahaan yang kecil.
3. Pertumbuhan penjualan berpengaruh terhadap kebijakan utang perusahaan. Perusahaan dengan pertumbuhan penjualan yang tinggi cenderung membutuhkan dana yang besar untuk mendanai aktivitasnya, sehingga dibutuhkan dana dari pihak internal maupun eksternal.
4. Kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap kebijakan utang perusahaan. Rendahnya tingkat kepemilikan manajerial dalam perusahaan manufaktur di Indonesia saat ini membuat pihak manajerial tidak dapat mengambil keputusan berdasarkan keinginannya sendiri.

## 5.2 Saran

Beberapa saran untuk penelitian selanjutnya, antara lain:

1. Ruang lingkup untuk penelitian dapat diperluas selain perusahaan manufaktur, yaitu seperti industri jasa, lembaga non-keuangan, perusahaan bidang pertanian, dan perusahaan bidang pertambangan. Hal tersebut dilakukan untuk mengeneralisasi hasil penelitian.
2. Menambah periode penelitian menjadi 5 tahun. Hal ini bertujuan agar penelitian tersebut memberikan hasil uji yang lebih baik dan mendapatkan model penelitian di industri terkait.
3. Penelitian selanjutnya dapat menambah variabel independen lain yang dapat mempengaruhi kebijakan utang perusahaan, seperti arus kas bebas, risiko bisnis dan kepemilikan institusional.

## DAFTAR RUJUKAN

- Amirya, Mirna & Atmini, Sari. (2008). Determinan tingkat hutang serta hubungan tingkat hutang terhadap nilai perusahaan: perspektif pecking order theory. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan Indonesia, Universitas Indonesia*, Vol. 5 No. 2, Desember 2008, 227-244.

- Asnawi, Said K. & Wijaya, Chandra. (2005). *Riset Keuangan: Pengujian-Pengujian Empiris*. Jakarta: Gramedia Pustaka Utama.
- Awat, Napa J. (1999). *Manajemen Keuangan Pendekatan Matematis*. Jakarta: Gramedia Pustaka Utama.
- Bringham, Eugene F. & Houston, Joel F. (2010). *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*. Buku 1 (Edisi 11). Jakarta: Salemba Empat.
- Collier, Paul M. (2012). *Accounting for Managers* (4<sup>th</sup> ed.). John Wiley & Sons.
- Damayanti, Dinar & Hartini, Titin. (2014). Pengaruh profitabilitas, likuiditas, pertumbuhan penjualan, dan ukuran perusahaan terhadap kebijakan hutang pada perusahaan sektor consumer goods di BEI periode 2008-2012. *STIEMDP*, 1-10.
- Fahmi, Irham. (2014). *Manajemen Keuangan Perusahaan dan Pasar Modal*. Jakarta: Mitra Wacana Media.
- Ghozali, Imam. (2013). *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program IBM SPSS 21*. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Hidayat, M. Syafiudin (2013). Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kebijakan Dividen, Struktur Aktiva, Pertumbuhan Penjualan dan Ukuran Perusahaan terhadap Kebijakan Utang. *Jurnal Ilmu Manajemen Universitas Negeri Surabaya*, Vol. 1 No. 1, Januari 2013, 12-25.
- Indahningrum, Rizka P. & Handayani, Ratih. (2009). Pengaruh kepemilikan manajerial, kepemilikan insitusional, dividen, pertumbuhan perusahaan, *free cash flow*, dan profitabilitas terhadap kebijakan utang perusahaan. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, Vol. 11 No. 3, Desember 2009, 189-207.
- Jensen, Michael C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers. *The American Economic Review*, Vol. 76 No. 2, May 1986, 323-326.
- Jensen, Michael C. & Meckling, William H. (1976). Theory of the firm, managerial behavior, agency costs & ownership structure. *Journal of Financial Economics*, Vol. 3 Issue 4, October 1976, 305-360.
- Joni & Lina. (2010). Faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi STIE Trisakti*, Vol. 12 No. 2, Agustus 2010, 82-97.
- Keni & Dewi, Sofia P. (2013). Pengaruh kepemilikan institusional, pertumbuhan perusahaan, struktur aktiva, ukuran perusahaan, earning volatility dan kebijakan dividen terhadap kebijakan hutang perusahaan. *Jurnal Akuntansi UKRIDA*, Vol. 13 No.1, April 2013, 761-786.
- Mardiyanti, Umi & Susanti, Susi. (2014). Pengaruh kepemilikan institusional, ukuran perusahaan, profitabilitas dan risiko bisnis terhadap kebijakan hutang pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di bursa efek indonesia periode 2008 - 2012. *Jurnal Riset Manajemen Sains Indonesia, Universitas Negeri Jakarta*, Vol. 5 No. 1, 84-99.
- Narita, Rona M. (2012) Analisis kebijakan hutang. *Accounting Analysis Journal, Universitas Negeri Semarang*, Vol. 1 No 2, November 2012, 1-6.
- Nengsi, W.H. (2013). Pengaruh struktur kepemilikan dan kebijakan dividen terhadap kebijakan hutang dalam perspektif *agency theory* pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di bursa efek indonesia. *Jurnal Manajemen Universitas Negeri Padang*, Vol. 2 No. 1, 1-13.
- Nuraina, Elva. (2012). Pengaruh kepemilikan institusional dan ukuran perusahaan terhadap kebijakan hutang dan nilai perusahaan (studi pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI). *Jurnal Bisnis dan Ekonomi (JBE) Universitas Stikubank*, Vol. 19 No. 2, 110 - 125.

- Riyanto, Bambang. (2010). *Dasar - Dasar Pembelanjaan Perusahaan* (Edisi 4). Yogyakarta: BPFE.
- Ross, Stephen A., Westerfield, Randolph W., & Jordan, Bradford D. (2013). *Essentials of Corporate Finance* (8th ed.). USA: McGraw-Hill Education.
- Sayuthi & Raithari, Roza. (2013). Pengaruh pertumbuhan penjualan, *operating leverage*, dan *tax rate* terhadap kebijakan hutang dengan pendekatan *pecking order theory* (perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia tahun 2007 - 2010). *Jurnal Akuntansi*, Vol. 1 No. 2, April 2013, 156-168.
- Sawir, Agnes. (2004). *Kebijakan Pendanaan dan Restrukturisasi Perusahaan*. Jakarta: Gramedia Pustaka Utama.
- Schroeder, Richard G., Clark, Myrtle W., & Cathey, Jack M. (2016). *Financial Accounting Theory and Analysis: Text and Cases* (12th ed.). United State of America: John Wiley & Sons.
- Sheisarvian, Revi M., Sudjana, Nengah & Saifi, Muhammad. (2015). Pengaruh kepemilikan manajerial, kebijakan dividen, dan profitabilitas terhadap kebijakan hutang. *Jurnal Administrasi Bisnis*, Vol. 22 No.1, Mei 2015, 1-9.
- Soesetio, Yuli. (2017). Kepemilikan manajerial dan institusional, kebijakan dividen, ukuran perusahaan, struktur aktiva dan profitabilitas terhadap kebijakan hutang. *Jurnal Keuangan dan Perbankan, University of Merdeka Malang*, Vol. 12 No. 3, 384 - 398.
- Steven & Lina. (2011). Faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan hutang perusahaan manufaktur. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, Vol. 13 No. 3, Desember 2011, 163-181.
- Stice, Earl K. & Stice, James D. (2014). *Intermediate Accounting* (19th ed.). USA: South-Western Cengage Learning.
- Supriyanto, Eko & Falikhatun. (2008). Pengaruh tangibility, pertumbuhan penjualan dan ukuran perusahaan terhadap struktur keuangan. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, Vol. 10 No. 1, April 2008, 13-22.
- Surya, Dennys & Rahayuningsih, Deasy A. (2012). Faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan hutang perusahaan non keuangan yang terdaftar dalam Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, Vol. 14 No. 3, Desember 2012, 213-225.
- Yeniatie & Destriana, Nicken. (2010). Faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan hutang pada perusahaan nonkeuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, Vol. 12 No. 1, April 2010, 1-16.