

**PENGARUH *INSIDER OWNERSHIP*, *INVESTMENT OPPORTUNITY SET (IOS)*, PERTUMBUHAN PERUSAHAAN DAN RISIKO BISNIS TERHADAP KEBIJAKAN HUTANG**

**Megawati dan Suci Kurnia**  
[megawati.me@gmail.com](mailto:megawati.me@gmail.com)

**Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Padang**

**Abstract:** *The aim of this research was to analyse the influence of insider ownership, investment opportunity set, firm growth, and business risk toward corporate debt policy on property and real estate in Indonesia stock exchange. The population for this research was all property and real estate company listed in Indonesian stock exchange for 2010-2013. The sample was determined by purposive sampling contained of 68 samples. The method of analysis used in this research was multiple regressions. The results shows that: 1) Insider Ownership gave negative influence and significant toward corporate debt policy on property and real estate in Indonesia stock exchange, 2) investment opportunity set gave positive influence and significant toward corporate debt policy on property and real estate in Indonesian stock exchange, 3) the firm growth gave positive influence but not significant toward corporate debt policy on property and real estate in Indonesian stock exchange, 4) the business risk gave negative influence and significant to ward corporate debt policy on property and real estate in Indonesian stock exchange.*

**Keywords:** *Corporate debt policy, Insider Ownership, Investment Opportunity Set, Firm Growth, and Business Risk*

**PENDAHULUAN**

Suatu perusahaan didirikan dengan berbagai tujuan yang hendak dicapai. Dalam usaha mengelola dan menjalankan kegiatan operasional perusahaan tersebut, manajer harus memperhatikan keputusan pendanaan yaitu dari mana dana untuk mendanai aktiva perusahaan tersebut berasal. Keputusan pendanaan perusahaan merupakan keputusan yang penting mengingat keputusan tersebut berkaitan dengan kelangsungan hidup perusahaan nanti. Secara umum terdapat dua bentuk sumber pendanaan pada perusahaan yaitu sumber pendanaan internal dan eksternal. Sumber 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 dividen, sedangkan dana eksternal adalah dana yang bersumber dari luar perusahaan, seperti hutang yakni hutang jangka panjang, hal ini nantinya akan berkaitan dengan kebijakan hutang perusahaan (Bambang, 1996: 209-220).

Kebijakan hutang perusahaan merupakan kebijakan yang diambil oleh pihak manajemen dalam rangka memperoleh sumber pembiayaan (dana) dari pihak ketiga untuk membiayai aktivitas operasional perusahaan dan memiliki pengaruh terhadap pendisiplinan perilaku manajer. Menurut Munawir (2004:18) hutang adalah semua kewajiban keuangan perusahaan kepada pihak lain yang belum terpenuhi, dimana hutang ini merupakan sumber dana atau modal perusahaan yang berasal dari kreditor.

Menurut Brigham dan Houston (2011:188) terdapat beberapa faktor yang mempengaruhi kebijakan hutang, yaitu : stabilitas penjualan, struktur aktiva, *leverage operasi*, tingkat pertumbuhan, profitabilitas, pajak, pengendalian, sikap manajemen, sikap pemberi pinjaman dan lembaga pemberi peringkat, kondisi pasar, kondisi internal perusahaan, dan fleksibilitas keuangan. Sedangkan menurut Agus (2012: 248) faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan utang antara lain : tingkat penjualan, struktur aset, tingkat pertumbuhan perusahaan, profitabilitas, variabel laba dan perlindungan pajak, skala perusahaan, dan kondisi internal perusahaan dan ekonomi makro. Faktor pertama yang mempengaruhi kebijakan utang adalah kepemilikan oleh pihak manajerial. Menurut Brealey, *et al.* (2008: 25), para manajer mempunyai kecenderungan menggunakan hutang yang besar untuk membiayai kegiatan operasional perusahaan, hal ini terkait dengan kontrol manajemen, kontrol manajemen lebih besar dengan adanya hutang baru dibandingkan dengan menerbitkan saham baru. Faktor kedua yang mempengaruhi kebijakan hutang yaitu *investment opportunity cost* (IOS). IOS menggambarkan tentang luasnya kesempatan atau peluang investasi bagi suatu perusahaan. IOS dapat mempengaruhi hutang suatu perusahaan. Apabila IOS yang dimiliki perusahaan besar, maka perusahaan juga akan membutuhkan sumber dana yang besar pula. Perusahaan yang tidak dapat memenuhi

kebutuhannya dari sumber dana internal akan memilih sumber dana eksternal sebagai alternatif untuk memenuhi kebutuhan dana tersebut. Faktor ketiga yang mempengaruhi kebijakan hutang adalah pertumbuhan perusahaan. Pertumbuhan perusahaan menunjukkan bahwa perusahaan tersebut sedang melakukan perluasan usaha sehingga dapat dipastikan perusahaan tersebut membutuhkan dana untuk mendukung perluasan usahanya tersebut (Yulius, 2011). Pertumbuhan suatu perusahaan sangat berperan penting dalam menentukan kapasitas penggunaan hutang dalam pembiayaan suatu perusahaan. Dimana perusahaan yang mengalami pertumbuhan yang pesat mengindikasikan bahwa perusahaan tersebut mengalami ekspansi, hal ini menandakan bahwa perusahaan akan membutuhkan dana yang besar untuk melakukan ekspansi tersebut. Faktor keempat yang mempengaruhi kebijakan hutang adalah risiko bisnis. Risiko bisnis berkaitan dengan ketidakpastian tingkat pengembalian atas aktiva suatu perusahaan di masa mendatang, yang mengacu pada variabilitas keuntungan yang diharapkan sebelum bunga dan pajak (EBIT). Risiko bisnis merupakan risiko ketidakpastian tingkat EBIT yang akan diperoleh (Agus, 2012: 262). Bila struktur aktiva perusahaan lebih banyak didominasi oleh aktiva tetap maka beban tetap berupa depresiasi akan semakin besar, akibatnya dapat mengurangi tingkat EBIT.

## **TINJAUAN PUSTAKA**

### **Agency Theory**

Menurut Keown (2008:18) masalah keagenan adalah masalah yang timbul dari konflik kepentingan antara manajer (agen pemegang saham) dengan pemegang saham. Masalah keagenan (*agency problem*) terjadi akibat pemisahan tugas manajemen perusahaan dengan para pemegang saham. Teori keagenan mendeskripsikan hubungan antara pemegang saham (*shareholders*) sebagai principal dan manajemen sebagai agen. Manajemen merupakan pihak yang dikontrak oleh pemegang saham untuk bekerja demi kepentingan pemegang saham. Karena mereka dipilih, maka pihak manajemen harus mempertanggungjawabkan semua pekerjaan

kepada pemegang saham. Lukas (2003:12) mengatakan bahwa hubungan keagenan atau *agency relationship* muncul ketika satu atau lebih individu (majikan) menggaji individu lain (agen atau karyawan) untuk bertindak atas namanya, mendelegasikan kekuasaan untuk membuat keputusan kepada agen atau karyawannya. Dalam konteks manajemen keuangan, hubungan ini muncul antara: 1) pemegang saham (*shareholders*) dengan para manajer dan 2) pemegang saham dengan kreditor (*bondholders* atau pemegang obligasi). Selanjutnya Jensen dan Meckling (1976) dalam Rizka dan Ratih (2009) menyatakan bahwa masalah keagenan akan terjadi apabila proporsi kepemilikan saham kurang dari 100%, hal ini cenderung mendorong manajer untuk bertindak mengejar kepentingannya sendiri dan sudah tidak berdasarkan maksimisasi nilai dalam pengambilan keputusan pendanaan.

Variabel dependen dalam penelitian ini adalah kebijakan hutang yang diukur dengan *Debt to Equity Ratio* (DER) dengan membagi jumlah utang dengan ekuitas. Secara matematis *Debt to Equity Ratio* diformulasikan sebagai berikut (Lukas, 2003):

$$DER = \frac{\text{total hutang}}{\text{modal sendiri}} \times 100\%$$

### **Insider Ownership**

*Insider Ownership* (kepemilikan manajerial) adalah persentase kepemilikan saham oleh pihak manajemen yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan perusahaan (direktur dan komisaris). Menurut Jensen dan Meckling (1976) dalam Rizka dan Ratih (2009) mekanisme untuk mengatasi konflik keagenan antara lain dengan meningkatkan kepemilikan manajerial sehingga dapat mensejajarkan kepentingan pemilik dengan manajer. Kepemilikan manajerial dalam sebuah perusahaan dapat diartikan sebagai persentase kepemilikan atas saham dan option yang dimiliki oleh manajer dan direksi suatu perusahaan. Secara matematis nilai dari *insider ownership* dapat diukur dari persentase saham yang dimiliki oleh direksi atau komisaris (Agus, 2012).

Variabel kepemilikan manajerial (*Insider ownership*) merupakan persentase saham perusahaan yang dimiliki oleh manajer atas keseluruhan saham. Variabel

kepemilikan manajerial diberi simbol INSDR yang digunakan sebagai proksi dalam penelitian ini:

$$Insdr = \frac{\text{jumlah saham yang dimiliki manajer \& komisaris}}{\text{jumlah saham beredar}} \times 100\%$$

Manajer menjadi bagian dari pemilik perusahaan apabila manajer tersebut memiliki kepemilikan saham pada perusahaan tersebut. Kondisi ini merupakan konsekuensi adanya pemisahan fungsi pengelolaan dengan fungsi kepemilikan. Situasi tersebut di atas tentunya akan berbeda, jika kondisinya manajer juga sekaligus sebagai pemegang saham atau pemegang saham juga sekaligus manajer atau disebut juga kondisi perusahaan dengan kepemilikan manajerial. Dengan adanya kepemilikan oleh pihak manajerial, akan mensejajarkan kepentingan pemegang saham dengan pihak manajer sehingga dapat mengurangi *agency cost* (Jensen dan Meckling 1976, dalam Riska dan Ratih 2009).

H1: *Insider ownership* berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang.

### **Investment Opportunity Set (IOS)**

Menurut Jogiyanto (2008: 5) Investasi adalah penundaan konsumsi sekarang untuk digunakan didalam produksi yang efisien selama periode waktu yang tertentu. Sedangkan menurut Eduardus (2010: 2) “Investasi adalah komitmen atas sejumlah dana atau sumber daya lainnya yang dilakukan pada saat ini, dengan tujuan memperoleh sejumlah keuntungan dimasa datang”. Seorang investor membeli sejumlah saham saat ini dengan harapan memperoleh keuntungan dari kenaikan harga saham ataupun sejumlah dividen dimasa datang, sebagai imbalan atas waktu dan risiko yang terkait dengan investasi tersebut. Menurut Myers (1997) dalam Pasaman (2013), Set Kesempatan Investasi atau *Investment Opportunity Cost* (IOS) merupakan keputusan investasi dalam bentuk kombinasi aktiva yang dimiliki dan pilihan pertumbuhan dimasa yang akan datang, dimana IOS tersebut akan mempengaruhi nilai suatu perusahaan. Menurut Gaver dan Gaver (1993) dalam Sri (2005), IOS merupakan pengeluaran-pengeluaran yang ditetapkan oleh manajemen dimasa yang

akan datang, dimana pada saat ini merupakan pilihan-pilihan investasi yang diharapkan akan menghasilkan return yang lebih besar. *Investment Opportunity* merupakan kombinasi antara asset yang dimiliki dan pilihan investasi dimasa yang akan datang dengan Nilai Present Value (NPV) positif. IOS merupakan hubungan antara pengeluaran saat ini dengan nilai atau *return* atau prospek sebagai hasil dari keputusan investasi untuk menghasilkan nilai perusahaan. IOS ini menjelaskan tentang luasnya kesempatan atau peluang investasi bagi suatu perusahaan dimasa yang akan datang. Menurut Harmono (2009:114) pengukuran IOS dapat ditulis sebagai berikut:

$$PBV = \frac{\text{Harga Saham}}{\text{Nilai Buku}}$$

Jadi dapat disimpulkan bahwa IOS merupakan hubungan antara pengeluaran saat ini maupun di masa yang akan datang dengan nilai *return* atau prospek sebagai hasil keputusan investasi untuk menghasilkan nilai perusahaan.

H2: *Investment opportunity set* berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang.

### **Pertumbuhan Perusahaan**

Menurut Ross, *et.al* (2009 :130) Pertumbuhan adalah salah satu sarana yang memudahkan dalam merangkum berbagai aspek kebijakan keuangan dan investasi pada suatu perusahaan. Mas'ud (1996: 108) juga mengungkapkan bahwa pertumbuhan adalah seberapa jauh perusahaan menempatkan diri dalam sistem ekonomi secara keseluruhan atau sistem ekonomi untuk industri yang sama. Menurut Yuniatie dan Nicken (2010), tingkat pertumbuhan yang semakin cepat mengidentifikasikan bahwa perusahaan sedang mengadakan ekspansi, sehingga hal ini menyebabkan timbulnya kebutuhan dana yang besar. Untuk itu perusahaan menggunakan berbagai cara untuk memenuhi kebutuhan dana tersebut termasuk dengan menggunakan hutang. Pertumbuhan perusahaan dapat dijadikan pedoman bagi suatu perusahaan dalam meramalkan laba perusahaan dimasa yang akan datang.

Pertumbuhan perusahaan menggambarkan perubahan pada perusahaan dalam menjalankan usahanya yang dapat dilihat dari pertumbuhan asset tahun sekarang dengan total asset tahun sebelumnya. Pertumbuhan perusahaan dapat diproksikan sebagai berikut:

$$GROWTH = \frac{Total\ Asset(t) - Total\ Asset(t - 1)}{Total\ Asset(t - 1)} \times 100\%$$

Jadi dapat disimpulkan bahwa pertumbuhan perusahaan merupakan perbandingan total asset yang dimiliki oleh perusahaan pada periode sekarang dibandingkan dengan periode sebelumnya yang dapat diamati melalui peningkatan dan penurunan dalam suatu periode tertentu.

H3: Pertumbuhan perusahaan berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang.

### **Risiko Bisnis**

Risiko merupakan konsekuensi logis dari sesuatu yang tidak pasti menyangkut masa depan. Risiko tidak dapat dihindarkan karena menyangkut masa mendatang yang mengandung unsur ketidakpastian. Namun demikian, risiko merupakan suatu hal yang dapat diperkirakan melalui teori kemungkinan (*uncertainty*). Risiko merupakan kemungkinan perbedaan antara *return* aktual yang diterima dengan *return* harapan. Semakin besar kemungkinan perbedaannya, berarti semakin besar risiko investasi tersebut (Eduardus, 2010: 103). Brigham dan Houston (2004) menyebutkan dalam konsep ekonomi, pemegang saham menanggung risiko tertentu yang diakibatkan oleh kegiatan operasi perusahaan, yakni risiko bisnis. Jika perusahaan menggunakan utang, hal ini mengakibatkan seluruh risiko bisnis akan ditransfer kepada pemegang saham. Transfer seluruh risiko ini diakibatkan kreditur yang menerima pendapatan tetap (bunga utang), tidak menanggung risiko bisnis yang ada. Sementara itu menurut Lukas (2003:225) Risiko Bisnis merupakan ketidakpastian pada perkiraan pendapatan operasi perusahaan dimasa mendatang. Sedangkan menurut Agus (2012:262) risiko bisnis merupakan risiko ketidakpastian tingkat EBIT yang akan diperoleh.

Risiko bisnis merupakan ketidakpastian yang melekat dalam proyeksi tingkat pengembalian aktiva masa depan. Risiko bisnis diukur dengan menggunakan *Degree of Operating Leverage* (DOL). Dimana DOL ini mengukur berapa persen EBIT berubah jika penjualan berubah 1% (Lukas, 2003: 234).

$$DOL = \frac{\text{persentase perubahan pada EBIT}}{\text{persentase perubahan pada penjualan}}$$

Risiko bisnis ini diukur dengan *Degree of Operating Leverage* (DOL), dimana DOL mengukur berapa persen EBIT berubah jika penjualan berubah 1%. Semakin besar DOL, berarti semakin besar pengaruh perubahan penjualan terhadap EBIT, yang berarti bahwa semakin besar DOL, akan semakin besar tingkat risiko bisnis perusahaan.

H4: Risiko bisnis berpengaruh terhadap kebijakan hutang.

## **METODE PENELITIAN**

Penelitian ini adalah penelitian kausatif, yaitu dengan karakteristik masalah berupa hubungan sebab akibat antara dua variabel atau lebih (Nur dan Bambang, 2002: 27). Populasi penelitian adalah seluruh perusahaan *Property* dan *Real Estate* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama tahun 2010-2013. Pemilihan sampel dilakukan dengan teknik *purposive sampling*, yaitu pemilihan anggota sampel berdasarkan kriteria tertentu (Cooper dan Emory, 1995 dalam Erni, 2005). Kriteria yang digunakan adalah : (1) Perusahaan perusahaan *Property* dan *Real Estate* yang terdaftar di BEI selama periode 2010-2013, (2) Perusahaan yang menyajikan data terkait dengan DER (*debt equity ratio*) selama periode penelitian, (3) Perusahaan yang memiliki data terkait dengan kepemilikan manajerial, IOS, tingkat pertumbuhan perusahaan dan risiko bisnis dalam periode penelitian. Berdasarkan kriteria tersebut, dari 45 perusahaan yang menjadi populasi dalam penelitian ini, maka didapatkan jumlah sampel sebanyak 68 perusahaan. Data penelitian ini merupakan data sekunder

yang menurut waktu pengumpulannya data yang digunakan dalam penelitian tergolong pada data panel yaitu gabungan dari data *time series* dan data *cross-section*.

Sumber data yang berasal dari laporan keuangan masing-masing perusahaan sampel yang berasal dari buku *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD), situs resmi Bursa Efek Indonesia ([www.idx.co.id](http://www.idx.co.id)) dan situs-situs lain yang diperlukan.

## **HASIL PENELITIAN**

Statistik deskriptif ini digunakan untuk memberikan gambaran nilai minimum, maximum, rata-rata (*mean*), dan simpangan baku (*standart deviasi*) dari masing-masing variabel penelitian. Hasil deskriptif dapat dilihat pada Tabel 1 berikut:

**Tabel 1. Deskripsi Statistik**

	<b>N</b>	<b>Minimum</b>	<b>Maximum</b>	<b>Mean</b>	<b>Std. Deviation</b>
sqrt_der	62	.26	2.38	.9690	.48975
ln_insd	62	-4.61	3.92	-.2394	2.50564
sqrt_pbv	62	.46	2.51	1.2475	.47747
GROWTH	62	-24.1756	65.2395	15.258853	15.4946524
DOL	62	-.3555	1.0853	.190529	.2427329
Valid N (listwise)	62				

Berdasarkan Tabel 1 dapat dilihat sampel yang digunakan sebanyak 62 sampel. Dengan hasil uji untuk DER mempunyai nilai rata-rata 0,9690X, nilai maximum 2,38X, nilai minimum 0,26X dan standar deviasi sebesar 0,48975. Variabel *insider ownership* mempunyai nilai rata-rata sebesar -0,2394, nilai maximum 3,92, nilai minimum sebesar -4,61, dan standar deviasi sebesar 2,50564. Selanjutnya variabel *investment opportunity set (IOS)* memiliki nilai rata-rata sebesar 1,2475, nilai maximum sebesar 2,51, nilai minimum 0,46 dan standar deviasi 0,47747. Variabel pertumbuhan perusahaan mempunyai nilai rata-rata 15,2588, nilai maximum 65,2588 dan minimum -24,1756, nilai standar deviasi sebesar 15,4946. Variabel terakhir risiko bisnis mempunyai nilai rata-rata sebesar 1,1905, nilai maximum 1,0853, nilai minimum sebesar -0,3555, dan standar deviasi sebesar 0,2427.

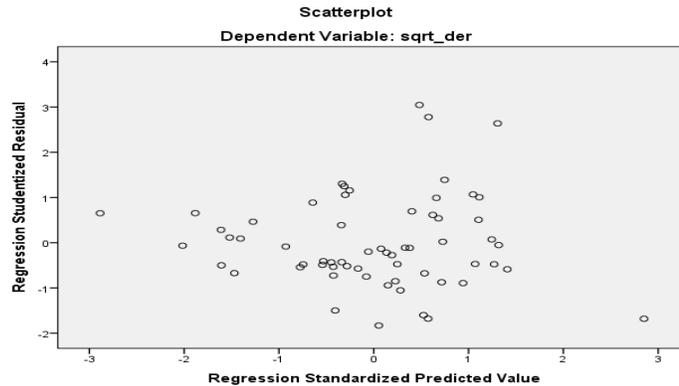
Uji normalitas dilakukan untuk menguji kenormalan data, apakah dalam model regresi terdapat variabel pengganggu atau residual yang normal atau tidak. Uji normalitas menggunakan *Kolmogorov-Smirnov Test*. Dasar pengambilan keputusan dari uji dengan melihat jika nilai signifikan uji kolmogorov-smirnov  $> 0.05$  berarti distribusi data dinyatakan normal. Jika nilai uji kolmogorov-smirnov  $< 0.05$  berarti distribusi data dinyatakan tidak normal. Dari hasil uji normalitas dengan *Kolmogorov-Smirnov*, nilai signifikan semua variabel besar dari 0.05. Dengan hasil ini, maka dapat dinyatakan bahwa data yang digunakan dalam penelitian sudah terdistribusi normal.

Uji multikolinearitas dilakukan untuk melihat gejala korelasi antarvariabel independen yang ditunjukkan dengan kolerasi yang signifikan antarvariabel independen. Uji multikolinearitas dapat diketahui dengan menggunakan *varians influence factor* (VIF) dengan kriteria angka *tolerance* berada antara 0.0 - 1 dan  $VIF < 10$  dikatakan tidak terdapat gejala multikolinieritas dan sebaliknya. Hasil pengolahan menunjukkan bahwa semua variabel memiliki nilai *tolerance* antara 0.0 sampai 1 dan *variance inflation factor* (VIF) sekitar 1, maka dapat disimpulkan bahwa tidak ada multikolonieritas antara semua variabel independen yang terdapat pada penelitian.

Uji autokorelasi dilakukan untuk melihat bahwa dalam regresi variabel dependen tidak berkolerasi dengan dirinya sendiri. Untuk mendeteksi gejala autokorelasi dengan menggunakan uji Durbin-Watson (DW). Jika angka DW  $< -2$  berarti ada autokolerasi positif, bila angka DW antara -2 sampai dengan 2 berarti tidak ada autokolerasi. Jika angka DW  $> 2$  berarti ada autokolerasi yang negatif. Berdasarkan hasil uji autokorelasi didapat nilai *Durbin-Watson* sebesar 1.667. Model dapat dikatakan tidak terkena autokorelasi karena nilai *Durbin-Watson* berada diantara -2 sampai 2.

Uji heteroskedastisitas dilakukan untuk melihat apakah kesalahan (*error*) pada data memiliki varians yang sama atau tidak. Dari hasil penelitian dapat terlihat pada gambar penyebaran residual yaitu tidak teratur. Hal tersebut dapat dilihat pada plot

yang terpancar dan tidak membentuk pola tertentu dengan hasil demikian, kesimpulan yang bisa di ambil adalah bahwa tidak ada gejala homokedastisitas atau persamaan regresi memenuhi asumsi heterokedastisitas.



Model regresi berganda dalam penelitian ini digunakan untuk menyatakan hubungan fungsional antara variabel independen dan variabel dependen. Analisis regresi berganda dilakukan dengan menggunakan program SPSS 20.

**Tabel 2. Hasil Uji Regresi Berganda**

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
(Constant)	.530	.151		3.520	.001
ln_insd	-.065	.021	-.332	-3.161	.003
sqrt_pbv	.358	.119	.349	3.011	.004
GROWTH	.004	.004	.118	1.043	.301
DOL	-.422	.207	-.209	-2.039	.046

a. Dependent Variable: sqrt\_der

Berdasarkan hasil yang terdapat pada Tabel 6, maka dapat dirumuskan persamaan regresi linier berganda sebagai berikut:

$$DER = 0.530 - 0.065 INSDR + 0.358 PBV + 0.004 GROWTH - 0.422 DOL + e$$

Selanjutnya untuk menguji kelayakan model dilakukan uji F dimana setelah data diolah dapat diketahui bahwa nilai  $F_{hitung}$  9.713 dengan signifikansi kecil dari  $\alpha$ ,

dengan bukti  $0.000 < 0.05$ . Hal ini berarti bahwa terdapat pengaruh yang signifikan secara bersama-sama antara semua variabel independen yaitu *insider ownership*, *investment opportunity set*, pertumbuhan perusahaan, dan risiko bisnis terhadap variabel dependen yaitu kebijakan hutang. Sehingga dapat disimpulkan bahwa model layak untuk diuji.

Sementara itu berdasarkan nilai *Adjusted R Square* yang diperoleh sebesar 0.364. Ini berarti bahwa kebijakan hutang (*Debt Equity Ratio*) perusahaan *property* dan *real estate* yang terdaftar di BEI dapat dijelaskan oleh variabel independennya yaitu *insider ownership*, *investment opportunity set*, pertumbuhan perusahaan, dan risiko bisnis yang diharapkan sebesar 36,4%. Sisanya 63,6% ditentukan oleh variabel lain yang tidak dianalisis dalam penelitian ini.

Uji *t* dilakukan untuk mengetahui pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen dalam persamaan regresi secara parsial dengan mengasumsikan variabel lain dianggap konstan. **Hipotesis pertama** dalam penelitian ini adalah *Insiders Ownership* berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan hutang perusahaan (*Debt Equity Ratio*) pada perusahaan *property* dan *real estate* yang terdaftar di BEI. Berdasarkan Tabel 15 diketahui bahwa nilai koefisien INSDR bernilai negatif 0,065 dan nilai *t* hitung adalah sebesar -3,161 dengan signifikansi  $0,03 < 0,05$ . Hal ini berarti bahwa *Insiders Ownership* berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan hutang perusahaan *property* dan *real estate* yang terdaftar di BEI, sehingga dapat ditarik kesimpulan bahwa hipotesis pertama diterima. **Hipotesis kedua** dalam penelitian ini adalah *Investment opportunity set* berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang perusahaan (*Debt Equity Ratio*) pada perusahaan *property* dan *real estate* yang terdaftar di BEI. Berdasarkan Tabel 15 diketahui bahwa nilai koefisien PBV bernilai positif 0,358 dan nilai *t* hitung adalah sebesar 3,011 dengan signifikansi  $0,04 < 0,05$ . Hal ini berarti bahwa *Investment opportunity set* berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan hutang perusahaan *property* dan *real estate* yang terdaftar di BEI, sehingga dapat ditarik kesimpulan bahwa hipotesis kedua diterima.

**Hipotesis ketiga** dalam penelitian ini adalah pertumbuhan perusahaan berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang perusahaan (*Debt Equity Ratio*) pada perusahaan *property* dan *real estate* yang terdaftar di BEI. Berdasarkan Tabel 15 diketahui bahwa nilai koefisien Growth bernilai positif 0,004 dan nilai *t* hitung adalah sebesar 1,043 dengan signifikansi  $0,301 > 0,05$ . Hal ini berarti bahwa pertumbuhan perusahaan berpengaruh positif tidak signifikan terhadap kebijakan hutang perusahaan *property* dan *real estate* yang terdaftar di BEI, sehingga dapat ditarik kesimpulan bahwa hipotesis ketiga ditolak. **Hipotesis keempat** dalam penelitian ini adalah risiko bisnis (DOL) berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang perusahaan (*Debt Equity Ratio*) pada perusahaan *property* dan *real estate* yang terdaftar di BEI. Berdasarkan Tabel 15 diketahui bahwa nilai koefisien DOL bernilai negatif 0,422 dan nilai *t* hitung adalah sebesar -2,039 dengan signifikansi  $0,046 < 0,05$ . Hal ini berarti bahwa risiko bisnis berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan hutang perusahaan *property* dan *real estate* yang terdaftar di BEI, sehingga dapat ditarik kesimpulan bahwa hipotesis keempat diterima.

## **PEMBAHASAN**

Berdasarkan hasil analisis data statistik dalam penelitian ini ditemukan bahwa hipotesis pertama (H1) diterima. Hasil penelitian ini menyatakan bahwa *Insiders Ownership* berpengaruh negatif dan mempunyai pengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang pada perusahaan *property* dan *real estate* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Artinya semakin besar persentase kepemilikan saham oleh pihak manajerial, maka manajer akan berusaha untuk menghindari tingkat penggunaan hutang yang besar. Hal ini berkaitan dengan *agency theory*, dimana *agency theory* ini terjadi apabila proporsi kepemilikan saham kurang dari 100%, hal ini cenderung mendorong manajer untuk bertindak mengejar kepentingannya sendiri dan sudah tidak berdasarkan maksimisasi nilai dalam pengambilan keputusan pendanaan. Untuk mengurangi masalah *agency theory* tersebut, salah satunya dapat dilakukan dengan mensejajarkan kepentingan antara manajer dan pemegang saham. Dalam

keadaan ini, tentunya manajer sekaligus sebagai pemegang saham akan mensejajarkan kepentingan pribadi dengan kepentingannya sebagai seorang pemegang saham. Hal ini akan membuat manajer sangat berhati-hati dalam menentukan penggunaan hutang untuk membiayai kegiatan operasional perusahaan karena penggunaan hutang yang besar akan mengancam kesejahteraan dari manajer yang sekaligus merupakan pemegang saham perusahaan. Selain itu, adanya kepemilikan saham oleh pihak manajerial membuat manajer menerima konsekuensi secara langsung dari setiap keputusan yang dibuat serta semakin besar kepemilikan manajerial maka manajer tersebut akan cenderung berusaha untuk meningkatkan kinerjanya dan menekan penggunaan hutang demi kepentingan pemegang saham termasuk dirinya sendiri.

Hasil analisis hipotesis kedua (H2) diterima, dimana hasil penelitian ini menyatakan bahwa *Investment Opportunity Set* berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan hutang pada perusahaan *property* dan *real estate* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Artinya semakin tinggi peluang investasi yang dimiliki oleh perusahaan maka penggunaan hutang akan semakin meningkat. Adanya peluang investasi tinggi tentunya akan dimanfaatkan oleh perusahaan, namun perusahaan akan membutuhkan dana yang cukup besar juga untuk memanfaatkan kesempatan investasi tersebut. Berkaitan dengan *pecking order theory*, bahwa perusahaan cenderung memilih pendanaan sesuai dengan urutan risikonya, dimana perusahaan akan lebih menyukai pendanaan internal dari pada dana eksternal. Jika dana internal perusahaan tidak mencukupi, maka perusahaan lebih menyukai pendanaan dengan menerbitkan hutang dari pada saham baru. Karena biaya emisi untuk penerbitan saham baru akan lebih besar dari pada biaya penerbitan hutang. Selain itu penerbitan saham baru akan mempengaruhi struktur kepemilikan dalam perusahaan tersebut. Selain itu, manajer khawatir kalau penerbitan saham baru akan ditafsirkan sebagai kabar buruk oleh investor, sehingga akan membuat harga saham akan turun. Dengan demikian, peluang investasi (IOS) yang semakin besar, membuka peluang penggunaan hutang yang juga semakin besar.

Selanjutnya hasil analisis data statistik hipotesis ketiga (H3) ditolak. Hasil penelitian ini menyatakan bahwa pertumbuhan perusahaan berpengaruh positif dan mempunyai pengaruh tidak signifikan terhadap kebijakan hutang pada perusahaan *property* dan *real estate* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Artinya tingkat pertumbuhan perusahaan tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Tidak berpengaruhnya pertumbuhan perusahaan ini terhadap kebijakan hutang pada perusahaan *property* dan *real estate* bisa saja disebabkan karena perusahaan mempunyai cadangan dana yang tinggi sehingga tidak memerlukan hutang untuk mendanai perusahaannya. Selain itu sesuai dengan *pecking order theory* yang menyatakan bahwa perusahaan lebih menyukai pendanaan internal dibandingkan pendanaan eksternal. Perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi cenderung tidak menggunakan hutang dalam rangka memenuhi kebutuhan dananya, dengan demikian perusahaan lebih memilih menggunakan dana dari internal perusahaan, hal ini dilakukan untuk menghindari risiko apabila perusahaan tidak mampu untuk melunasinya. Selain itu, sumber dana yang berasal dari hutang memberikan risiko bagi perusahaan apabila saat jatuh tempo perusahaan tidak mampu untuk melunasinya karena dari itu manajer lebih senang menggunakan sumber dana dari laba ditahan dan modal saham karena memiliki resiko yang kecil daripada hutang.

Hasil analisis data statistik untuk hipotesis keempat (H4) yaitu positif dan signifikan. Dengan demikian, risiko bisnis berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan hutang perusahaan *property* dan *real estate* yang terdaftar di BEI. Artinya pada saat nilai DOL tinggi maka risiko bisnis juga akan tinggi. Apabila risiko bisnis perusahaan tinggi, maka perusahaan akan berusaha untuk menurunkan risiko keuangan, karena perusahaan tidak akan berani untuk mengambil kedua risiko tersebut secara bersamaan. Perusahaan dengan risiko bisnis yang tinggi akan menghindari untuk menggunakan hutang dalam mendanai perusahaan. Perusahaan yang memiliki risiko bisnis tinggi kemungkinan tidak akan menggunakan hutang dalam jumlah yang besar, karena menghindari terjadinya kemungkinan buruk berkaitan dengan kesulitan dalam pengembalian hutang. Hal ini sesuai dengan *trade*

*off theory* yang menjelaskan bahwa perusahaan dengan risiko bisnis yang tinggi sebaiknya perusahaan menggunakan hutang yang lebih kecil dibanding perusahaan yang memiliki risiko bisnis rendah. Hal ini dikarenakan penggunaan hutang yang semakin besar akan meningkatkan beban bunga, sehingga akan semakin mempersulit keuangan perusahaan (Lukas, 2008). Sebagai implikasinya, perusahaan dengan risiko bisnis besar sebaiknya menggunakan hutang lebih kecil dibanding perusahaan yang memiliki risiko bisnis rendah. Hal ini disebabkan karena semakin besar risiko bisnis, penggunaan hutang yang besar akan mempersulit perusahaan dalam mengembalikan hutang mereka.

## SIMPULAN

Berdasarkan pendahuluan, kajian teori dan pengolahan data serta pembahasan terkait hasil pengolahan data yang telah dikaji pada Bab terdahulu, maka dapat ditarik kesimpulan: *Insider Ownership* (INSDR) berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang (DER) pada perusahaan *property* dan *real estate* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Investment opportunity set* (IOS) berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan hutang perusahaan (DER) pada perusahaan *property* dan *real estate* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Pertumbuhan Perusahaan berpengaruh positif tidak signifikan terhadap kebijakan hutang perusahaan (DER) pada perusahaan *property* dan *real estate* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Risiko Bisnis berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan hutang perusahaan (DER) pada perusahaan *property* dan *real estate* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Karena data dalam penelitian ini hanya terdiri dari beberapa tahun, sebaiknya penelitian yang akan datang menambah periode waktu yang lebih panjang agar diperoleh hasil yang signifikan dan keakuratan pengujian dapat ditingkatkan untuk kesimpulan yang lebih baik. Selanjutnya dapat mengganti objek penelitian pada sektor atau indeks tertentu dan memasukkan variabel lainnya yang mempengaruhi kebijakan hutang.

## **DAFTAR PUSTAKA**

- Agus Sartono. 2012. *Manajemen Keuangan Teori dan Aplikasi*. Edisi 4. Yogyakarta: BPFE.
- Bambang Riyanto. 1996. *Dasar-Dasar Pembelajaran Perusahaan*. Yogyakarta: BPFE.
- Brealey, Richard A, Myers, Stewart C, & Marcus, Alan J. 2008. *Dasar-dasar Manajemen Keuangan Perusahaan*. Jakarta: Erlangga.
- \_\_\_\_\_, Eugene F and Joel F. Houston. 2004. *Manajemen Keuangan*. Edisi 10. Jilid I. Jakarta : Salemba Empat.
- \_\_\_\_\_. 2011. *Manajemen Keuangan*. Edisi 11. Jakarta: Salemba Empat.
- Eduardusn Tandelilin. 2010. *Teori Portofolio Dan Investasi*. Edisi pertama. Yogyakarta: Kanisius
- Erni Masdupi. 2005. “Analisis dampak struktur kepemilikan hutang dalam mengontrol konflik keagenan”. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia* Vol.20, No.I, 2005, 57-59.
- Harmono. 2009. *Manajemen Keuangan Berbasis Balanced Scorecard*. Jakarta : Bumi Aksara.
- Jogiyanto Hartono. 2008. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Edisi 5. Yogyakarta : BPE Yogyakarta
- Keown, Arthur J, Jhon D. Martin, J. William Petty, David F. dan Scot, JR. 2008. *Manajemen Keuangan*. Jakarta: Indeks.
- Lukas Atmaja Setia. 2003. *Manajemen Keuangan* Edisi Revisi. Jakarta: Andi. Yogyakarta.
- Mas’ud Machfoedz.1996. *Akuntansi Manajemen Perencanaan dan Pembuatan Keputusan Jangka Pendek*. Edisi 5. Yogyakarta : STIE WIDYA WIHANA
- Munawir. 2004. *Analisa Laporan Keuangan*. Penerbit Liberty: Yogyakarta.

- Nur Indriantoro & Bambang Supomo. 2002. *Metodologi Penelitian Bisnis : untuk Akuntansi & manajemen*. Yogyakarta : BPFE.
- Pasaman Silaban . 2013. Analisis Faktor-faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang. *Jurnal Manajemen*. ISSN : 2089-7375. Vol.2, no.2, hal 112-127.
- Rizka Putri Indahingrum dan Ratih 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, hal 189-20.
- Ross, Stephen A. *et al.* 2009. *Pengantar Keuangan Perusahaan*. Jakarta : Salemba Empat
- Sri Hasnawati. 2005 Dampak Set Peluang Investasi terhadap Nilai Perusahaan Publik di Bursa Jakarta. *JAAI*. Vol. 9, no 2. Hal 117-126.
- Yulius Kurnia Susanto. 2011. Kepemilikan Saham, Kebijakan Dividen, Karakteristik Perusahaan, Risiko Sistemik, Set Peluang Investasi, dan Kebijakan Hutang. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*. Vol.13, No.3. Hal 195-210
- Yaniatie dan Nicken Destriana. 2010. Faktor-faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang pada Perusahaan Non Keuangan yang Terdaftar di BEI. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*. Vol. 12 no. 1, April 2010. Hal 1-16.