



## **Determinan Tingkat Hutang serta Hubungan Tingkat Hutang terhadap Nilai Perusahaan: Perspektif *Pecking Order Theory* Tahun 2010-2011**

**Vivi Ariyani**

**Winda Susanto**

Fakultas Ekonomi-Program Studi Manajemen  
Universitas Katolik Widya Mandala Madiun

### **ABSTRAK**

Di era modern ini banyak sekali perusahaan yang mengembangkan usahanya untuk mengantisipasi persaingan yang semakin tajam khususnya untuk Indonesia yang akan memasuki *Asean Economic Community* (AEC) tahun 2015. Penelitian ini bertujuan untuk menguji dan menganalisis faktor-faktor yang mempengaruhi tingkat hutang atau *leverage* yaitu: *dividen*, *profitabilitas*, *sales*, dan *asset*, serta menguji pengaruh *leverage* terhadap *value*. Populasi yang digunakan yaitu perusahaan *non* keuangan yang terdaftar di BEI tahun 2010-2011 sejumlah 44 perusahaan. Teknik sampling yang digunakan adalah *purposive sampling*. Hasil uji secara parsial menunjukkan, *dividen* tidak berpengaruh positif signifikan terhadap *leverage*, *profitabilitas* berpengaruh positif signifikan terhadap *leverage*, *sales* berpengaruh positif signifikan terhadap *leverage*, dan *asset* tidak berpengaruh signifikan positif terhadap *leverage*, serta *leverage* tidak berpengaruh positif signifikan terhadap *value*.

Kata Kunci : *dividen yield*; *profitabilitas*; *sales*; *asset*; *leverage*; dan nilai perusahaan

### **PENDAHULUAN**

Persaingan yang semakin tajam, khususnya bagi negara Indonesia yang akan memasuki Komunitas Ekonomi di Asia Tenggara atau *Asean Economic Community* (AEC) tahun 2015, menuntut kesiapan di berbagai sektor, baik dari sisi perdagangan maupun produksi. Manajerpun menuntut oleh pemegang saham agar tetap mengikuti perkembangan dunia usaha di Indonesia.

Para pemegang saham memberikan kepercayaan mengelola dan menjalankan perusahaan berharap manajer akan memberikan keuntungan maksimal berupa pengembalian yang sebesar-besarnya dan secepatnya berupa kenaikan porsi *dividen* dari setiap saham yang dimiliki (Wahyudiharto dalam Susanto, 2011). Manajer yang tidak memiliki saham perusahaan, umumnya memiliki keterlibatan yang rendah sehingga manajer mengambil keputusan yang tidak sesuai dengan kepentingan pemegang saham (Hanafi, 2004). Diantara manajer dan pemegang saham seringkali terjadi konflik kepentingan yang disebut *agency conflict*. Menurut Bringham *et al* (1990), *agency conflict* ini menimbulkan biaya agensi (*agency cost*) adalah semua biaya untuk monitoring tindakan manajer, mencegah tingkah laku manajer yang tidak dikehendaki. Salah satu cara untuk mengatasi *agency conflict* menurut Jensen dan Mecking (1976) dalam Indahningrum dan Handayani (2009) dengan meningkatkan kepemilikan manajer sehingga dapat mensejajarkan kepentingan pemegang saham dengan manajer.

Persaingan yang tajam disertai adanya *agency conflict* yang tinggi di perusahaan dapat menurunkan nilai perusahaan. Manajer yang memiliki kepentingan yang berbeda dengan pemegang saham memiliki keinginan yang berbeda. Pemegang saham menginginkan

pengembalian yang tinggi, sedangkan manajer takut bila memberikan dividen tinggi secara berkelanjutan dan harus melakukan keputusan pendanaan jangka panjang akan kekurangan uang dalam perusahaan untuk kegiatan operasional (Hanafi, 2004).

Permasalahan dalam penelitian ini adalah:

- a. Apakah kebijakan dividen berpengaruh signifikansi terhadap tingkat hutang pada perusahaan *non* keuangan tahun 2010-2011?
- b. Apakah profitabilitas berpengaruh signifikansi terhadap tingkat hutang pada perusahaan *non* keuangan tahun 2010-2011?
- c. Apakah pertumbuhan penjualan berpengaruh signifikansi terhadap tingkat hutang pada perusahaan *non* keuangan tahun 2010-2011?
- d. Apakah pertumbuhan total aktiva berpengaruh signifikansi terhadap tingkat hutang pada perusahaan *non* keuangan tahun 2010-2011?
- e. Apakah tingkat hutang berpengaruh signifikansi terhadap nilai perusahaan pada perusahaan *non* keuangan tahun 2010-2011?

Tujuan penelitian ini adalah:

- a. Untuk menguji signifikansi pengaruh kebijakan dividen terhadap tingkat hutang pada perusahaan *non* keuangan tahun 2010-2011.
- b. Untuk menguji signifikansi pengaruh profitabilitas terhadap tingkat hutang pada perusahaan *non* keuangan tahun 2010-2011.
- c. Untuk menguji signifikansi pengaruh pertumbuhan penjualan terhadap tingkat hutang pada perusahaan *non* keuangan tahun 2010-2011.
- d. Untuk menguji signifikansi pengaruh pertumbuhan total aktiva terhadap tingkat hutang pada perusahaan tahun keuangan tahun 2010-2011.
- e. Untuk menguji signifikansi pengaruh tingkat hutang terhadap nilai perusahaan pada perusahaan *non* keuangan tahun 2010-2011.

Penelitian ini diharapkan memberi manfaat bagi peneliti lain, dapat digunakan sebagai referensi dalam melakukan penelitian yang selanjutnya dan literature bagi kalangan mahasiswa dan akademis dalam menambah wawasan dan pengetahuan. Bagi perusahaan, memberikan masukan bagi para manajer keuangan dalam mempertimbangkan pengelolaan dan pengambilan keputusan pendanaan dari hutang dalam jangka panjang. Bagi investor, memberikan informasi bagi investor untuk lebih berhati-hati menentukan dan memilih perusahaan dengan kondisi hutang yang tinggi atau rendah yang berdampak pada nilai perusahaan ke depan.

## TINJAUAN PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

### Tinjauan Pustaka

#### *Nilai Perusahaan*

Menurut Husnan (1996), nilai perusahaan adalah harga yang bersedia dibayar oleh calon pembeli apabila perusahaan tersebut dijual. Nilai perusahaan dapat tinggi apabila manajer mampu mengambil keputusan keuangan yang benar. Nilai perusahaan merupakan persepsi investor terhadap tingkat keberhasilan perusahaan yang sering dikaitkan dengan harga saham (Sujoko dan Soebiantoro, 2007 dalam Rahmawati 2012). Harga saham yang tinggi membuat nilai perusahaan juga tinggi. Nilai perusahaan yang tinggi akan membuat pasar percaya tidak hanya pada kinerja perusahaan saat ini namun juga pada prospek perusahaan di masa depan.

#### *Kebijakan Hutang*

Menurut Husnan (1996), hutang merupakan sumber dana yang mempunyai jangka waktu tertentu. Bila *leverage* ini menguntungkan maka hasil pengembalian atau modal akan meningkat (Weston dan Copeland, 1996). Pembiayaan jangka panjang diperoleh dari negoisasi dengan lembaga keuangan ataupun penjualan obligasi seperti penjualan sejumlah hutang kepada lembaga dan orang yang memberi pinjaman dengan jangka waktu selama 1 sampai 5 tahun ataupun sampai 20 tahun (Sundjaja dan Barlian, 2003). Penggunaan hutang akan mengurangi konflik antara *shareholders* dan *agent* (Jensen dan Meckling, 1976 dalam Ismiyanti dan Hanafi, 2003).

### *Kebijakan Dividen*

Menurut Hanafi (2004), kebijakan dividen adalah kompensasi yang diterima oleh pemegang saham, disamping *capital gain* (keuntungan modal). Dividen dibagi menjadi dividen kas dan dividen nonkas. Untuk dividen nonkas, ada dividen saham (*stock dividen*) dan dividen *stock splits* (pemecahan saham).

### *Profitabilitas*

Menurut Hanafi (2004), perusahaan dengan tingkat profitabilitas tinggi cenderung menggunakan hutang yang kecil karena tingkat pengembalian yang tinggi perusahaan untuk membiayai sebagian besar pendanaan internal sehingga tidak memerlukan dana eksternal. Dengan kata lain, perusahaan dengan laba ditahan yang besar, akan menggunakan laba ditahan terlebih dahulu sebelum memutuskan untuk menggunakan hutang. Hal ini sesuai dengan *Pecking Order Theory* yang menetapkan suatu urutan keputusan pendanaan para manajer pertama kali akan memilih untuk menggunakan laba ditahan, hutang dan penerbitan saham sebagai pilihan terakhir.

### *Pertumbuhan Penjualan*

Menurut Brigham dan Houston (2010), perusahaan dengan penjualan yang relatif stabil dapat lebih aman memperoleh lebih banyak pinjaman dan menanggung beban tetap yang lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan yang penjualannya tidak stabil. Pertumbuhan penjualan merupakan ukuran mengenai besarnya pendapatan per saham perusahaan yang diperbesar oleh hutang. Perusahaan yang bertumbuh pesat cenderung lebih banyak menggunakan hutang untuk membiayai kegiatan usahanya daripada perusahaan yang tumbuh secara lambat.

### *Pertumbuhan Total Aktiva*

Menurut Andina (2013), tingkat pertumbuhan total aktiva suatu perusahaan akan menunjukkan sampai seberapa jauh perusahaan akan menggunakan hutang sebagai sumber pembiayaannya. Dalam hubungannya dengan *leverage*, perusahaan dengan tingkat pertumbuhan total aktiva yang tinggi sebaiknya menggunakan ekuitas sebagai sumber pembiayaannya agar tidak terjadi *agency cost* (biaya keagenan) antara pemegang saham dengan manajemen perusahaan.

### *Teori Struktur Modal Berbasis Asimetri Teori*

#### *Agency Conflict*

Teori agensi konflik membahas tentang perbedaan kepentingan antara pemilik saham dengan manajer (Hanafi, 2004). Menurut Bringham *et al* (1990), ada beberapa alternatif untuk mengurangi *Agency Conflict*, yaitu dengan cara meningkatkan kepemilikan saham perusahaan oleh pihak manajemen, mekanisme pengawasan dalam perusahaan, meningkatkan *dividend payout ratio*, meningkatkan pendanaan dengan hutang (Murni dan Andriana, 2007 dalam Susanto, 2011), lewat pasar tenaga kerja manajer, dan pendewasaan melalui kejadian yang pernah terjadi di diri manajer itu sendiri.

#### *Pecking Order Theory*

Menurut seorang akademisi, Donald Donaldson (1961) dalam Hanafi (2004) yang melakukan pengamatan perusahaan yang mempunyai keuntungan yang tinggi ternyata menggunakan hutang yang rendah. Dalam pandangan *Pecking Order Theory* tidak menargetkan struktur modal optimal dan tidak memperhitungkan tingkat hutang optimal melainkan menjelaskan urutan pendanaan. Sebagai berikut urutan perusahaan menggunakan dana dalam *Pecking Order Theory* dari pendanaan internal (laba ditahan) sampai pada pendanaan eksternal yaitu mengeluarkan saham baru.

#### *Teori Asimetri Informasi dan Signaling*

Menurut Hanafi (2004), teori asimetri dan signaling berkaitan erat. Teori asimetri menjelaskan bahwa pihak yang berkaitan erat dengan perusahaan tidak mempunyai informasi yang sama mengenai prospek dan risiko perusahaan misalnya manajer dianggap memiliki informasi yang lebih daripada pemilik saham. Karena itu terjadi terjadi asimetri informasi karena investor memiliki informasi yang lebih sedikit tentang perusahaan dan berusaha menginterpretasikan perilaku manajer. Dengan kata lain, perilaku manajer termasuk dalam menentukan struktur modal dapat dianggap sebagai signal oleh pihak pemilik saham.

## Pengembangan Hipotesis

### *Pengaruh kebijakan dividen terhadap kebijakan hutang*

Menurut penelitian Sujoko dan Soebiantoro (2007), kebijakan dividen berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan hutang. Menurut penelitian dari Amirya dan Atmini (2008) menunjukkan bahwa kebijakan dividen berpengaruh signifikan negatif terhadap kebijakan hutang, yang berarti dividen mensubstitusikan fungsi tingkat hutang dalam mengurangi risiko perusahaan. Penelitian dari Amirya dan Atmini ini mendukung *Pecking Order Theory* karena perusahaan lebih senang pendanaan internal.

H<sub>1</sub>: Kebijakan dividen berpengaruh signifikan terhadap tingkat hutang.

### *Pengaruh profitabilitas terhadap kebijakan hutang*

Dalam *Pecking Order Theory*, perusahaan yang memiliki keuntungan yang tinggi cenderung memiliki hutang yang rendah itu bukan dikarenakan perusahaan memiliki target hutang yang kecil, tetapi karena memang tidak membutuhkan dana eksternal (Hanafi, 2004). Menurut penelitian dari Amirya dan Atmini (2008) menunjukkan bahwa profitabilitas berpengaruh signifikan negatif terhadap tingkat hutang yang berarti manajer yang menggunakan *Pecking Order Theory* akan selalu memperbesar tingkat profitabilitas untuk meningkatkan laba ditahan. Arah negatif mengindikasikan bahwa tingkat profitabilitas rendah, perusahaan menggunakan tingkat hutang untuk membiayai operasional dan begitu sebaliknya. Hal ini disebabkan karena perusahaan mengalokasikan sumber dana internal dan menggunakan tingkat hutang rendah.

H<sub>2</sub>: Profitabilitas berpengaruh signifikan terhadap tingkat hutang.

### *Pengaruh pertumbuhan penjualan terhadap kebijakan hutang*

Perusahaan yang memiliki penerimaan tinggi, berarti memiliki kemampuan pendanaan internal yang tinggi. Menurut penelitian Supriyanto dan Falikhatun (2008), Sartono (2001) dalam Supriyanto dan Falikhatun (2008), dan Juniati (2010) yaitu pertumbuhan penjualan berpengaruh signifikan positif terhadap kebijakan hutang ini juga didukung juga penelitian dari Pandey (2001) serta Kusuma dan Roekhudin (2004) dalam Supriyanto dan Falikhatun (2008) pada perusahaan plastik yang diteliti. Sedangkan menurut penelitian dari Amirya dan Atmini (2008) menemukan pertumbuhan penjualan tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang, karena pertumbuhan penjualan cenderung bersifat lebih pendek dari pertumbuhan total aktiva, sedangkan keputusan pendanaan lebih bersifat jangka panjang.

H<sub>3</sub>: Pertumbuhan penjualan berpengaruh signifikan terhadap tingkat hutang.

### *Pengaruh pertumbuhan total aktiva terhadap kebijakan hutang*

Menurut Brigham dan Gapenski (1996) dalam Andina (2013), pertumbuhan perusahaan yang tinggi membutuhkan sumber dana dari pihak eksternal yang lebih besar sehingga mendorong perusahaan yang sedang mengalami pertumbuhan tinggi untuk lebih mengandalkan pendanaan yang bersumber pada hutang. Hal ini sesuai dengan *Pecking Order Theory* yang menetapkan suatu urutan keputusan pendanaan para manajer pertama kali akan memilih untuk menggunakan laba ditahan, hutang dan penerbitan saham sebagai pilihan terakhir (Hanafi, 2004). Menurut penelitian dari Amirya dan Atmini (2008), pertumbuhan total aktiva berpengaruh signifikan positif terhadap kebijakan hutang karena pertumbuhan total aktiva mencerminkan horizon waktu lebih panjang dari pertumbuhan penjualan. Berdasarkan *Pecking Order Theory*, bila dana eksternal dibutuhkan perusahaan memilih dana eksternal yang pertama adalah hutang.

H<sub>4</sub>: Pertumbuhan total aktiva berpengaruh signifikan terhadap tingkat hutang.

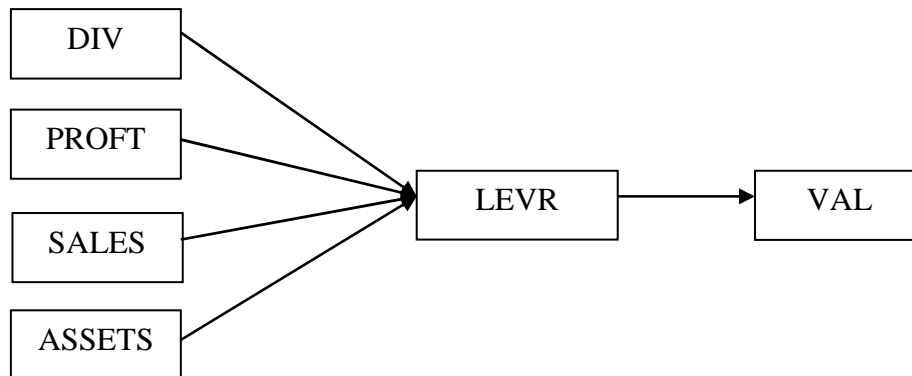
### *Pengaruh kebijakan hutang terhadap nilai perusahaan*

Menurut penelitian Sujoko dan Soebiantoro (2007), dan Amirya dan Atmini (2008), kebijakan hutang berpengaruh signifikan negatif, yang berarti bila tingkat hutang rendah, nilai perusahaan tinggi dan sebaliknya bila tingkat hutang tinggi maka nilai perusahaan rendah. Ini sesuai dengan *Pecking Order Theory* yang berarti perusahaan dengan profitabilitas rendah akan mempunyai dana internal yang relatif sedikit sehingga memerlukan lebih banyak dana eksternal

terutama hutang. Karena semakin rendah profitabilitas terkait nilai perusahaan yang semakin rendah dan tingkat hutang yang semakin tinggi akibatnya terdapat hubungan negatif antara tingkat hutang dengan nilai perusahaan.

H<sub>5</sub>: Tingkat hutang berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.

*Rerangka Pemikiran*



**Gambar 1. Kerangka Konseptual**

## METODE PENELITIAN

Dalam penelitian ini variabel yang digunakan adalah variabel dependen yaitu tingkat hutang (LEVR) dan nilai perusahaan (VAL), sedangkan variabel independen yaitu kebijakan dividen (DIV), profitabilitas (PROFT), pertumbuhan penjualan (SALES), dan pertumbuhan total aktiva (ASSETS). Populasi berjumlah 323 perusahaan sedangkan sampel yang digunakan sebanyak 44 perusahaan. Sumber data yang digunakan berasal dari ICMD (*Indonesian Capital Market Directory*). Teknik pengambilan dengan metode *purposive sampling* (Sugiyono, 1997). Kriteria yang digunakan untuk pengambilan sampel dengan metode *purposive sampling* dapat dilihat pada tabel 1 berikut ini.

**Tabel 1**  
**Proses Pengambilan Sampel**

Keterangan	Jumlah Sampel
Populasi Perusahaan Non Keuangan	323
Tidak membagikan dividen	(279)
Jumlah sampel <i>non</i> keuangan	44

Sumber : Penelitian Amirya dan Atmini (2008)

## HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

### Hasil Penelitian

Uji asumsi klasik dibagi menjadi empat. Uji pertama adalah uji normalitas data atas pengaruh variabel DIV, PROFT, SALES, dan ASSETS terhadap LEVR serta pengaruh LEVR terhadap VAL, dan dari uji *Kolmogrov-Smirnov* dan uji grafik normal plot diperoleh hasil berdistribusi normal. Uji kedua adalah uji multikolinearitas, dengan melihat nilai *tolerance* untuk semua variabel independen dengan nilainya lebih besar dari 0,1 atau 10% dan nilai VIF bernilai kurang dari 10, sehingga tidak ada gejala multikolinearitas. Uji ketiga adalah uji autokorelasi dengan menggunakan nilai Durbin-Watson dan didapat bahwa dalam model yang dikembangkan tidak terjadi gejala autokorelasi. Uji keempat adalah uji heteroskedastisitas, dengan uji park dan melihat grafik *scatterplot*, didapat hasil variabel terbebas dari gejala heteroskedastisitas.

Tabel 2 Uji Asumsi Klasik

Var Dependen	Var Independen	K-S	Multikolinealitas		DW	Uji Park	Ket
			Tolerance	VIF			
DIV	LEVR	0,961	0,893	1,119	1,864	0,905	bebas
PROFT	LEVR		0,899	1,112		0,387	bebas
SALES	LEVR		0,674	1,484		0,969	bebas
ASSETS	LEVR		0,628	1,594		0,725	bebas
LEVR	VAL	0,066	1,000	1,000	2,144	0,246	bebas

Untuk analisis regresi yang digunakan regresi linier berganda dan regresi linier sederhana, dan persamaan regresi yang terbentuk sebagai berikut:

*Regresi linier berganda*

$$\text{LEVR} = 0,250 + 0,003\text{DIV} + 0,337\text{PROFT} + 0,3604\text{SALES} + 0,158\text{ASSETS}$$

*Regresi linier sederhana*

$$\text{VAL} = 1,467 + 1,807\text{LEVR}$$

Tabel 3 dan 4 berikut merupakan ringkasan hasil analisis regresi linier yang dilakukan sebagai berikut.

Tabel 3 Uji Koefisien Determinan ( $R^2$ )

Persamaan Regresi	$R^2$	Keterangan
LEVR = 0,250 + 0,003DIV + 0,337PRO FT + 0,3604SALES + 0,158AS SETS + e	0,307	Variabel DIV, PROFT, SALES, dan ASSETS mampu menjelaskan sebesar 30,7%. Sedangkan 69,3% dijelaskan oleh variabel lain yang tidak termasuk dalam persamaan model tersebut.
VAL = 1,467 + 1,807LEVR + e	0,016	Variabel LEVR mampu menjelaskan sebesar 1,6%, sedangkan 98,4% dijelaskan oleh variabel lain yang tidak termasuk dalam persamaan model tersebut.

Sumber: Data diolah (input SPSS)

Tabel 4 Uji Parsial (Uji t)

Variabel Dependen	Variabel Independen	P value	Sign.	Ket	t hitung	Sign.	Ket
DIV	LEVR	0,982	0,05	Tidak Positif Signifikan	0,032	1,9886	Tidak Signifikan
PROFT	LEVR	0,005	0,05	Positif Signifikan	2,866	1,9886	Signifikan
SALES	LEVR	0,001	0,05	Positif Signifikan	3,429	1,9886	Signifikan
ASSETS	LEVR	0,186	0,05	Positif Signifikan	1,335	1,9886	Tidak signifikan
LEVR	VAL	0,245	0,05	Positif Signifikan	1,171	1,9886	Tidak Signifikan

Sumber: Data diolah (input SPSS)

## Pembahasan

### *Pengaruh Kebijakan Dividen terhadap Hutang*

Hasil penelitian ini menemukan bahwa dividen tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang. Hal ini tidak mendukung penelitian terdahulu dari penelitian Sujoko dan Soebiantoro (2007), Baskin (1989); Adedeji (1998); Mahadwartha dan Hartono (2002) dalam Amirya dan Atmini (2008) karena perusahaan harus membayar dividen secara berkelanjutan dan membiayai biaya operasional sehingga membutuhkan dana yang besar, di samping tahun 2010-2011 terjadi inflasi yang menyebabkan harga bahan baku menjadi mahal. Perusahaan yang

menjalankan *Pecking Order Theory* akan memilih laba ditahan kemudian diikuti dengan hutang. Hutang yang dipilih adalah hutang obligasi. Untuk lebih jelas dapat melihat tabel 5 dibawah ini.

**Tabel 5 Perbandingan Pengumpulan Dana**

Sumber Pengumpulan Dana	Tahun 2010	Tahun 2011
IPO (dalam triliun rupiah)	19,59	29,68
Obligasi (dalam triliun rupiah)	45,93	39,07

Sumber : <http://www.idx.co.id/>

#### *Pengaruh Profitabilitas terhadap Hutang*

H<sub>2</sub> dalam penelitian ini yang menyatakan PROFT berpengaruh signifikan terhadap LEVR terdukung. Profitabilitas berpengaruh signifikan dengan arah positif terhadap kebijakan hutang. Menurut Hanafi (2004), perusahaan yang menerapkan *Pecking Order Theory* dalam perusahaannya akan memilih pendanaan internal yaitu dari laba ditahan yang dihasilkan dari kegiatan perusahaan tetapi tahun 2010-2011 terjadi inflasi yang dikutip dari BI ([www.bi.go.id](http://www.bi.go.id)) menunjukkan terjadi inflasi yaitu terjadi kenaikan harga bahan baku.

#### *Pengaruh Pertumbuhan Penjualan terhadap Hutang*

H<sub>3</sub> yang menyatakan SALES berpengaruh signifikan terhadap LEVR terdukung dengan arah positif sesuai dengan penelitian Pujiani dan Prasentiono (2012), Supriyanto dan Falikhatun (2008), Sartono (2001) dalam Supriyanto dan Falikhatun (2008), dan Juniati (2010) artinya menemukan bahwa semakin meningkat penjualan maka semakin bertambah pula penggunaan hutang karena perusahaan dengan penjualan relatif stabil berarti memiliki aliran kas yang relatif stabil pula maka dapat menggunakan hutang yang lebih besar, ini juga didukung juga penelitian dari Pandey (2001) serta Kusuma dan Roekhudin (2004) dalam Supriyanto dan Falikhatun (2008).

#### *Pengaruh Pertumbuhan Total Aktiva terhadap Hutang*

H<sub>4</sub> yang menyatakan ASSETS berpengaruh signifikan terhadap LEVR tidak terdukung dengan arah positif. Arah positif sesuai dengan penelitian Amirya dan Atmini (2008) serta penelitian Baskin (1989), Chang dan Rhee (1990) dalam Kaaro (2001) dalam Amirya dan Atmini (2008). Artinya pertumbuhan total aktiva mencerminkan horison waktu lebih panjang dari pertumbuhan penjualan. Investasi pada aktiva membutuhkan waktu sebelum siap dioperasikan sehingga aktivitas yang dilakukan tidak langsung terkait dengan penerimaan. Penerimaan aktiva dilakukan perusahaan bila terdapat prospek bagus. Pertumbuhan total aktiva berpengaruh positif berarti bila tingkat pertumbuhan total aktiva tinggi maka perusahaan menggunakan tingkat hutang untuk membiayai kebutuhan dana internal.

#### *Pengaruh Kebijakan Hutang terhadap Nilai Perusahaan*

H<sub>5</sub> yang menyatakan LEVR berpengaruh signifikan terhadap VAL tidak terdukung hasil penelitian ini tidak mendukung penelitian terdahulu Amirya dan Atmini 2008 Menurut Hanafi (2004) kebijakan hutang berpengaruh signifikan dengan arah negatif terhadap nilai perusahaan. Perusahaan yang menerapkan *Pecking Order Theory* dalam perusahaannya akan menghindari perubahan dividen yang tiba-tiba sedangkan tahun 2010 dan 2011 terjadi pergerakan inflasi yang tiba-tiba sebesar 6,96% dan 3,79% ([www.bi.co.id](http://www.bi.co.id)) membuat perusahaan kesulitan mengikuti pergerakan yang menyebabkan perusahaan mengalami kerugian dan kosongnya kas perusahaan. Kas perusahaan yang kosong membuat perusahaan sulit untuk membayar biaya operasional dan dividen. Salah satu cara menganggulangi kesulitan perusahaan ini dengan berhutang atau mengeluarkan obligasi. Hutang yang tinggi akan meningkatkan nilai perusahaan di mata investor karena tingkat kepercayaan investor terhadap perusahaan meningkat. Penggunaan hutang yang lebih banyak juga menjadi sinyal yang lebih dipercaya bagi perusahaan untuk menarik investor baru (Hanafi, 2004).

Arah positif yang menandakan bahwa LEVR turun maka VAL juga akan turun yaitu adanya fakta bahwa perusahaan-perusahaan di Indonesia saat ini masih dikuasai oleh pemilik keluarga yaitu 62% (Gul da Tsui, 2004 dalam Hadiprajitno, 2013), disisi lain juga perusahaan yang akan go publik memilih melepas saham kurang dari 40% ini membuktikan bahwa memang *Pecking Order Theory* belum optimal dilaksanakan di perusahaan (penelitian Tim Studi

Efektivitas PP No.81 Tahun 2007 dan PMK No.238/PMK.03/2008 terhadap Peningkatan Jumlah Emiten dan Kepemilikan Saham Publik, 2011).

## KESIMPULAN DAN SARAN

### Kesimpulan

Berdasarkan analisis hasil penelitian yang telah dilakukan, maka dapat disimpulkan bahwa:

- a. Kebijakan dividen tidak berpengaruh positif signifikan terhadap *leverage*.
- b. Profitabilitas berpengaruh positif signifikan terhadap *leverage*.
- c. Pertumbuhan Penjualan berpengaruh positif signifikan terhadap *leverage*.
- d. Pertumbuhan Total Aktiva tidak berpengaruh positif signifikan terhadap *leverage*.
- e. *Leverage* tidak berpengaruh signifikan terhadap *value*.

### Saran

Bagi peneliti lain; dapat digunakan sebagai referensi dalam melakukan penelitian yang selanjutnya dengan menambah tahun penelitian karena penelitian sekarang menggunakan 2 tahun penelitian dan dapat digunakan sebagai literatur bagi kalangan mahasiswa dan akademis dalam menambah wawasan dan pengetahuan karena teori *Pecking Order Theory* dan *agency conflict* yang digunakan sekarang kurang dapat optimal di dalam perusahaan karena jumlah kepemilikan pemilik lebih besar. Bagi Perusahaan; memberikan masukan bagi para manajer keuangan dalam mempertimbangkan pengelolaan dan pengambilan keputusan pendanaan dari hutang dalam jangka. Bagi Investor; memberikan informasi bagi investor untuk lebih berhati-hati menentukan dan memilih perusahaan dengan kondisi hutang yang tinggi atau rendah yang berdampak pada nilai perusahaan ke depan. Menurut Hanafi (2004), perusahaan mendapatkan hutang dari pihak luar ada syarat terpenting yaitu apabila perusahaan itu dapat membayar kewajiban *financial*.

## DAFTAR PUSTAKA

- Agung, Y. 2011. Determinan Struktur Modal pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia. *Media Ekonomi dan Teknologi Informasi*, 17, 78-116.
- Amirya, M., dan Sari. 2008. Determinan Tingkat Hutang serta Hubungan Tingkat Hutang terhadap Nilai Perusahaan: Perspektif *Pecking Order Theory*. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan Indonesia*, 5, 227-244.
- Andina, Z. 2013. *Analisis Pengaruh Profitabilitas, Likuiditas, Pertumbuhan Penjualan, Pertumbuhan Perusahaan, dan Ukuran Perusahaan terhadap Kebijakan Hutang (Studi Kasus pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI Periode 2008-2010)*.
- BEI. 2011. *Annual Report 2011*.  
[http://www.idx.co.id/Portals/0/StaticData/AboutUs/AnnualReport/FileDownload/Annual-Report\\_2011.pdf](http://www.idx.co.id/Portals/0/StaticData/AboutUs/AnnualReport/FileDownload/Annual-Report_2011.pdf). 26 November 2013.
- Brigham, E. F., dan J. Houston 2010. *Dasar-dasar Manajemen Keuangan*. Jakarta: Salemba Empat.
- Ghozali, I. 2009. *Ekonometrika (Teori, Konsep, dan Aplikasi dengan SPSS 17)*. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Hanafi, M. M. 2004. *Manajemen Keuangan*. Yogyakarta: BPFE Yogyakarta.
- Harjito, A. D., dan Nurfauziah. 2006. Hubungan Kebijakan Hutang, Insider Ownership dan Kebijakan Dividen dalam Mekanisme Pengawasan Masalah Agensi di Indonesia. *JAAI*, 10, 121-136.
- Husnan, S. 1996. *Manajemen Keuangan Teori dan Penerapan (Keputusan Jangka Panjang)* (Vol. 4). Yogyakarta: BPFE.
- Indahningrum, R. P., dan R. Handayani. 2009. Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kebijakan Institusional, Dividen, Pertumbuhan Perusahaan, Free Cash Flow dan Profitabilitas terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, 11, 189-207.
- Indriantoro, N., dan B. Supomo. 1999. *Metodologi Penelitian Bisnis: Untuk Akuntansi dan Manajemen* (1 ed., Vol. 1). Yogyakarta: BPFE.



- Ismiyanti, F., dan M. Hanafi. 2003. Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Risiko, Kebijakan Hutang, dan Kebijakan Dividen: Analisis Persamaan Simultan. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*, 19.
- Jogiyanto, H. 2011. *Metodologi Penelitian Bisnis: Salah Kaprah dan Pengalaman-Pengalaman* (2011.). Yogyakarta: BPFE-Yogyakarta.
- Juniati, N. 2010. *Pengaruh Firm Size, Growth Opportunity, Liquidity, dan Profitabilitas Terhadap Struktur Modal Perusahaan (Studi Kasus pada Perusahaan Manufaktur yang terdaftar di BEI tahun 2003-2007)*. November 27, 2013, dari <http://eprints.uns.ac.id/3835/1/169392009201010431.pdf>
- Kusnaeni, D. 2012. Pengaruh Struktur Modal terhadap Nilai Perusahaan pada Industri Barang Konsumsi di Bursa Efek Indonesia. *Tugas Akhir Program Magister (TAPM)*, 1-94.
- Martono, N. 2012. *Metode Penelitian Kuantitatif (Analisis Isi dan Analisis Data Sekunder)*. Jakarta: PT RajaGrafindo Persada.
- Paulus, H. B. 2013. Struktur Kepemilikan, Mekanisme Tata Kelola Perusahaan, dan Biaya Keagungan di Indonesia (Studi Empirik pada Perusahaan di Bursa Efek Indonesia). *Jurnal Akuntansi dan Auditing* 9, 97-127.
- Pujiani, S., dan Prasetyono. 2012. Analisis Pengaruh Return On Assets, Sales Growth, Structure Assets, Firm Size, and Investment Opportunity terhadap Financial Leverage (Studi Perbandingan pada Perusahaan Manufaktur Sektor Aneka Industri dan Barang Konsumsi terdaftar di BEI 2008-2011). *Diponegoro Journal Of Management*, 1, 158-171.
- Rahmawati, A. N. 2012. Analisis Faktor Kebijakan Hutang yang Mempengaruhi Nilai Perusahaan (Studi pada Perusahaan Manufaktur yang terdaftar di BEI Periode 2006-2010). 1-86.
- Sekaran, U. 2006. *Research Methods For Business (Metodologi Penelitian Untuk Bisnis)* (Vol. 4). Jakarta: Salemba Empat.
- Slamet, H. 2005. Struktur Kepemilikan dalam Bingkai Teori Keagungan. *Jurnal Akuntansi dan Bisnis*, 5, 63-71.
- Sugiyono. 1997. *Statistika Untuk Penelitian*. Bandung: Penerbit Alfabeta.
- Sujoko dan U. Soebiantoro. 2007. Pengaruh Struktur Kepemilikan Saham, Leverage, Faktor Intern dan Faktor Ektern terhadap Nilai Perusahaan (Studi Empirik pada Perusahaan Manufaktur dan Non Manufaktur di Bursa Efek Jakarta). *Jurnal Ekonomi Manajemen*, 9, 41-48.
- Sundjaja, R. S., dan I. Barlian. 2003. *Manajemen Keuangan*. BPFE.
- Supriyanto, E., dan Falikhatun. 2008. Pengaruh Tangibility, Pertumbuhan Penjualan dan Ukuran Perusahaan terhadap Struktur Keuangan. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, 10, 13-22.
- Susanto, Y. K. 2011. Kepemilikan Saham, Kebijakan Dividen, Karakteristik Perusahaan, Risiko Sistematik, Set Peluang Investasi dan Kebijakan Saham. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, 13, 195-210.
- Weston, J. F., dan T. Copeland. 1995. *Manajemen Keuangan*. Jakarta: Binarupa Aksara.
- \_\_\_\_\_. 1996. *Manajemen Keuangan*. Jakarta: Erlangga.
- [www.bi.co.id](http://www.bi.co.id)
- [www.idx.co.id](http://www.idx.co.id)



Hak Kopi (*copy right*) atas Jurnal Riset Manajemen dan Akuntansi ada pada penerbit dengan demikian isinya tidak diperkenankan untuk dikopi atau di-*email* secara masal atau dipasang diberbagai situs tanpa ijin tertulis dari penerbit. Namun demikian dokumen ini dapat diprint diunduh, atau di-*email* untuk kepentingan atau secara individual.