

Pengaruh Ukuran Perusahaan, Kebijakan Dividen, Dan Profitabilitas Terhadap Kebijakan Hutang Dalam Perspektif Teori Keagenan Pada Perusahaan Manufaktur Go Public Di Indonesia

***Abdillah Arif Nasution**

Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Sumatera Utara

badinst@usu.ac.id

Muhammad Rijal Balatif

Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Sumatera Utara

muhammadrijalbalatif@usu.ac.id

*Corresponding Author: badinst@usu.ac.id

Abstrak Tujuan penelitian ini adalah untuk mempelajari bagaimana kebijakan hutang berdampak pada perusahaan manufaktur go public Indonesia melalui ukuran perusahaan, kebijakan dividen, dan profitabilitas. Penelitian asosiatif kausal ini menggunakan data sekunder dan kuantitatif. Data digunakan untuk analisis deskriptif dan regresi linier berganda. Seluruh perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia, berjumlah 124 perusahaan, adalah subjek penelitian ini. Dalam penelitian ini, teknik purposive sampling digunakan untuk memilih sembilan perusahaan. Hasil penelitian menunjukkan bahwa kebijakan dividen, ukuran, dan profitabilitas perusahaan berpengaruh secara serempak dan signifikan terhadap kebijakan hutang perusahaan manufaktur selama periode 2021–2024. Profitabilitas berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan hutang selama periode 2021–2024. Kebijakan dividen dan ukuran perusahaan berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap kebijakan hutang perusahaan manufaktur selama periode 2021–2024. Perusahaan manufaktur yang beroperasi di luar industri manufaktur.

Kata Kunci *Ukuran Perusahaan, Kebijakan Dividen, Profitabilitas, Kebijakan Hutang*

PENDAHULUAN

pemegang saham dan manajer sebagai agen Keputusan bisnis terbaik harus dibuat oleh manajer untuk meningkatkan kekayaan pemegang saham. Manajer bisnis membuat pilihan untuk menggunakan sumber daya perusahaan sebaik mungkin. Namun, pemegang saham tidak dapat melihat semua keputusan dan tindakan manajer. Suatu ancaman bagi pemegang saham jika manajer bertindak untuk kepentingan mereka sendiri daripada untuk kepentingan pemegang saham. Adanya konflik kepentingan atau konflik agensi adalah masalah utama dalam teori agensi.

Dua jenis konflik agensi adalah antara manajer dan pemegang saham. Pertama, konflik agensi terjadi antara manajer dan pemegang saham karena mereka membuat keputusan tentang pencarian dana dan bagaimana dana tersebut diinvestasikan. Yang

kedua adalah konflik agensi antara pemegang saham dan kreditor. Ini terjadi saat pemegang saham melalui manajer mengambil proy

Peneliti memilih perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) karena perusahaan ini membutuhkan dana yang lebih besar, sehingga membutuhkan pinjaman yang lebih besar, yang memaksa perusahaan untuk mempertimbangkan lebih banyak kebijakan hutang.

Berikut ini adalah data keuangan dari perusahaan manufaktur, sampel penelitian:

Tabel 1.1 Data Keuangan Perusahaan Manufaktur

Kode	Tahun	UP	ROE	DPR	DER
ASII	2021	18,867	14,8%	0,323	0,891
ASII	2022	18,976	25,6%	0,316	0,976
ASII	2023	19,045	14,2%	0,325	0,884
ASII	2024	19,090	9,5%	0,248	0,730
IKBI	2021	13,691	1,8%	0,33	0,245
IKBI	2022	13,791	3,0%	0,330	0,388
IKBI	2023	13,779	3,3%	0,372	0,322
IKBI	2024	13,758	-1,9%	0	0,416
INAI	2021	12,533	13,9%	0,491	3,375
INAI	2022	12,624	13,3%	0,469	3,609
INAI	2023	12,673	10,5%	0,472	2,798
INAI	2024	12,680	1,2%	0	3,343

Sumber : www.idx.co.id

Sebagai hasil dari laporan keuangan perusahaan manufaktur, Tabel 1.1 menunjukkan bahwa ukuran perusahaan cenderung stabil, tetapi ROE hampir semua perusahaan menurun di 2024. Ini menunjukkan bahwa kinerja laba tidak secara otomatis meningkat ketika aset lebih besar atau lebih stabil. Oleh karena itu, efektivitas pengelolaan sumber daya lebih penting daripada ukuran perusahaan. Kedua, penurunan profitabilitas biasanya menyebabkan penurunan dividen. IKBI dan INAI memiliki DPR = 0 pada 2024, yang menunjukkan hal ini. Ini menunjukkan bahwa laba sangat memengaruhi kemampuan membayar dividen. Ketiga, perusahaan dengan banyak hutang tidak selalu memiliki profitabilitas tinggi. INAI adalah contoh perusahaan dengan DER yang tinggi tetapi ROE yang menurun. Ini menunjukkan adanya kemungkinan bahwa hutang belum digunakan dengan benar untuk meningkatkan kinerja bisnis. Keempat, tabel ini menunjukkan bahwa ada perbedaan dalam tingkat risiko keuangan antar perusahaan. Karena DER di bawah 1 dan cenderung menurun, AISI lebih aman. Meskipun IKBI masih moderat, profitabilitasnya rendah. Karena DER yang tinggi dan profitabilitas yang menurun, INAI adalah yang paling berisiko.

Selain itu, manajemen dan pemegang saham akan memiliki kepentingan yang bertentangan dalam teori agensi. Pemegang saham akan tergoda untuk mengganti aset dalam konflik pertama jika utang melebihi saham. Mereka akan melakukan ini dengan meningkatkan risiko perusahaan. Karena risiko perusahaan meningkat, kemungkinan memperoleh keuntungan yang tinggi akan meningkat. Sebaliknya, pemegang utang tidak akan mendapatkan keuntungan dari peningkatan risiko perusahaan. Tidak peduli seberapa besar keuntungan yang diperoleh perusahaan, pay off pemegang utang akan tetap sebesar bunga yang dibayarkan. Sebaliknya, jika keuntungan perusahaan meningkat, pemegang saham akan memperoleh sebagian besar. Pemegang saham tidak merugi banyak karena mereka bertaruh pada perusahaan (proporsi sahamnya). Bisnis memiliki dua kebijakan

manajemen keuangan: kebijakan hutang dan keputusan struktur modal. Lebih lanjut, kebijakan hutang membahas bagaimana pemegang saham dapat menggunakan hutang. Perusahaan dapat menambah hutang untuk diinvestasikan kembali. Perusahaan membuat keputusan tentang menggunakan hutang.

Ross (2010) menyatakan bahwa teori agensi adalah sumber argumen yang mendukung pembayaran dividen yang tinggi. Teori Agensi (Jensen dan Meckling, 1976) menyatakan bahwa konflik dapat terjadi antara pihak yang terlibat dalam perusahaan. Misalnya, konflik yang terjadi antara manajer dan pemegang saham karena konflik kepentingan. Dalam kebanyakan kasus, pinjaman hutang dapat digunakan untuk membayar dividen secara konstan.

Kebijakan hutang dipengaruhi oleh pembayaran dividen. Untuk menentukan jumlah keuntungan yang harus diberikan kepada pemegang saham dan jumlah yang harus disimpan dalam perusahaan, perusahaan membuat kebijakan dividen (Houston & Brigham, 2006 dalam Juwanik, 2007). Kebijakan dividen mempengaruhi hutang jika perusahaan membagikan dividen yang besar untuk membiayai investasinya. Salah satu cara untuk mengurangi biaya agensi adalah dengan meningkatkan persentase dividen yang diberikan kepada pemegang saham dari laba bersih setelah pajak. Menurut Jusriani (2013), persentase dividen yang diberikan kepada pemegang saham dihitung dengan membandingkan dividen yang dibagi dengan laba bersih yang didapatkan. Jika Dividend Payout Ratio lebih tinggi, itu akan menguntungkan para investor, tetapi perusahaan akan kehilangan lebih banyak laba ditahan. Sebaliknya, jika Dividend Payout Ratio lebih rendah, para pemegang saham akan menderita, tetapi perusahaan intern financial akan menjadi lebih kuat.

Perolehan laba suatu perusahaan dalam jangka waktu tertentu adalah komponen utama yang menentukan kesehatan suatu perusahaan. Untuk menentukan seberapa baik keberhasilan suatu bisnis dalam menghasilkan laba, perlu dilakukan ukuran. Alat yang digunakan adalah rasio profitabilitas. Rasio ini menunjukkan bagaimana perubahan finansial perusahaan berubah dari tahun ke tahun. Rasio ini juga dapat digunakan sebagai bahan analisis untuk menentukan kebijakan periode selanjutnya, karena setiap perubahan akan memengaruhi pertimbangan pihak yang berkepentingan dalam menghitung profitabilitas.

Dalam penelitian ini, Return on Equity (ROE) adalah rasio profitabilitas yang digunakan. Variabel ini menentukan pendapatan yang dimiliki perusahaan untuk membiayai investasi. Profitabilitas juga menunjukkan seberapa mampu modal yang diinvestasikan dalam keseluruhan aktiva menghasilkan keuntungan bagi investor. Saat perusahaan didanai sebagian dengan hutang, keuntungan dibagi antara pemegang hutang dan pemegang saham. Oleh karena itu, hubungan yang ada antara kebijakan hutang dan profitabilitas adalah negatif. Tingkat hutang perusahaan akan turun seiring dengan peningkatan profitabilitasnya, dan sebaliknya, akan meningkat seiring dengan penurunan profitabilitasnya.

Ukuran perusahaan adalah komponen penting dalam keputusan kebijakan hutang. Biaya agensi dan biaya transaksi yang terkait dengan penerbitan saham terkait dengan ukuran perusahaan adalah dua alasan mengapa ukuran perusahaan sangat penting, menurut Smith (1997) dalam Atok (2007). Perusahaan yang lebih besar cenderung menggunakan modal asing karena mereka membutuhkan dana yang lebih besar untuk menjalankan operasinya. Jika modal sendiri tidak mencukupi, modal asing adalah pilihan lain untuk memenuhi kebutuhan tersebut (Abdul Halim, 2007).

Tabel 1.2 dibawah ini menjelaskan secara ringkas hasil penelitian yang telah dilakukan mengenai hubungan kebijakan hutang.

Tabel 1.2 *Research Gap*

Gap Empiris	Hasil Temuan	Peneliti
Hubungan antara ukuran perusahaan terhadap kebijakan hutang	Terdapat pengaruh signifikan dan positif	Adita Nafisa (2022)
	Tidak terdapat pengaruh signifikan	Hidayat (2013)
	Tidak terdapat pengaruh signifikan	Siti Nuraeni dan Imam Hadiwibowo (2022)
Hubungan antara kebijakan dividen terhadap kebijakan hutang	Terdapat pengaruh signifikan dan positif	Ismiyati dan Mamduh (2003)
	Tidak terdapat pengaruh signifikan	Soestio (2008)
	Tidak terdapat pengaruh signifikan	Abdullah W Djabid (2009)
Hubungan antara Profitabilitas terhadap kebijakan dividen	Tidak terdapat pengaruh signifikan dan negatif	Endang Sapitri (2022)

Peneliti memulai penelitian mereka dengan melihat faktor-faktor berikut: ukuran perusahaan dan kebijakan dividen, yang dapat mengurangi masalah agensi dan, sebagai hasilnya, mengurangi biaya agensi untuk perusahaan manufaktur go publik di Indonesia. Penelitian dengan judul "Pengaruh Ukuran Perusahaan, Kebijakan Dividen, dan Profitabilitas Terhadap Kebijakan Hutang Dalam Perspektif Teori Keagenan Pada Perusahaan Manufaktur Go Public Di Indonesia" didasarkan pada gagasan di atas.

LANDASAN TEORI

Teori Agensi (*Agency Theory*)

Menurut Dessy (2008), perspektif hubungan keagenan adalah dasar pemahaman tentang pemerintahan perusahaan. Manajer memiliki kewajiban untuk menguntungkan para pemegang saham, tetapi mereka juga memiliki kepentingan untuk menguntungkan mereka sendiri. Seringkali, penyatuan kepentingan seperti ini menyebabkan konflik yang dikenal sebagai konflik keagenan. Menurut Berle dan Means (1932) dalam teori agensi, pemilik (pemegang saham) memiliki saham sepenuhnya, dan manajer diminta untuk memaksimalkan tingkat pengembalian pemegang saham. Jensen dan Meckling (1976) menggambarkan hubungan agensi sebagai suatu kontrak di bawah satu atau lebih pemimpin yang melibatkan orang lain (agen) untuk melaksanakan beberapa layanan bagi mereka. Baik direktur maupun agen dianggap memiliki kebijaksanaan keuangan dan termotivasi oleh kepentingan pribadi.

Eisendhart (1989) menyatakan bahwa teori yang mendasari teori agensi Teori-teori ini terbagi menjadi tiga kategori: asumsi tentang sifat manusia, asumsi keorganisasian, dan asumsi informasi. Kategori pertama menekankan bahwa manusia memiliki sifat mementingkan diri sendiri (*self-interest*), keterbatasan rasionalitas (*bounded rationality*), dan tidak menyukai resiko (*risk aversion*). Asumsi keorganisasian menekankan bahwa ada konflik dan asimetri informasi antara pejabat dan agen, serta asumsi informasi menekankan bahwa informasi adalah barang yang dapat dijual. Oleh karena itu, yang dimaksud dengan teori agensi adalah untuk membahas hubungan agensi antara agent dan principal.

Menurut Richardson (1998), masalah agensi adalah konflik kepentingan antara agen dan direktur dalam mencapai kemakmuran yang diinginkannya. Adanya asimetri informasi antara pemilik dan manajer dapat menyebabkan masalah agensi tersebut.

Ketika manajer memiliki jumlah informasi internal yang lebih besar dan lebih cepat dibandingkan dengan pihak eksternal seperti investor dan kreditor, terjadi asimetri informasi. Dalam situasi ini, manajer memiliki kesempatan untuk menggunakan informasi yang mereka ketahui untuk mengubah laporan keuangan untuk meningkatkan keuntungan mereka.

Ukuran Perusahaan

Ukuran perusahaan adalah komponen penting dalam keputusan kebijakan hutang. Apakah suatu perusahaan termasuk ke dalam kategori kecil, menengah, atau besar, disebut sebagai ukuran perusahaan. Perusahaan besar memiliki akses ke pasar modal, yang berarti mereka memiliki fleksibilitas dan kemampuan untuk mendapatkan dana atau permodalan, sedangkan perusahaan kecil sangat rentan terhadap perubahan kondisi ekonomi dan cenderung kurang menguntungkan. Sumber daya pendukung perusahaan yang lebih besar pasti lebih banyak daripada perusahaan yang lebih kecil. Menurut theory pecking order, perusahaan yang lebih besar dan memiliki tingkat profitabilitas yang lebih tinggi cenderung menggunakan hutang atau sumber dana eksternal lebih sedikit. Ini disebabkan oleh banyaknya sumber dana internal perusahaan. Perusahaan ukuran besar lebih mudah mendapatkan pinjaman dana dari kreditor daripada perusahaan ukuran kecil. Hal ini disebabkan oleh fakta bahwa semakin besar ukuran perusahaan, semakin transparan kinerjanya, yang membuat kreditor lebih percaya untuk meminjamkan dananya pada perusahaan tersebut.

Kebijakan Dividen

Pendapatan bersih setelah pajak (net income after tax atau earnings after tax) dikurangi dari laba ditahan (retained earnings) yang disimpan sebagai cadangan perusahaan dikenal sebagai dividen. Menurut Hidayat (2017), dividen dapat berupa saham atau tunai. Hery (2014) menyatakan bahwa kebijakan dividen adalah keputusan tentang pendanaan perusahaan untuk menentukan berapa banyak keuntungan yang akan diberikan kepada para pemegang saham dan apakah akan diinvestasikan kembali atau disimpan di dalam perusahaan. Penggunaan hutang perusahaan akan dipengaruhi oleh kebijakan dividen. Karena kebijakan dividen yang stabil, perusahaan harus menyimpan uang untuk membayar dividen yang tetap.

Menurut Rozeff (1982) dan Easterbrook (1994), pembayaran dividen kepada pemegang saham akan mengurangi sumber-sumber dana yang dikendalikan oleh manajer. Menurut Rozeff (1982) dan Easterbrook (1994), pembayaran dividen ini sebanding dengan pemantauan pasar modal saat perusahaan memperoleh modal baru. Meningkatkan rasio dividen payout adalah cara lain untuk mengurangi konflik agensi; dividen yang besar menyebabkan rasio laba ditahan kecil, yang membuat perusahaan membutuhkan dana tambahan dari sumber eksternal. Karena pembayaran dividen akan mengurangi arus kas perusahaan, perusahaan akan mencari sumber pendanaan alternatif, seperti utang, sehingga berdampak pada kebijakan pendanaan perusahaan. Selain keuntungan kapital, pembayaran dividen akan memberi pemegang saham keuntungan tambahan. Karena keyakinan pemegang saham bahwa kebijakan manajemen akan menguntungkan dirinya sendiri, dividen juga memberi pemegang saham kepastian pendapatan dan mengurangi biaya agency equity.

Profitabilitas

Profitabilitas menunjukkan seberapa baik suatu bisnis dengan menghasilkan keuntungan. Investor yang mungkin akan memeriksa dengan cermat apakah bisnisnya lancar dan mampu menghasilkan keuntungan. Rasio profitabilitas yang lebih tinggi menunjukkan seberapa baik perusahaan dapat memperoleh keuntungan dari hasil pengembalian ekuitas, rentabilitas modal sendiri, atau Return on Equity (ROE). Rentabilitas modal sendiri adalah rasio yang digunakan untuk mengukur laba bersih sesudah pajak dengan modal sendiri dan menunjukkan seberapa efisien penggunaan modal sendiri. Semakin besar rasio ini, semakin baik. Artinya, posisi pemilik bisnis semakin kuat, dan sebaliknya.

Kebijakan Hutang

Keputusan yang dibuat oleh perusahaan untuk mendapatkan dana untuk investasi dari pihak ketiga dikenal sebagai kebijakan hutang. Untuk mengantisipasi krisis keuangan dan kebangkrutan perusahaan, manajer akan menggunakan hutang yang lebih rendah (Crutchley et al., 1999). Manajer memilih proyek dengan risiko tinggi dengan tujuan mendapatkan return tinggi dalam situasi dengan risiko tinggi, seperti yang ditunjukkan oleh Chen dan Steiner (1999). Pendanaan hutang dari pihak kreditur digunakan untuk mengurangi risiko. Namun, meskipun penggunaan hutang dengan tingkat risiko tinggi dapat membantu mengurangi biaya agensi ekuitas, hal itu juga dapat menyebabkan agensi hutang lebih banyak mengeluarkan uang. Megginson (1997) dalam Mahadwarta (2002) menyatakan bahwa hipotesis aliran kas bebas dapat digunakan untuk memprediksi bagaimana kebijakan dividen dan hutang perusahaan berinteraksi satu sama lain. Hutang dengan hubungan yang positif dipengaruhi oleh dividen. Perusahaan yang membagikan dividen yang besar harus mengambil hutang untuk membiayai investasinya.

METODOLOGI PENELITIAN

Penelitian ini menggunakan rumusan masalah asosiatif dengan hubungan kausal. Data sekunder yang digunakan dalam penelitian ini berasal dari jurnal, tesis, buku, website, dan literatur pendukung lainnya. Dari 124 perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia, penelitian ini mencakup seluruh perusahaan manufaktur. Namun, 9 bisnis memenuhi kriteria sampel peneliti selama periode 9 tahun, yang berarti jumlah data yang digunakan peneliti adalah 81. Analisis regresi linier berganda data panel digunakan dalam penelitian ini.

HASIL PENELITIAN

Dalam penelitian yang menggunakan regresi linier berganda data panel, maka tahap pertama yang harus dilakukan adalah pemilihan model estimasi data panel.

Pemilihan Modal Estimasi Data Panel

Uji chow berfungsi untuk menentukan model apakah *common effect* atau *fixed effect* yang paling tepat digunakan dalam data panel.

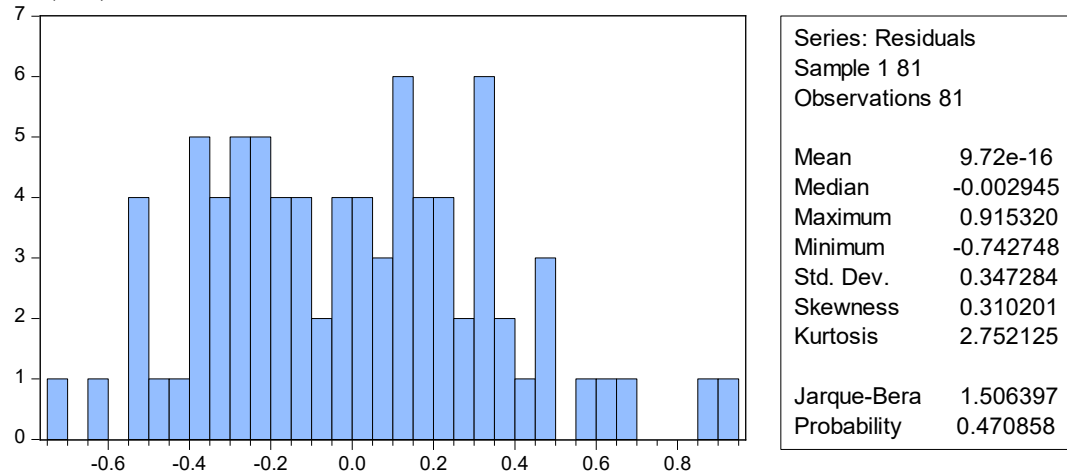
Tabel 4.1 Pemilihan Model Estimasi Data Panel

Pemilihan Model	Probabilitas	Kesimpulan
Chow	$0,000 < 0,05$	Fixed Effect Model
Hausman	$0,0082 < 0,05$	Fixed Effect Model

Berdasarkan Tabel 4.1, maka dapat disimpulkan model estimasi yang digunakan adalah model *fixed effect model* (FEM).

Uji Normalitas

Dalam penelitian ini, uji normalitas terhadap residual dengan menggunakan uji Jarque-Bera (J-B).



Gambar 4.1 Uji Normalitas dengan Uji Jarque-Bera

Perhatikan bahwa berdasarkan Gambar 4.1, diketahui nilai probabilitas dari statistik J-B adalah $0,4708 > \alpha (0,05)$. Hal ini berarti data residual terdistribusi dengan normal.

Uji Multikolinieritas

Tabel 4.2 Uji Multikolinieritas

	X1 UP	X2 DPR	X3 ROE
X1 UP	1.000000	0.156976	0.092066
X2 DPR	0.156976	1.000000	0.761301
X3 ROE	0.092066	0.761301	1.000000

Tidak ada gejala multikolinieritas antar variabel bebas, menurut hasil pengujian multikolinieritas di Tabel 4.2.

Uji Heteroskedastisitas

Tabel 4.3 Uji Heteroskedastisitas dengan Uji Glejser

Heteroskedasticity Test: Glejser			
F-statistic	1.783204	Prob. F(5,75)	0.1266
Obs*R-squared	8.606195	Prob. Chi-Square(5)	0.1258
Scaled explained SS	7.028330	Prob. Chi-Square(5)	0.2185

Berdasarkan hasil uji Heteroskedastisitas dengan uji Glejser pada Tabel 4.3 diketahui nilai signifikansi Obs*R-squared pada *Prob. Chi-Square* adalah $0,1258 > 0,05$, maka disimpulkan tidak terjadi heteroskedastisitas.

Uji Autokorelasi

Tabel 4.4 Uji Autokorelasi dengan Serial Correlation LM

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:			
F-statistic	1.621720	Prob. F(50,25)	0.0958
Obs*R-squared	61.91171	Prob. Chi-Square(50)	0.1203

Uji autokorelasi dengan Uji LM Serial Correlation ditunjukkan pada Tabel 4.4. Nilai signifikansi statistik $Obs \cdot R\text{-squared}$ $0,1203 > \alpha$ (0,05), yang menunjukkan bahwa tidak ada gejala autokorelasi.

Uji Koefisien Determinasi

Tabel 4.5 Uji Koefisien Determinasi

R-squared	0.911715
Adjusted R-squared	0.894585

Berdasarkan Tabel 4.5, variabel ukuran perusahaan, kebijakan dividen, dan profitabilitas dapat menyumbang 89,4 persen variasi variabel kebijakan hutang, dan faktor-faktor lain yang tidak termasuk dalam penelitian ini menyumbang 10,6 persen variasi.

Uji Hipotesis

Uji Serempak (Uji statistic f)

Tabel 4.6 Uji f

F-statistic	53.22325
Prob(F-statistic)	0.000000

Tabel 4.6 menunjukkan bahwa jumlah sampel (n) dari 81 data pengamatan dan jumlah parameter (k) adalah 6, sehingga $df1 = 4 - 1 = 3$; $df2 = n - k = 81 - 4 = 77$, sehingga nilai Fhitung (53,223) lebih besar daripada Ftabel (2,336), dan signifikansi (0,000) lebih rendah daripada α (0,05). Hal ini menunjukkan bahwa kebijakan dividen, profitabilitas, dan ukuran perusahaan sangat memengaruhi kebijakan hutang.

Uji Parsial (Uji statistic t)

Untuk menentukan apakah variable dependen kebijakan hutang, yaitu kebijakan dividen, profitabilitas, dan ukuran perusahaan, secara signifikan dipengaruhi oleh variable independen, uji t dilakukan dengan menggunakan model efek tetap yang direkomendasikan oleh uji Chow dan Hausman.

Tabel 4.7 Uji t

Variable	Coefficient	t-Statistic	Prob.
X1 UP	-0.117120	-1.047376	0.2987
X2 DPR	-0.209975	-1.039622	0.3023
X3 ROE	1.776831	3.289800	0.0016
C	0.351310	0.248618	0.8044

Berdasarkan Tabel 4.7 model estimasi yang digunakan adalah *fixed effect model*, maka model persamaan regresi diperoleh sebagai berikut:

$$Y = 0,351 - 0,117UP - 0,209DPR + 1,776ROE$$

Berdasarkan Tabel 4.7 maka diperoleh dengan (n) = 81, jumlah parameter (k) = 4, $df = (n - k) = 81 - 4 = 77$ maka pada tingkat kesalahan $\alpha = 0,05$, diperoleh t tabel = 1,992, Dapat disimpulkan bahwa dari ketiga variabel independen tersebut yang dapat mempengaruhi terhadap variabel dependen, hanya variabel Profitabilitas yang berpengaruh positif dan signifikan terhadap Kebijakan Hutang, sedangkan variabel lainnya tidak berpengaruh signifikan mempengaruhi Kebijakan Hutang.

Pembahasan

Salah satu cara untuk menunjukkan seberapa besar atau kecil suatu perusahaan adalah dengan mengukur ukurannya. Ukuran ini biasanya dihitung dengan total aset, total penjualan, atau logaritma natural dari total aset. Dalam kajian keuangan, ukuran perusahaan sering digunakan untuk menunjukkan kapasitas operasional, tingkat kematangan bisnis, kemampuan untuk mendapatkan akses ke sumber pendanaan, dan kemampuan untuk menangani risiko bisnis. Jika dibandingkan dengan perusahaan berskala kecil, perusahaan berukuran besar biasanya dianggap memiliki sumber daya yang lebih banyak, sistem manajemen yang lebih kuat, dan kredibilitas yang lebih tinggi. Akibatnya, ukuran perusahaan sering diasumsikan memengaruhi keputusan keuangan yang berbeda, seperti kebijakan hutang.

Ada konflik kepentingan antara manajer sebagai agen dan pemegang saham sebagai prinsipal, yang menjelaskan hubungan antara ukuran perusahaan dan kebijakan hutang. Menurut teori agensi, manajer juga memiliki kepentingan pribadi, seperti menjaga stabilitas posisi, menghindari risiko yang tinggi, dan mempertahankan fleksibilitas perusahaan. Karena struktur organisasi yang lebih kompleks, pemisahan kepemilikan dan pengendalian yang semakin nyata, dan peningkatan asimetri informasi, konflik keagenan cenderung lebih kompleks pada perusahaan yang lebih besar. Karena adanya kewajiban pembayaran bunga dan pokok hutang dapat menekan penggunaan dana secara tidak efisien dan mendorong manajer untuk bekerja lebih disiplin, hutang dapat berfungsi sebagai alat untuk mengontrol perilaku oportunistik manajer dalam situasi seperti ini.

Namun demikian, dari sudut pandang teori agensi yang berbeda, perusahaan besar cenderung memiliki sistem pengawasan internal yang lebih baik, tata kelola yang lebih terstruktur, dan lebih banyak akses ke sumber pendanaan internal. Hal ini memungkinkan perusahaan besar untuk tidak terlalu bergantung pada hutang sebagai alat pengendalian atau sumber pembiayaan. Dengan kata lain, perusahaan yang lebih besar memiliki kemungkinan yang lebih besar untuk memiliki laba ditahan, arus kas yang stabil, dan cadangan dana internal yang cukup untuk membiayai ekspansi dan kebutuhan operasional. Hal ini dapat menjelaskan mengapa ada korelasi negatif antara ukuran perusahaan dan kebijakan hutang, karena perusahaan yang lebih besar cenderung menurunkan proporsi hutangnya karena memiliki alternatif pendanaan yang lebih fleksibel dan berbiaya rendah.

Studi menunjukkan bahwa ukuran bisnis berdampak negatif pada kebijakan hutang, dan bahwa peningkatan ukuran bisnis cenderung mengikuti penurunan penggunaan hutang. Hasil ini secara konseptual menunjukkan bahwa bisnis besar lebih bergantung pada pendanaan internal daripada pendanaan eksternal. Bisnis dengan total aset yang besar biasanya memiliki kemampuan untuk menghasilkan laba yang lebih baik dan mengumpulkan modal internal yang lebih besar, sehingga kebutuhan hutang menjadi lebih kecil. Selain itu, perusahaan besar biasanya lebih berhati-hati saat membuat rencana modal untuk mempertahankan reputasi, peringkat kredit, dan kepercayaan investor. Konsekuensi reputasi yang harus ditanggung apabila terjadi gagal bayar lebih besar untuk perusahaan yang lebih besar, sehingga manajemen dapat membuat kebijakan hutang yang lebih konservatif.

Namun, dampak negatif tersebut tidak signifikan secara statistik, seperti yang ditunjukkan oleh temuan penelitian ini. Ini menunjukkan bahwa, meskipun ukuran bisnis cenderung menurunkan kebijakan hutang, pengaruh tersebut tidak cukup besar untuk menunjukkan bahwa perubahan ukuran bisnis benar-benar menjadi faktor utama dalam keputusan hutang. Dengan demikian, ukuran perusahaan dalam penelitian ini tidak dapat

menjelaskan secara meyakinkan perbedaan kebijakan hutang. Ketidaksignifikanan ini menunjukkan bahwa keputusan perusahaan untuk menggunakan hutang dapat dipengaruhi oleh banyak faktor yang lebih penting, seperti struktur aset, likuiditas, profitabilitas, pertumbuhan bisnis, risiko bisnis, dan kebijakan dividen.

Menurut penelitian yang dilakukan oleh Syafi'i (2011) dan Surya & Rahayuningsih (2012), ukuran perusahaan memiliki dampak positif dan signifikan terhadap kebijakan hutang. Surya & Rahayuningsih (2012) juga menemukan bahwa ukuran perusahaan sangat berpengaruh terhadap struktur modal, terutama dalam hal kemampuan untuk mendapatkan pinjaman. Perusahaan besar lebih mudah memasuki pasar modal, memiliki penilaian kredit yang lebih tinggi dari bank komersial untuk hutang yang diterbitkan, dan membayar tingkat bunga yang lebih rendah pada hutangnya.

Perusahaan membuat keputusan tentang kebijakan dividen, yang menentukan berapa banyak laba yang akan diberikan kepada pemegang saham dalam bentuk dividen dan berapa banyak laba yang akan ditahan untuk membiayai operasional dan investasi di masa mendatang. Salah satu pilihan strategis yang paling penting dalam manajemen keuangan adalah kebijakan dividen. Ini dibuat untuk mengimbangi kepentingan pemegang saham yang mengharapkan pengembalian langsung atas investasinya dengan kebutuhan perusahaan untuk mempertahankan dana internal. Besar kecilnya dividen yang dibagikan menunjukkan bagaimana manajemen mengalokasikan laba; ini mungkin lebih diarahkan untuk memberikan sinyal yang baik kepada investor atau untuk meningkatkan kemampuan pendanaan internal perusahaan.

Dalam teori agensi, konflik kepentingan antara manajer sebagai agen dan pemegang saham sebagai prinsipal menjelaskan hubungan antara kebijakan dividen dan hutang. Teori agensi menyatakan bahwa manajer cenderung mempertahankan sumber daya perusahaan dalam jumlah besar untuk mendukung kepentingan pribadi mereka, meningkatkan fleksibilitas manajer, atau memenuhi tujuan lain. Dalam situasi seperti ini, dividen dapat berfungsi sebagai cara untuk mengurangi aliran uang bebas yang dimiliki manajer. Ini dapat mengurangi kemungkinan tindakan egois manajer. Jumlah dividen yang dibagikan sebanding dengan jumlah dana internal yang tersisa di dalam perusahaan.

Ada dua cara untuk menjelaskan hubungan antara kebijakan hutang dan dividen berdasarkan teori ini. Pendekatan pertama mengatakan bahwa perusahaan yang membagikan dividen tinggi biasanya adalah perusahaan yang memiliki kondisi keuangan yang baik, arus kas yang stabil, dan profitabilitas yang tinggi. Namun, pendekatan kedua mengatakan bahwa perusahaan yang membagikan dividen tinggi biasanya adalah perusahaan yang menggunakan hutang lebih banyak untuk memenuhi kebutuhan pendanaan, sehingga kebijakan dividen harus berkorelasi positif dengan kebijakan hutang. Artinya, bisnis yang mampu membayar dividen lebih cenderung memiliki kapasitas pendanaan internal yang kuat, yang berarti mereka tidak perlu hutang.

Studi menunjukkan bahwa kebijakan dividen memengaruhi kebijakan hutang secara negatif. Hasilnya menunjukkan bahwa semakin besar dividen yang dibagikan suatu perusahaan, semakin rendah kecenderungan perusahaan untuk menggunakan hutang. Secara konseptual, hasil ini menunjukkan bahwa bisnis yang mampu membayarkan dividen memiliki laba yang cukup, berada dalam kondisi keuangan yang sehat, dan tidak terlalu membutuhkan pembiayaan eksternal. Dalam kasus ini, pembayaran dividen berfungsi sebagai petunjuk kekuatan keuangan perusahaan, bukan sebagai faktor yang mendorong peningkatan hutang. Perusahaan yang selalu membagikan dividen juga cenderung berusaha menjaga keuangannya stabil, sehingga manajemen lebih berhati-hati saat menambah kewajiban hutang, yang dapat meningkatkan risiko bisnis.

Namun, hasil penelitian ini juga menunjukkan bahwa dampak negatif tersebut tidak signifikan secara statistik. Ini menunjukkan bahwa, meskipun arah hubungan menunjukkan bahwa peningkatan kebijakan dividen biasanya diikuti oleh penurunan kebijakan hutang, hubungan tersebut tidak cukup kuat untuk menunjukkan bahwa kebijakan dividen secara nyata memengaruhi kebijakan hutang. Dengan kata lain, kebijakan dividen penelitian ini tidak dapat menjelaskan secara meyakinkan perbedaan kebijakan hutang. Ketidaksignifikanan tersebut menunjukkan bahwa bukan hanya jumlah dividen yang dibagikan yang memengaruhi keputusan perusahaan untuk menggunakan hutang; faktor lain seperti profitabilitas, likuiditas, pertumbuhan bisnis, struktur aset, risiko bisnis, dan kebutuhan investasi memengaruhi keputusan perusahaan. Menurut Tarjo & Jogianto (2003), rasio utang tidak dipengaruhi oleh dividen. Kebijakan utang tidak dipengaruhi oleh dividen, menurut Soesetio (2008).

Profitabilitas adalah kemampuan suatu perusahaan untuk menghasilkan keuntungan melalui pemanfaatan seluruh sumber daya yang dimiliki, termasuk aktivitas operasional, aset, dan modal. Profitabilitas adalah salah satu indikator utama dalam kajian manajemen keuangan untuk menilai kinerja perusahaan, karena laba yang dihasilkan mencerminkan seberapa efisien manajemen perusahaan dan seberapa baik manajemen melaksanakan kegiatan operasionalnya. Untuk mengukur profitabilitas, rasio seperti Return on Assets (ROA), Return on Equity (ROE), dan Net Profit Margin (NPM) biasanya digunakan. Rasio-rasio ini menunjukkan sejauh mana perusahaan mampu menghasilkan keuntungan dari aktivitas yang dilakukannya. Ketika perusahaan memiliki tingkat profitabilitas yang lebih tinggi, mereka lebih mampu memenuhi kewajibannya, melakukan ekspansi bisnis, dan menarik kepercayaan investor dan kreditur.

Ada konflik kepentingan antara manajer sebagai agen dan pemegang saham sebagai prinsipal yang membantu memahami hubungan antara kebijakan hutang dan profitabilitas dari sudut pandang teori agensi. Menurut teori agensi, manajer mungkin tidak selalu bertindak demi kepentingan pemegang saham, tetapi mereka juga dapat dipaksa untuk memaksimalkan kepentingan pribadi mereka sendiri, seperti mempertahankan kenyamanan posisi mereka atau memperluas kontrol atas sumber daya perusahaan. Dalam situasi seperti ini, hutang dapat membantu manajer mengendalikan tindakan egois mereka. Kewajiban untuk membayar bunga dan pokok hutang secara berkala akan mendorong manajer bisnis untuk lebih berhati-hati dalam mengelola dana mereka, mengurangi kemungkinan pemborosan dan penggunaan free cash flow yang tidak efisien.

Dalam hal profitabilitas, perusahaan dengan tingkat laba yang tinggi biasanya dianggap memiliki kemampuan yang lebih besar untuk memenuhi kewajiban keuangan mereka. Kondisi ini meningkatkan kepercayaan kreditur terhadap bisnis, yang membuatnya lebih mudah mendapatkan pinjaman. Dalam teori agensi, peningkatan profitabilitas perusahaan juga dapat meningkatkan dana bebas. Potensi konflik keagenan akan meningkat jika dana tersebut tidak diawasi dengan baik. Oleh karena itu, hutang dapat menjadi salah satu cara untuk mengurangi jumlah dana bebas yang dimiliki manajer dan sekaligus memaksa manajemen untuk mengelola bisnis dengan lebih baik dan lebih bertanggung jawab.

Studi yang menunjukkan bahwa profitabilitas memengaruhi kebijakan hutang menunjukkan bahwa perusahaan yang lebih menguntungkan lebih cenderung menggunakan hutang. Hasil ini secara konseptual menunjukkan bahwa bisnis dengan laba tinggi memiliki kemampuan finansial yang lebih baik untuk menanggung hutang. Perusahaan yang menguntungkan dianggap lebih dipercaya oleh kreditur karena memiliki risiko gagal bayar yang lebih rendah. Selain itu, bisnis dengan kinerja laba yang baik

biasanya juga memiliki peluang investasi dan ekspansi yang lebih besar. Akibatnya, kebutuhan pendanaan meningkat dan hutang menjadi pilihan alternatif. Profitabilitas dalam situasi seperti ini menunjukkan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan keuntungan dan kemampuan untuk mendapatkan pembiayaan eksternal.

Pengaruh positif ini juga signifikan secara statistik, yang menunjukkan bahwa profitabilitas memengaruhi kebijakan hutang perusahaan. Signifikansi ini menunjukkan bahwa hubungan antara profitabilitas dan kebijakan hutang memiliki kekuatan penjelasan yang cukup untuk diterapkan pada populasi penelitian, bukan sekadar hubungan yang muncul secara kebetulan dalam sampel penelitian. Oleh karena itu, profitabilitas dapat dianggap sebagai salah satu faktor penting dalam membuat keputusan perusahaan tentang kebijakan hutang mereka. Dalam penelitian ini, temuan menunjukkan bahwa profitabilitas berdampak negatif signifikan terhadap kebijakan hutang. Kajian sebelumnya oleh Sayilgan et al. (2006) dan Heyman et al. (2007), serta Shaheen & Malik (2012) menunjukkan bahwa semakin besar laba yang dihasilkan perusahaan, semakin besar kemungkinan perusahaan untuk menggunakan hutang sebagai sumber pendanaan.

KESIMPULAN

Hasil penelitian menunjukkan bahwa kebijakan dividen berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap kebijakan hutang di pasar modal; profitabilitas berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan hutang di pasar modal; dan ukuran perusahaan berpengaruh negatif dan tidak signifikan. Peneliti menemukan bahwa profitabilitas adalah faktor yang paling banyak memengaruhi kebijakan hutang. Oleh karena itu, perusahaan harus meningkatkan fokusnya pada upaya meningkatkan profitabilitas melalui efisiensi operasional, pengelolaan aset yang efektif, dan rencana bisnis yang dapat meningkatkan keuntungan. Tingkat profitabilitas yang tinggi akan meningkatkan kemampuan perusahaan untuk mendapatkan pendanaan eksternal sekaligus meningkatkan keyakinan kreditur bahwa perusahaan dapat memenuhi kewajibannya. Oleh karena itu, untuk menjaga struktur pendanaan tetap sehat dan terkendali, keputusan tentang penggunaan hutang harus didasarkan pada kapasitas laba perusahaan. Selain itu, bisnis harus membuat kebijakan hutang mereka dengan hati-hati untuk mengurangi risiko keuangan jangka panjang dan meningkatkan akses pinjaman. Hutang yang lebih besar tetap dapat menyebabkan masalah keuangan, meskipun bisnis yang lebih menguntungkan cenderung lebih mampu meminjamkannya. Oleh karena itu, manajemen harus mengimbangi manfaat hutang sebagai sumber pendanaan dengan kemampuan perusahaan untuk secara konsisten membayar bunga dan pokok pinjaman.

DAFTAR PUSTAKA

- Brigham, E.F., Eugene and Houston, F. Joel. 2006. *Fundamentals of Financial Management*. Edisi Kesepuluh Terjemahan Bahasa Indonesia, Buku 1. Jakarta: Salemba Empat.
- Chen, R. Carl, dan Steiner T. 1999. *Managerial Ownership and Agency Conflict: A Non Linear Simultaneous Equation Analysis of Managerial Ownership, Risk Taking, Debt Policy, and Dividend Policy*. *Financial Review*. Vol. 34, 119-137.
- Crutchley, C.E., M.R.H. Jensen, J.S. Jahera Jr., dan J.E. Raymond. 1999. *Agency Problems and The Simultaneity Decision Making The Role of Institutional Ownership*. *International Review of Financial Analysis*. No 8:2.
- Djabid, Abdullah W. 2009. Kebijakan Dividen Dan Struktur Kepemilikan Terhadap Kebijakan Utang: Sebuah Perspektif Agency Theory. *Jurnal Keuangan dan*

- Perbankan, Vol. 13, No.2 Mei 2009, hal. 249 – 259 Terakreditasi SK. No. 167/DIKTI/Kep/2007
- Easterbrook, F., 1984. *Two Agency-Cost Explanations of Dividends*. *American Economic Review*. Vol. 74, p. 650-659.
- Ghozali, I. 2006. Analisis Multivariate Lanjutan Dengan Program SPSS. Semarang: Badan Penerbit: Universitas Diponegoro.
- Ismiyati, Fitri dan Hanafi, Mamduh. 2003. Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Risiko, Kebijakan Hutang dan Kebijakan Dividen ; Analisa Persamaan Simultan. Simposium Nasional Akuntansi VI, Ikatan Akuntansi Indonesia, 260-272.
- Jensen, M. dan W. Meckling. 1976. *Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure*. *Journal of Financial Economics* 3, 305-360
Jakarta: Erlangga.
- Leland, H. and D. Pyle. 1977. *Informational Asymetries, Financial Structure and Financial Intermediation*. *Journal of Finance* 32, p. 371-388.
- Makmun, 2003. Analisa Pengaruh *Insider Ownership*, Dividen, Pertumbuhan dan Profitabilitas Perusahaan terhadap Kebijakan Hutang pada Perusahaan Manufaktur di BEJ. Tesis Universitas Sebelas Maret.
- Mehran, H. 1992. *Executive Incentive Plans, Corporate Control, and Capital Structure*. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 27, 539-560.
- Myers, S. and N. Majluf. 1984. *Corporate Financing and Investment Decisions when Firms have information that Investors do not have*. *Journal of Finance*. Vol. 39, p. 187-221.
- Moh'd, M.A., L.G.Perry., dan J.N. Rimbey. 1998. *The Impact of Ownership Structure on Corporate Debt Policy: A Time-Series Cross-Sectional Analysis*. *Financial Review*. August, Vol.33, 85-99.
- Nisa, Hairun. 2017. Pengaruh Kepemilikan Institusional Dan Leverage Terhadap Kebijakan Dividen Dengan Free Cash Flow Sebagai Variabel Moderasi Pada Perusahaan Manufaktur Di Bei Periode 2011-2015. *Jom Fekon*, Vol. 4 No. 1 (Februari) 2017
- Nguyen, T. D. K. dan Ramachandran. N. 2006. *Capital Structure in Small and Medium Sized Enterprises The Case of Vietnam*. <http://proquest.umi.com>.
- Safitri, Indah dan Asyik, Nur F. 2015. Pengaruh Kepemilikan Institusional dan Free Cash Flow terhadap Kebijakan Hutang. *Jurnal Ilmu dan Riset Akuntansi* Vol. 4, No. 7, Hal. 1-18
- Saunders, A., EStrock., and N.G. Travlos. 1990. *Ownership Structure, Deregulation and Bank Risk Taking*. *Journal of Finance*. 45, No.2.
- Sartono, Agus. 2001. Manajemen Keuangan Teori dan Aplikasi. Edisi Keempat. Yogyakarta: FEUGM.
- Shleifer, A., dan R. Vishny. 1986. *Large Shareholders and Corporate Control*. *Journal of Political Economics* 95, June, 461-488
- Solihah; Euis dan Taswan. 2002. Pengaruh Kebijakan Hutang terhadap Nilai Perusahaan serta Beberapa Faktor yang Mempengaruhinya. *Jurnal bisnis dan Ekonomi*. No. p. 1-18.
- Susila, Ihwan. 2003. Konflik Keagenan dalam Privatisasi BUMN. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*. Vol. 2, No. 1, April 2003, p. 25-36.
- Sugiyono. 2007. *Metode Penelitian Kuantitatif Kualitatif dan R&B*, Alfabeta, Bandung.

Suyatmini, Triyono, dan Wahyuddin, M. 2013. Model Interaksi Struktur Kepemilikan Terhadap Kebijakan Hutang dan Dividen dalam Perspektif Teori Keagenan Pada Perusahaan Manufaktur Go Publik di Indonesia. *Jurnal Pendidikan Ilmu Sosial*, Vol. 23, No. 1, Juni 2013: 15-31.