

**FAKTOR INTERNAL DAN EKSTERNAL YANG BERPENGARUH TERHADAP  
KEBIJAKAN HUTANG DAN NILAI PERUSAHAAN  
(Studi Empiris pada Perusahaan BUMN Non Bank Yang Go-Public di Bursa Efek  
Indonesia)**

**Rinaldi Yonnia Firmansyah, Made Sudarma, Yeney Widia P**

Department of Accounting, Faculty of Economics And Business, Brawijaya University, Indonesia

---

**ABSTRACT**

The purpose of research is analyzing the effect of internal factors and external factors to debt policy and to examine the effect of debt policy to corporate values. This research used the State-Owned Enterprises non bank which is listed in Indonesia stock exchange started the year 2007-2014 with total 10 Companies. Selection sample based on purposive sampling method with the purpose to get sample according to research aim. Based on the certain criteria which are assigned, so we get data pooling with analyze units 80. The analytical technique was multiple regressions. The research results show that external factors which are proxied by inflation rates, gross domestic product, interest rate, foreign exchange rate and crude oil prices has significant effect to debt policy. However, Internal factors which are proxied by profitability, corporate size, corporate growth and external factors which is proxied by composite stocks price index has no effect to debt policy. This research has also proved the debt policy has significant to corporate values. State-Owned Enterprises in taking policy on debt is influenced by external factors. The decision to use debt as source of funding will increase corporate value, its appropriate with trade off theory.

**Keywords** : trade off theory, internal factors, external factors, debt policy and corporate values.

**Correspondence to** : Inalak06@gmail.com

**ABSTRAK**

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh faktor internal dan faktor eksternal terhadap kebijakan hutang dan menguji pengaruh kebijakan hutang terhadap nilai perusahaan. Penelitian ini menggunakan sample perusahaan BUMN non bank yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia mulai tahun 2007-2014 dengan total 10 perusahaan. Pemilihan sample dilakukan berdasarkan metode purposive sampling dengan tujuan untuk mendapatkan sample yang sesuai dengan tujuan penelitian. Berdasarkan kriteria tertentu yang telah ditetapkan, sehingga didapatkan pooling data dengan unit analisis 80. Teknik analisis yang digunakan adalah regresi berganda. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa faktor eksternal yang diproksikan oleh tingkat inflasi, produk domestik bruto, tingkat suku bunga, nilai tukar valuta asing, harga minyak mentah berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Berikutnya, faktor internal yang diproksikan profitabilitas, ukuran perusahaan, pertumbuhan perusahaan dan faktor eksternal yang diproksikan indeks saham gabungan tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Penelitian ini juga berhasil membuktikan bahwa kebijakan hutang berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Perusahaan BUMN dalam mengambil kebijakan terkait hutang sangat dipengaruhi oleh faktor eksternal. Keputusan

penggunaan hutang sebagai sumber pendanaan akan meningkatkan nilai perusahaan, hal ini sesuai dengan trade off theory.

**Kata kunci** : Trade off Theory, faktor internal, faktor eksternal, kebijakan hutang, nilai perusahaan.

**Korespondensi** : Inalak06@gmail.com

---

## PENDAHULUAN / INTRODUCTION

Perusahaan dalam menjalankan aktivitas bisnisnya memerlukan pembiayaan dari segi operasional dan investasi, pembiayaan tersebut memerlukan pendanaan yang didapat perusahaan dari internal perusahaan yaitu berasal dari laba ditahan dan dari eksternal perusahaan melalui hutang dan modal saham. Keputusan pendanaan tersebut diambil, tidak terlepas dengan permasalahan risiko yang tidak dapat dipastikan dimasa yang akan datang, sehingga memerlukan analisis baik dari kondisi internal perusahaan dan faktor fundamental makroekonomi.

Tujuan mengenai pendanaan untuk membiayai aktivitas bisnis perusahaan tersebut untuk dapat meningkatkan kekayaan dari pemegang saham, dengan harapan bahwa pengembalian atas aktivitas tersebut memberikan benefit dimasa yang akan datang.

Dalam teori keagenan terdapat hubungan antara pihak prinsipal dan agen, Pihak principal (shareholders) memperkerjakan pihak agen (manajer) untuk mampu meningkatkan kekayaannya berupa peningkatan nilai perusahaan yang tercermin dalam nilai saham dan *cash* dividen yang dibagikan (Eriotis, *et al.*, 2007). Kebijakan yang diambil oleh manajer dalam hal pendanaan, untuk mencukupi aktivitas pengeluaran operasi dan investasi perusahaan diharapkan mampu untuk memberikan peningkatan kekayaan bagi prinsipal atau agar keberlangsungan hidup perusahaan terjaga.

Pengambilan keputusan atas kebijakan terkait pendanaan melalui hutang perlu mempertimbangkan faktor internal dan faktor

eksternal perusahaan. Faktor internal yang perlu dipertimbangkan antara lain mengenai kinerja keuangan perusahaan yang tercermin dari laba perusahaan dan manajemen *cash flow*. Besarnya Investasi juga mempengaruhi kebijakan pendanaan yang akan dilakukan oleh manajemen, apakah akan dibiayai cukup dari internal atau dari eksternal perusahaan, berapa lama tingkat pengembalian atas investasi tersebut, jika investasi dibiayai dari internal yaitu laba ditahan, apakah *cash flow* perusahaan mampu untuk menutupi aspek pembiayaan lainnya. Sedangkan, jika investasi tersebut dibiayai dari eksternal yaitu hutang, apakah tingkat pengembalian atas investasi tersebut mampu memberikan *return* ataupun penghematan pajak yang lebih besar jika dibandingkan dengan beban bunga yang harus dibayar oleh manajemen.

Analisis mengenai faktor internal dan eksternal sebelum manajemen memutuskan untuk mengambil sumber pendanaan penting untuk dilakukan. Keputusan mengenai faktor internal lebih kepada bagaimana kondisi keuangan perusahaan dan skala prioritas atas investasi yang dilakukan, sedangkan faktor eksternal lebih kepada kondisi-kondisi diluar kemampuan perusahaan untuk mengendalikannya.

Faktor internal dalam penelitian ini terdiri atas variabel profitabilitas, ukuran perusahaan dan pertumbuhan perusahaan yang merupakan replikasi dan kombinasi dari penelitian (Sudarma, 2004) dan (Jong, *et al.*, 2007). Faktor eksternal dalam penelitian ini terdiri atas variabel tingkat

inflasi, produk domestik bruto, IHSG, tingkat suku bunga, nilai tukar valuta asing dan harga minyak yang merupakan replikasi dan kombinasi dari penelitian (Rivai, 2011), (Milles & Scott, 2005), (Dong, 2011) dan (Burger, *et al.*, 2010).

Penelitian ini menggunakan obyek penelitian perusahaan BUMN non Bank dengan pertimbangan agar memiliki perbedaan dengan penelitian sebelumnya, selain itu sejalan dengan pemilihan variabel faktor eksternal yang lebih banyak dari pada faktor internal dan juga aspek kebijakan dalam pengambilan keputusan terkait pendanaan yang memiliki perbedaan dengan perusahaan lain pada umumnya. Dalam perusahaan BUMN kebijakan tentang pendanaan dibatasi dengan adanya peraturan perundang-undangan. peraturan-peraturan tersebut antara lain Undang-Undang no. 40 Tahun 2007 mengenai Perseroan Terbatas, Undang-Undang No. 8 Tahun 1995 mengenai Pasar Modal, Undang-Undang No.19 Tahun 2003 mengenai Badan Usaha Milik Negara, Peraturan Pemerintah No. 44 Tahun 2005 mengenai Tata Cara Penyertaan dan Penatausahaan Modal Negara pada Badan Usaha Milik Negara dan Perseroan Terbatas dan Peraturan Pemerintah No. 59 Tahun 2009 mengenai perubahan atas Peraturan Pemerintah No. 33 Tahun 2005 tentang Tata Cara Privatisasi Perusahaan Perseroan.

Selain itu, investasi yang dilakukan oleh perusahaan BUMN tidak semuanya memfokuskan terhadap tingkat pengembalian atas investasi yang dilakukan, ada juga aspek *mandatory* dari pemerintah yang mengharuskan BUMN untuk melaksanakan program investasi tersebut agar sejalan dengan program yang dilakukan oleh pemerintah, yang tidak memiliki tingkat pengembalian secara langsung atas investasi yang dilakukan oleh perusahaan. sehingga berpengaruh terhadap strategi kebijakan yang akan dilakukan oleh perusahaan kedepan dalam mencukupi kebutuhan pendanaannya.

Oleh karena pertimbangan tersebut, penelitian ini memfokuskan pada aspek pendanaan melalui hutang yang dikemas dalam sebuah judul “**Faktor Intern dan Faktor Ekstern yang berpengaruh Terhadap Kebijakan Hutang dan Nilai Perusahaan (Study Empiris pada perusahaan BUMN Non Bank yang Go-Public di BEI)**”.

## TINJAUAN PUSTAKA

### Fungsi Manajemen

Sudarma (2004) mengatakan bahwa keputusan dibidang keuangan pada prinsipnya menyangkut tiga hal, yaitu keputusan investasi (*investment decision*), keputusan pemenuhan kebutuhan dana (*financing decision*), dan keputusan pendistribusian laba (*distribution decision*). Manager keuangan, dalam menentukan berapa banyak investasi yang akan dilakukan dan pada jenis aset apa saja disebut keputusan investasi dan keputusan yang diambil oleh perusahaan dalam menentukan bagaimana memperoleh dana untuk membiayai investasi tersebut dinamakan keputusan pembiayaan.

Atas dasar kedua keputusan ini, diharapkan perusahaan akan memberikan kontribusi terkait peningkatan atas laba bersih perusahaan, dimana laba bersih perusahaan tersebut yang nantinya juga akan mempengaruhi keputusan perusahaan terkait dividen atau terkait dengan pembiayaan investasi tersebut sehingga diharapkan akan mampu meningkatkan nilai perusahaan. Namun dalam beberapa perusahaan milik pemerintah (BUMN) terkait keputusan investasi, didasarkan atas beberapa pertimbangan, selain diharapkan memberikan kontribusi berupa laba bersih perusahaan antara lain, pemenuhan akan pelayanan (*level of service*) dan pemenuhan akan fungsi-fungsi yang disyaratkan (*level of requirement*). Oleh karena itu, perusahaan milik pemerintah tidak selalu fokus terhadap peningkatan nilai perusahaan tersebut.

### Keputusan Pendanaan

Wijaya., *et al* (2010) mengatakan bahwa struktur pendanaan adalah seluruh bagian yang terdapat pada sisi sebelah kanan posisi keuangan perusahaan, sedangkan struktur modal adalah campuran dari sumber dana jangka panjang yang digunakan perusahaan untuk membiayai aktivitasnya. Struktur keuangan perusahaan merupakan komposisi dari keputusan pendanaan yang meliputi hutang jangka pendek, hutang jangka panjang, modal sendiri dan modal dari eksternal, masing-masing sumber pendanaan tersebut memiliki kelebihan dan kekurangan yang berbeda-beda.

Sebelum memutuskan untuk memperoleh pendanaan dari berbagai struktur modal tersebut, perusahaan dapat melakukan kajian struktur modal mana yang dapat memberikan manfaat lebih dari biaya yang dikeluarkan. Tujuan dari manajemen struktur modal adalah memadukan padankan sumber dana permanen yang digunakan oleh perusahaan dengan cara memaksimalkan harga saham perusahaan dan meminimumkan biaya modal perusahaan (*cost of capital*), serta menyeimbangkan antara risiko dan tingkat pengembalian.

Risiko bisnis dipengaruhi oleh beberapa faktor yaitu: sensitifitas permintaan, harga jual, harga input, *operating leverage*, tingkat persaingan, diversifikasi produk, prospek pertumbuhan dan ukuran perusahaan.

Risiko pasar merupakan risiko yang terjadi di luar kegiatan perusahaan yang tidak dapat diantisipasi oleh perusahaan, faktor yang menyebabkan terjadinya risiko pasar adalah inflasi, resesi, fluktuasi nilai tukar dan harga minyak. Hal tersebut sangat tergantung terhadap kondisi permintaan dan penawaran atas suatu barang atau jasa. (Sudarma, 2004) mengatakan bahwa risiko pasar diukur kepekaannya dengan koefisien beta, semakin peka perubahannya semakin tinggi beta faktor tersebut.

Risiko keuangan adalah risiko dimana suatu perusahaan dalam melaksanakan aktivitas

bisnisnya tidak terlepas dengan adanya aspek pembiayaan perusahaan baik untuk aktivitas operasional, Investasi ataupun untuk membiayai bunga atas hutang. Dana yang digunakan perusahaan untuk membiayai aktivitas tersebut berasal dari internal ataupun dari eksternal, pendanaan internal tersebut akan memiliki risiko likuiditas perusahaan dikarenakan pendanaan internal sangat tergantung kepada aktivitas operasional yang dilakukan perusahaan. Sedangkan pendanaan eksternal memiliki risiko berkurangnya dividen kepada pemegang saham atas tambahan biaya berupa bunga yang harus dibayar ataupun prosentase kepemilikan saham.

### Teori Keagenan (*Agency Theory*)

Hubungan keagenan muncul ketika salah satu atau lebih individu (*Prinsipal*) menggaji individu lain (agen atau karyawan) untuk bertindak atas namanya, mendelegasikan kekuasaan untuk membuat keputusan kepada agen dan karyawannya. Dalam konteks manajemen keuangan, hubungan ini muncul antara pemegang saham (*shareholders*) dengan para manager dan antara pemegang saham dengan kreditor (*bondholders*).

Kepentingan yang berbeda antara pihak *agent* dan *principle*, dimana berbagai pihak tersebut memiliki kepentingan masing-masing untuk mencapai tujuan akan menimbulkan yang dinamakan permasalahan keagenan. Permasalahan keagenan tersebut akan menimbulkan biaya keagenan.

Kaitannya teori keagenan dengan penelitian ini terdapat pada, keputusan pendanaan yang diambil oleh pihak manajemen (*agent*) apakah akan memberikan tambahan kekayaan bagi pemegang saham (*principle*) atau meningkatkan nilai perusahaan atau justru memberikan benefit lebih kepada manajemen atas adanya *free cash flow* jika perusahaan memutuskan berhutang. Permasalahan seperti ini dalam kaitannya dengan teori keagenan akan menimbulkan yang disebut *agency problem*.

### **Pecking Order Theory (POT)**

Myers & Majluf (1983) dalam Frank & Goyal (2003) menyatakan bahwa urutan pendanaan dimulai dari laba perusahaan, hutang dan kemudian saham. Asumsi yang mendasar pernyataan tersebut antara lain (1) Perusahaan lebih mengutamakan dana internal karena dirasa paling murah. (2) Perusahaan berupaya menyesuaikan target *dividend payout ratio* terhadap peluang investasinya. Namun demikian, perusahaan berupaya menghindari perubahan pembayaran dividennya secara drastis. (3) Kebijakan dividen yang ketat ditambah dengan fluktuasi profitabilitas dan adanya peluang investasi yang tidak terduga, mengakibatkan sumber dana internal (dari hasil operasi perusahaan), mungkin melebihi atau bahkan kurang dari kebutuhan investasi. Karena itu jika sumber dana internal ternyata lebih kecil dari kebutuhan investasinya, maka perusahaan akan menggunakan saldo kas atau menjual portofolio surat-surat berharga yang dimiliki. (4) Apabila pendanaan dari luar diperlukan, maka perusahaan akan menerbitkan sekuritas yang paling aman, yaitu pertama-tama dengan menerbitkan obligasi, kemudian diikuti dengan penerbitan sekuritas yang berkarakteristik opsi (seperti obligasi konversi). Bilamana hal ini dirasa masih belum mencukupi, barulah pihak perusahaan menerbitkan saham.

Sudarma (2004) mengatakan bahwa dalam teori *pecking order* menjelaskan bahwa hanya ada dua jenis modal sendiri, yaitu internal dan eksternal. Modal sendiri yang berasal dari dalam perusahaan lebih disukai dari modal sendiri dari luar perusahaan, dengan kata lain bahwa jika perusahaan-perusahaan yang meminjam dana dalam jumlah yang sedikit, bukanlah karena mereka mempunyai target *debt to equity* yang rendah, melainkan karena mereka memerlukan *external financing* yang sedikit, sebagai konsekuensi dari tersedianya dana internal yang cukup. Sebaliknya bagi perusahaan-perusahaan

yang kurang *profitable* akan cenderung mempunyai hutang yang lebih besar karena dua alasan, yaitu dana internal yang tidak mencukupi dan hutang merupakan sumber dana eksternal yang lebih disukai.

Dana internal lebih disukai dikarenakan beberapa hal, perusahaan tidak sedang dalam perencanaan investasi yang besar, sehingga penggunaan dana internal dirasa mampu untuk mencukupinya, kedua investor beranggapan bahwa dengan kondisi seperti itu penggunaan dana internal tidak akan mengurangi dividen yang dibayarkan kepadanya. kedua penggunaan dana eksternal melalui hutang lebih disukai daripada melalui saham baru dikarenakan, investor beranggapan bahwa dengan melakukan pendanaan melalui hutang maka biaya yang dikeluarkan investor terhadap permasalahan keagenan jauh lebih besar daripada biaya atas bunga hutang, dimana jika perusahaan berhutang pengawasan akan diversifikasikan secara langsung ataupun tidak langsung kepada kreditur.

### **Trade Off Theory (TOT)**

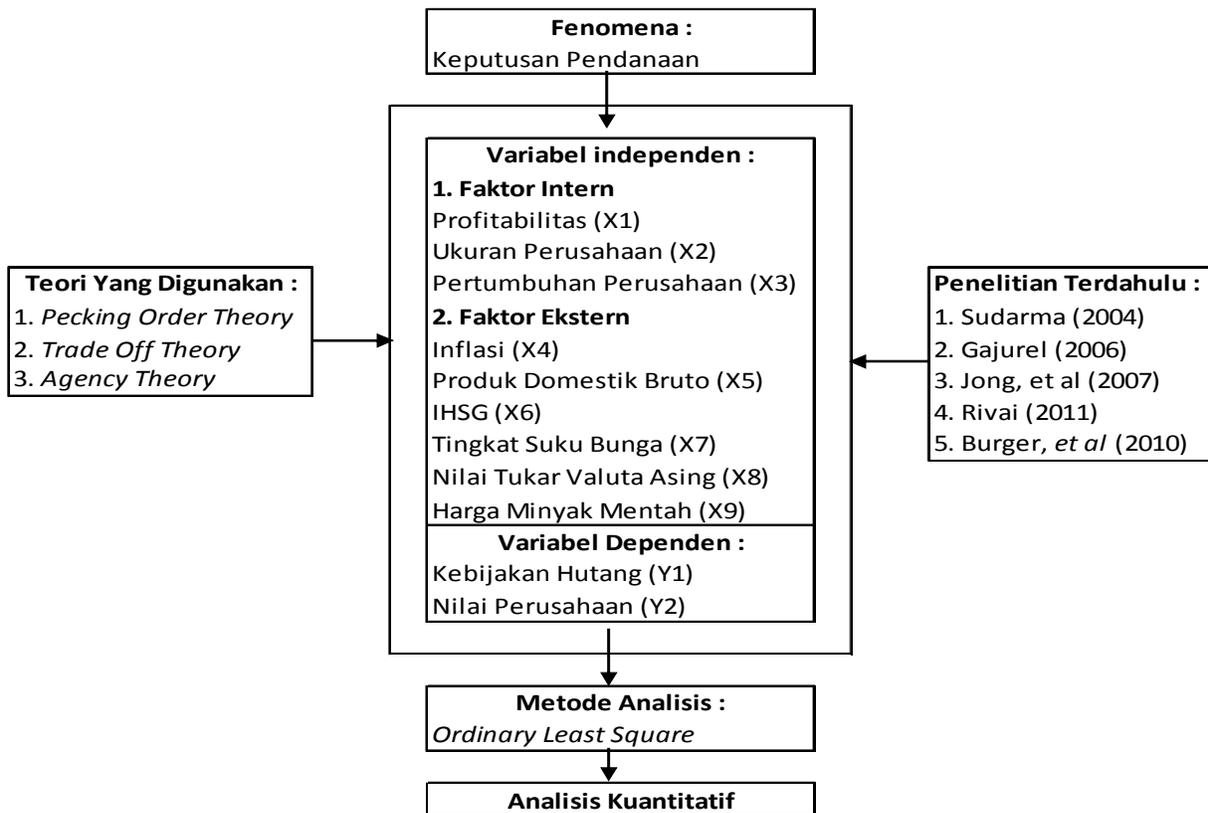
Sudarma (2004) mengatakan bahwa dengan menggunakan asumsi yang cukup ketat yaitu risiko perusahaan dapat diukur, semua investor memiliki estimasi yang sama terhadap kinerja keuangan perusahaan dimasa yang akan datang dan tidak ada pajak perusahaan, sehingga penggunaan hutang sebagai sumber pendanaan tidak akan mempengaruhi nilai perusahaan. Dari pernyataan tersebut penggunaan hutang sebagai sumber pendanaan hanya sebatas pada pemenuhan kebutuhan kas perusahaan, jika laba ditahan untuk mencukupi kebutuhan pembiayaan operasional dan investasi tidak mampu untuk dipeenuhi, penggunaan hutang tersebut tidak memberikan kontribusi atas peningkatan kekayaan bagi pemegang saham.

Dalam kondisi ideal, asumsi atas risiko selalu ada dan sulit untuk diukur dengan pasti, kondisi

kinerja keuangan tidak dapat diprediksi kewajiban atas pajak kepada Negara, sehingga dengan menggunakan hutang sebagai sumber pendanaan akan memberikan peningkatan nilai perusahaan atas adanya pembayaran beban bunga yang memberikan penghematan atas pajak yang dibayar.

Eriotis, *et al* (2007) mengatakan bahwa efektif atau tidaknya manajer dalam mengelola

dan perusahaan memiliki keuangannya dengan membuat keputusan mengenai struktur pembiayaan yang diambil dengan tidak mempertimbangkan berbagai aspek dan risikonya akan membuat perusahaan dalam kondisi *financial distress* atau bahkan bangkrut.



Gambar 1 Kerangka Berpikir

**HIPOTESIS PENELITIAN**

**Profitabilitas**

Profitabilitas menunjukkan seberapa besar perusahaan dapat menghasilkan keuntungan atas kegiatan usahanya dalam satu periode. Teori *agency* menganggap bahwa peningkatan laba perusahaan tersebut dimungkinkan akan memberikan peningkatan tambahan kekayaan bagi investor berupa *cash dividend*(Mardiati. *Et*

*al*, 2012). Sehingga, ketika keputusan pendanaan hutang diambil, maka akan mengurangi dividen yang diberikan kepada investor atas biaya bunga yang mengurangi laba perusahaan. Sedangkan dalam teori *pecking order* urutan pendanaan selalu dimulai dari laba ditahan kemudian baru hutang usaha. Sehingga ketika terjadi peningkatan atas rasio profitabilitas tersebut diharapkan perusahaan agar mengoptimalkan

penggunaan dana internal untuk mencukupi modal kerjanya.

Sudarma (2004) mengatakan bahwa terdapat hubungan yang negatif antara profitabilitas dan rasio hutangnya, semakin besar laba perusahaan akan memperbesar laba ditahan perusahaan dan mengurangi proporsi penggunaan hutang dalam struktur modal. Penelitian yang dilakukan oleh Yenieatie dan N. Destriana (2010) mengatakan bahwa Profitabilitas berpengaruh negatif terhadap Kebijakan Hutang, Sehingga didapat konsistensi antara teori yang melandasi dengan beberapa penelitian terdahulu yang telah dilakukan, bahwa semakin tinggi kemampuan perusahaan dalam menghasilkan labanya maka kemungkinan perusahaan untuk mendapatkan sumber pendanaan melalui hutang akan semakin berkurang.

H<sub>1</sub>: *Profitabilitas* berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang.

### Ukuran Perusahaan

Ukuran perusahaan digambarkan dengan total asset yang dimiliki perusahaan dan diharapkan untuk memperoleh keuntungan dimasa yang akan datang, selain itu aset perusahaan digunakan sebagai jaminan atas hutang yang dilakukan oleh perusahaan. Semakin besar ukuran perusahaan maka pengeluaran perusahaan juga semakin besar.

Dalam *agency theory*, permasalahan keagenan muncul ketika terjadi perbedaan kepentingan antara pihak prinsipal dan agen, semakin besar perusahaan maka permasalahan keagenan akan semakin besar. Dan semakin besar permasalahan keagenan tersebut maka akan semakin besar pula biaya keagenan untuk mengatasi permasalahan tersebut. Salah satu cara untuk mereduksi biaya keagenan tersebut yaitu dengan melakukan diversifikasi pengawasan. Dengan melakukan kontrak kerja dengan pihak kreditur, maka proses pengawasan juga akan

melibatkan pihak kreditur dalam pembayaran hutang perusahaan kepada pihak kreditur.

Berdasarkan teori *pecking order* maka jika laba ditahan tidak mampu untuk mencukupi pengeluaran perusahaan maka langkah berikutnya yaitu mencukupinya dengan hutang. Karena semakin besar perusahaan maka semakin besar pula biaya yang ditanggung perusahaan. penggunaan laba ditahan untuk mencukupi modal kerja operasi dan investasi terbatas, sehingga alternatif pendanaan berikutnya adalah melalui hutang.

Mulianti (2010) mengatakan bahwa terdapat hubungan positif dan signifikan antara ukuran perusahaan dengan hutang, hal ini dikarenakan semakin besar ukuran perusahaan maka kebutuhan akan dana juga akan semakin besar yang salah satunya didapat dari hutang. Sehingga didapat konsistensi antara teori dengan beberapa penelitian yang telah dilakukan. Sedangkan Menurut Kesuma (2009) ukuran perusahaan mempunyai pengaruh negatif terhadap harga saham, semakin besar ukuran perusahaan yang diprosikan dengan nilai asetnya, tidak sejalan dengan peningkatan ekuitas yang proksikan dengan harga sahamnya, sehingga kemungkinan perusahaan membiayai modal kerjanya melalui hutang.

H<sub>2</sub>: Ukuran Perusahaan berpengaruh Positif terhadap kebijakan hutang.

### Pertumbuhan Perusahaan

Pertumbuhan perusahaan merupakan penambahan kekayaan perusahaan dibandingkan dengan tahun sebelumnya yang tercermin dari nilai asetnya, penambahan nilai aset tersebut kemungkinan bisa diakibatkan dari kinerja perusahaan yang semakin baik ataupun bertambahnya nilai investasi yang dilakukan perusahaan.

Menurut teori *agency* bertambahnya nilai aset perusahaan yang disebabkan meningkatnya laba perusahaan berarti kinerja perusahaan dalam hal

ini kinerja agen sebagai konduktor semakin baik, sehingga principal akan mengeluarkan *cost of capital* berupa reward (bonus) terhadap kinerja manajemen tersebut. *Cost of capital* yang dikeluarkan tentunya tidak sebesar penambahan kekayaan perusahaan tersebut, karena akan mengurangi jumlah dividen yang diterima pihak principal dan tentu saja tidak akan menambah hutangnya karena akan semakin membebani perusahaan berupa biaya bunga atas hutang perusahaan. Dalam teori *pecking order* penambahan kekayaan perusahaan atas peningkatan laba tersebut tentunya akan menambahkan *cash in flow* perusahaan, sehingga *cash in flow* tersebut dapat digunakan sebagai modal kerja atau dapat juga untuk membayar hutang perusahaan.

Jong, *et al* (2007) mengatakan bahwa terdapat hubungan negatif dan signifikan antara pertumbuhan perusahaan dengan hutang, hal ini dikarenakan perusahaan yang memiliki peluang bertumbuh yang baik dimasa yang akan datang akan tetap menjaga hutangnya tetap kecil, hal ini dikarenakan investor tidak menginginkan memindahkan kekayaannya ke kreditur.

Eriotis, *et al* (2007) mengatakan bahwa terdapat hubungan negatif dan signifikan antara pertumbuhan perusahaan dengan hutang, hal ini dikarenakan perusahaan yang memiliki tingkat pertumbuhan yang tinggi memiliki berbagai variasi dalam mendapatkan pendapatannya, dengan kata lain dapat diinterpretasikan dengan tingginya tingkat risiko, dan semakin mahal biaya yang dikeluarkan perusahaan untuk mendapatkan hutang dari kreditur.

H<sub>3</sub>: Pertumbuhan Perusahaan berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang.

### Inflasi

Inflasi merupakan faktor fundamental dari indikator makroekonomi yang menggambarkan kondisi ekonomi yang kurang sehat, karena harga-harga barang secara umum meningkat

sehingga melemahkan daya beli masyarakat dalam beberapa periode tertentu.

Hal tersebut sesuai dengan teori *pecking order*, dimana penggunaan laba internal merupakan sumber dana paling murah. Peningkatan inflasi akan mengakibatkan peningkatan biaya operasional perusahaan, sehingga akan menurunkan laba perusahaan. dalam kondisi seperti ini perusahaan sebaiknya lebih mengoptimalkan pendanaan yang ada.

Rivai (2011) mengatakan bahwa terdapat pengaruh negatif dan signifikan antara tingkat inflasi dengan hutang, hal ini dikarenakan semakin tingginya tingkat inflasi di Indonesia pada periode tertentu, maka tingkat suku bunga akan mengalami peningkatan, sehingga perusahaan akan mengurangi komposisi pinjaman berbunga melalui pihak kreditur dan lebih mengutamakan untuk menggunakan dana internal perusahaan terlebih dahulu.

H<sub>4</sub>: Tingkat Inflasi berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang.

### Produk Domestik Bruto (PDB)

PDB atau GDP (*Gross Domestic Product*) merupakan pengukuran yang paling luas dari total output barang dan jasa suatu negara. PDB merupakan penjumlahan dari Konsumsi, Investasi Bruto, Pembelanjaan pemerintah atas barang dan jasa serta ekspor yang dihasilkan dalam suatu negara dalam satu tahun tertentu. Pertumbuhan PDB juga akan berdampak terhadap pertumbuhan ekonomi dalam suatu wilayah atau negara. Pertumbuhan ekonomi bagi investor dan calon investor akan digunakan sebagai pertimbangan dalam melakukan investasi, karena pertumbuhan ekonomi dapat berpotensi untuk meningkatkan atau menurunkan kinerja pasar modal. Pertumbuhan ekonomi yang tinggi menggambarkan peningkatan daya beli masyarakat. Meningkatnya daya beli masyarakat akan memacu kegiatan atau transaksi ekonomi

meningkat, dan hal ini merupakan *signal* positif bagi perusahaan untuk meningkatkan kegiatannya.

Hal tersebut sesuai dengan teori *agency* dan teori *pecking order*, pertumbuhan PDB akan memberikan gairah bagi kinerja perusahaan. peningkatan kinerja perusahaan tersebut tercermin dalam laba perusahaan, dalam teori *agency* untuk mengurangi biaya *agency*, principal akan memberikan insentif berupa bonus jika manajemen memenuhi target-target yang ditetapkan oleh prinsipal sehingga berdampak terhadap peningkatan kekayaan investor. Sehingga penggunaan hutang akan mengurangi bonus bagi manajemen dan kekayaan bagi principal.

Rivai (2011) mengatakan bahwa terdapat pengaruh negatif dan signifikan antara PDB dengan hutang, hal ini dikarenakan semakin tinggi peningkatan PDB maka dapat dikatakan bahwa kondisi perekonomian dalam keadaan baik, sehingga akan menyebabkan bergairahnya kegiatan perusahaan yang berdampak pada laba perusahaan, dan mengurangi bunga pinjaman. Maka perusahaan pada akhirnya akan memilih untuk menggunakan dana internal dibandingkan dengan meminjam dana dari pihak kreditur.

H<sub>5</sub>: PDB berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang.

### Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG)

Pasar modal mempunyai indikator indeks harga saham yang menjadi pintu gerbang sekaligus barometer utama untuk para investor dalam mengambil keputusan strategik (Miles & Scott, 2005). Menurutnya perhitungan terhadap indeks harga saham dapat dilakukan dengan berbagai metode. Yang umum digunakan adalah perhitungan Indeks Harga Saham Gabungan, dimana indeks tersebut merupakan indeks komposit dari seluruh saham yang tercatat di BEI.

Sedangkan menurut Pangeran (2010) perusahaan lebih mungkin untuk menerbitkan ekuitas setelah kinerja pasar ekuitas atau pasar modal menguntungkan, yang ditandai dengan meningkatnya indeks harga saham gabungan. Dengan demikian seiring dengan meningkatnya IHSG kemungkinan perusahaan untuk menambah struktur modalnya adalah melalui penerbitan saham bukan melalui hutang.

Rivai (2011) menyatakan bahwa perusahaan akan melakukan penerbitan saham pada saat harga saham mengalami peningkatan. Perusahaan akan memanfaatkan momen peningkatan harga yang menyebabkan harga saham pada kelompok industri tersebut mengalami *overvalued*. Peningkatan harga saham membuat *replacement cost of capital* akan menjadi lebih murah sehingga akan mendorong perusahaan meningkatkan investasi melalui penerbitan saham. Oleh karena itu, peningkatan harga saham berbanding terbalik dengan *leverage*.

H<sub>6</sub>: IHSG akan berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang.

### Tingkat Suku Bunga (*Interest Rate*)

Tingkat bunga merupakan konsekuensi atas setiap aktivitas pendanaan yang dilakukan perusahaan, bagi pihak *funding* (simpanan) bunga merupakan keuntungan atas dana yang ditempatkan, sedangkan bagi pihak *lending* (pinjaman) bunga merupakan tambahan pembayaran atas dana yang di pinjam.

Sudiyatno (2010) mengatakan bahwa tingkat suku bunga di Indonesia ditetapkan oleh bank pemerintah dalam hal ini bank Indonesia secara periodik yang dapat mempengaruhi kebijakan investasi, tingkat bunga *lending* dan tingkat bunga *funding* perbankan secara umum. Dimana ketika tingkat suku bunga naik akan berpengaruh terhadap tingkat bunga simpanan ataupun pinjaman dan menurunkan investasi.

Dari hal tersebut diatas teori yang sesuai yaitu teori *pecking order* dimana ketika tingkat suku bunga naik, akan mengakibatkan meningkatnya tingkat bunga pinjaman yang berdampak terhadap keputusan pendanaan perusahaan melalui hutang, karena peningkatan tingkat bunga tersebut akan meningkatkan beban dan menurunkan laba perusahaan.

H<sub>7</sub>: Tingkat suku bunga berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang.

### Nilai Tukar Valuta Asing (*Exchange Rate*)

Nilai tukar mata uang lokal yaitu rupiah terhadap mata uang asing yaitu US Dollar terjadi dikarenakan terdapat aktivitas perdagangan yang melibatkan Negara Indonesia dengan Negara lain yang menggunakan mata uang US Dollar dalam aktivitas transaksi. Menguatnya mata uang rupiah terhadap US Dollar terjadi, jika terdapat permintaan lebih atau banyaknya transaksi yang menggunakan mata uang rupiah, begitu juga sebaliknya.

Meningkatnya mata uang US Dollar terhadap mata uang rupiah akan mengakibatkan meningkatnya biaya operasional perusahaan di Indonesia, hal ini terjadi jika aktivitas bisnis perusahaan dibayarkan dalam kedua mata uang tersebut ataupun kegiatan perusahaan banyak didominasi oleh kegiatan ekspor impor. Jika perusahaan memiliki hutang dalam bentuk mata uang asing atau US Dollar maka juga akan meningkatkan beban perusahaan dikarenakan bunga yang harus dibayar oleh perusahaan.

Hal ini sesuai dengan teori *pecking order*, jika kondisi tersebut diatas terjadi, maka penggunaan dana internal untuk mencukupi modal kerja perusahaan lebih baik dilakukan dari pada menggunakan dana eksternal.

Menurut Kewal (2012) semakin menguatnya kurs Rupiah terhadap US Dollar maka akan semakin meningkatkan nilai IHSG, Semakin menguatnya nilai IHSG maka akan menyebabkan menguatnya sumber pendanaan

dan menurunkan hutangnya, hal ini sejalan dengan penelitian Dong (2011) mengatakan bahwa "*Exchange rate between New Zealand Dollars to US Dollars have a significant negative relationship with change in long term debt ratio*", hal ini disebabkan bahwa LPTs (*listed property trust*) di New Zealand sangat mengapresiasi atas perubahan nilai tukarnya, dan lebih memilih untuk mengurangi hutang jangka panjangnya jika nilai tukar mata uangnya mengalami penguatan dibandingkan dengan US Dollar.

H<sub>8</sub>: Nilai tukar valuta asing berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang.

### Harga Minyak Mentah

Harga minyak mentah di Indonesia mengacu kepada ICP (*Indonesia Crude Price*), naik atau turunnya harga minyak mentah dipengaruhi oleh permintaan pasar ataupun produktivitas minyak mentah tersebut. Meningkatnya harga minyak mentah tersebut sedikit banyak akan membebani perusahaan, hal ini dikarenakan sumber daya energi yang digunakan mayoritas masih menggunakan bahan bakar minyak.

Hal tersebut sesuai dengan teori *pecking order* dimana ketika komposisi pendanaan internal perusahaan tidak mampu untuk mencukupi modal kerja baik operasional maupun investasi, penggunaan dana eksternal berupa hutang dapat dilakukan.

Burger, *et al* (2010) menemukan bahwa di Negara Trinidad & Tobago menurunnya harga minyak akan berdampak terhadap kebijakan hutangnya, hal ini disebabkan Negara Trinidad dan Tobago merupakan Negara importir minyak dari amerika dan kebanyakan membeli minyak tersebut dengan hutang. Sehingga menurunnya harga minyak akan menurunkan hutangnya. Sedangkan menurut Masih (2011) mengatakan bahwa peningkatan harga minyak di Korea Selatan akan meningkatkan Harga Saham pada jangka pendek dan menurunkan Harga Saham

Pada Jangka Panjang. Hal ini sejalan dengan Burger, *et al* (2010).

H<sub>9</sub>: harga minyak mentah berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang.

### Kebijakan Hutang

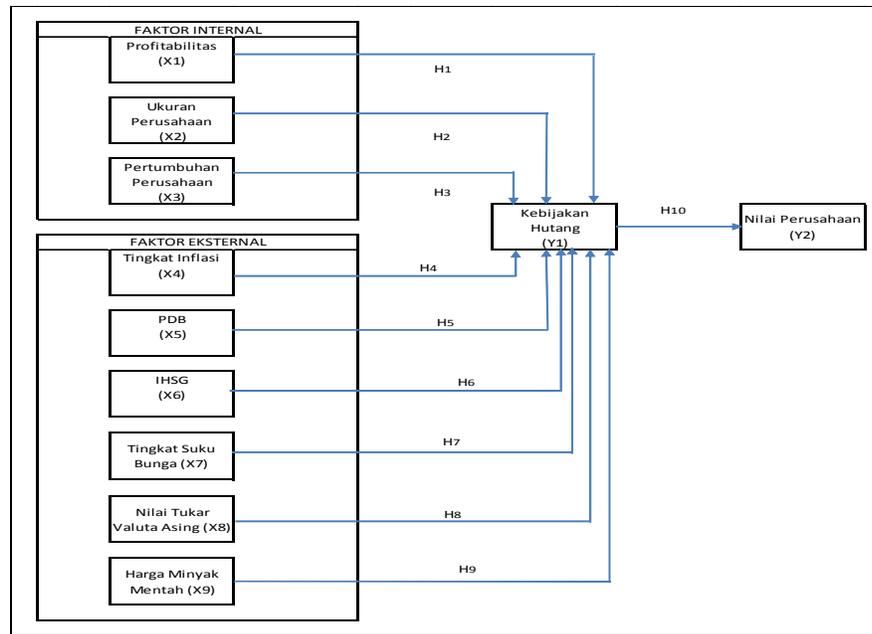
Kebijakan Hutang merupakan salah satu komponen dalam fungsi manajemen terkait keputusan pembiayaan (*financing decision*), dimana perusahaan memerlukan suatu dana untuk membiayai kegiatan operasional maupun investasinya. Kebijakan hutang perusahaan dapat dilakukan dengan berhutang kepada perbankan konvensional dalam jangka waktu tertentu, atau dapat juga dilakukan dengan perbankan ekspor impor dengan opsi membeli suatu produk pada Negara tertentu dengan mendapatkan fasilitas kredit dari bank yang mengelola ekspor ataupun impor tersebut dan dapat juga menjual surat hutang berjangka berupa obligasi kepada pihak investor baik di dalam negeri ataupun diluar negeri dengan opsi tertentu.

Dalam teori *pecking order* urutan pendanaan yang pertama yaitu melalui laba perusahaan, dan ketika laba perusahaan tidak mampu untuk menutupi pembiayaan operasional maupun investasinya maka hutang merupakan pilihan berikutnya untuk menutupi kekurangannya tersebut, dan jika hutang dirasa sudah melebihi batas optimal maka selanjutnya pendanaan melalui saham.

Dalam teori *trade off* dikatakan bahwa penggunaan hutang dalam batas yang optimal akan mengakibatkan meningkatnya nilai perusahaan dikarenakan penghematan pajak atas biaya bunganya. Dalam teori *agency* penggunaan hutang akan menurunkan biaya *agency* atas *opportunity behavior* yang dilakukan perusahaan terkait *free cash flow* perusahaan dikarenakan pembayaran atas bunga tersebut dengan asumsi bahwa hutangnya dilakukan sepenuhnya untuk membiayai aktivitas investasi. Sehingga penghematan atas biaya *agency* perusahaan akan meningkatkan kekayaan bagi pihak prinsipal dengan meningkatnya laba perusahaan dan nilai atas saham.

Suteja & Manihuruk (2009) mengatakan bahwa terdapat pengaruh positif dan signifikan antara variabel kebijakan hutang dengan nilai perusahaan, hal ini mengindikasikan bahwa kenaikan kebijakan hutang mampu meningkatkan nilai perusahaan, hal ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Sudyatno (2010) mengatakan bahwa penggunaan hutang pada batas tertentu akan meningkatkan nilai perusahaan, batas tertentu yang dimaksud adalah ketika *marginal income* dari *present value* penghematan pajak sama dengan *marginal cost* dari biaya kebangkrutan.

H<sub>10</sub>: Kebijakan hutang berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.



Gambar 2. Model Hipotesis Penelitian

## METODOLOGI PENELITIAN

### Data

Populasi dan sampel penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan yang dimiliki oleh pemerintah atau yang lebih dikenal Badan Usaha Milik Negara, khususnya Badan Usaha Milik Pemerintah *non* bank yang *listed* di Bursa Efek Indonesia pada tahun pengamatan 2007 sampai dengan tahun 2014 sejumlah 10 Perusahaan BUMN. Pengambilan sampel dilakukan dengan menggunakan metode *purposive sampling* yang bertujuan untuk mendapatkan sampel yang sesuai dengan tujuan penelitian.

Berdasarkan kriteria sampel, sebagai berikut: (1) Perusahaan BUMN *Non* Bank yang *listed* di Bursa Efek Indonesia sampai dengan periode 31 Desember 2014, (2) perusahaan BUMN *Non* Bank yang belum *listed* pada periode 31 Desember 2007. Sehingga didapat sejumlah delapan puluh (80) sampel penelitian.

### Metodologi

Untuk menganalisis pengaruh variabel-variabel independen terhadap variabel dependen dalam model penelitian empiris tersebut, maka digunakan model persamaan regresi linier

berganda yang dibuat berdasarkan model empiris 1 dan regresi linier sederhana untuk model empiris 2. Hipotesis 1 sampai 9 diajukan untuk model empiris 1 dan hipotesis 10 diajukan untuk model empiris 2, berikut persamaan regresi yang ditunjukkan pada model empiris tersebut:

Persamaan model empiris 1 kebijakan hutang diproksikan dengan DER perusahaan :

$$DER = a_1 + b_1 \text{ PROF} + b_2 \text{ SIZE} + b_3 \text{ GO} + b_4 \text{ INFLA} + b_5 \text{ PDB} + b_6 \text{ IHSG} + b_7 \text{ IR} + b_8 \text{ ER} + b_9 \text{ ICPe}_1$$

Persamaan model empiris 2 nilai perusahaan diproksikan dengan MBVR perusahaan :

$$\text{MBVR} = a_2 + b_{10} \text{ DER} + e_2$$

Keterangan :

DER	: Struktur Modal
MBVR	: Nilai Perusahaan
PROF	: Profitabilitas
SIZE	: Ukuran Perusahaan
GO	: Pertumbuhan Perusahaan
INFLA	: Inflasi
PDB	: Produk Domestik Bruto
IHSG	: Indeks Harga Saham
Gabungan	
IR	: Tingkat Suku Bunga

ER : Nilai Tukar Valuta Asing  
 ICP : Harga Minyak Mentah  
 $\alpha_1.. \alpha_2$  : Konstanta  
 $\beta_1.. \beta_6$  : Koefisien  
 $\epsilon_1.. \epsilon_2$  : Residual

Uji statistik dalam penelitian ini meliputi analisis korelasi, dan analisis regresi dimana persamaan yang terbentuk telah melalui pengujian asumsi klasik.

### ANALISIS DAN PEMBAHASAN Statistika Deskriptif

Tabel 1. Statistika Deskriptif

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
MBVR	80	0,19	21,16	2,94	2,74
DER	80	0,18	0,89	0,47	0,20
PROF	80	-0,02	0,56	0,19	0,13
SIZE	80	27,31	32,58	29,81	1,27
GO	80	-0,33	0,39	0,12	0,12
INFLA	80	-0,26	0,07	-0,03	0,11
PDB	80	0,08	0,19	0,12	0,03
IHSG	80	-1,03	0,47	0,05	0,43
IR	80	0,06	0,09	0,07	0,00
ER	80	8.776,46	11.868,67	9.851,82	957,24
ICP	80	61,58	112,73	92,11	17,83
Valid N (listwise)	80				

Statistika deskripsi pada model empiris 1 dan empiris 2 didapat data sebagai berikut. Prof memiliki nilai minimum sebesar -0,02 dan nilai maksimum sebesar 0,56. Sedangkan nilai rata-rata sebesar 0,198 dengan standar deviasi sebesar 0,13. Size memiliki nilai minimum sebesar 27,31 dan nilai maksimum sebesar 32,58. Sedangkan nilai rata-rata sebesar 29,82 dengan standar deviasi sebesar 1,27. GO memiliki nilai minimum sebesar -0,33 dan nilai maksimum sebesar 0,39. Sedangkan nilai rata-rata sebesar 0,12 dengan standar deviasi sebesar 0,12. Infla memiliki nilai minimum sebesar -0,26 dan nilai maksimum sebesar 0,07. Sedangkan nilai rata-rata sebesar -0,034 dengan standar deviasi sebesar 0,028. PDB memiliki nilai minimum sebesar 0,08 dan nilai maksimum sebesar 0,13. Sedangkan nilai rata-rata sebesar 0,33 dengan standar deviasi sebesar 0,034.

IHSG memiliki nilai minimum sebesar -1,03 dan nilai maksimum sebesar 0,47. Sedangkan nilai rata-rata sebesar 0,05 dengan standar deviasi 0,43. IR memiliki nilai minimum sebesar 0,06 dan nilai maksimum sebesar 0,09. Sedangkan nilai rata-rata sebesar 0,07 dengan standar deviasi 0,09. ER memiliki nilai minimum sebesar 8776,46 dan nilai maksimum sebesar 11868,67. Sedangkan nilai rata-rata sebesar 9851,83 dengan standar deviasi 957,24. ICP memiliki nilai minimum sebesar 61,58 dan nilai maksimum sebesar 112,73. Sedangkan nilai rata-rata sebesar 92,12 dengan standar deviasi 17,83. DER memiliki nilai minimum sebesar 0,18 dan nilai maksimum sebesar 0,89. Sedangkan nilai rata-rata sebesar 0,47 dengan standar deviasi sebesar 0,20.

#### Uji Asumsi Klasik

Sebelum melakukan pengujian hipotesis, analisis korelasi dan regresi maka terlebih

dahulu perlu dilakukan uji asumsi klasik. Pengujian ini diperlukan untuk mengetahui apakah hasil estimasi regresi yang dilakukan benar-benar bebas dari adanya masalah multikolinieritas, heteroskedastisitas dan autokorelasi. Model regresi akan dapat dijadikan alat estimasi jika telah memenuhi persyaratan BLUE (*Best Linier Unbiased Estimator*) yakni memiliki sifat linier, tidak bias dan varian minimum.

### Uji Normalitas Nilai Residual

Distribusi normal merupakan distribusi teoritis dari variabel random yang kontinyu. Kurva menggambarkan distribusi normal adalah kurva normal yang berbentuk simetris. Untuk menguji apakah sampel penelitian merupakan jenis distribusi normal maka digunakan pengujian *Kolmogorov-Smirnov Goodness of Fit Test* terhadap masing-masing variabel.

Tabel 2. Hasil Pemeriksaan Asumsi Kenormalan Residual

Persamaan	Nilai Z	Sig.Z	Kesimpulan
Pertama	0,62	0,82	Normalitas Terpenuhi
Kedua	1.22	0,102	Normalitas Terpenuhi

Hasil pengujian normalitas menunjukkan bahwa nilai signifikansi (Sig.Z) pada model empiris 1 dan empiris 2 secara berurutan adalah 82% dan 10%. Kedua nilai ini lebih besar dari nilai  $\alpha = 5\%$  yang berarti asumsi normalitas terpenuhi.

### Uji Multikolinieritas

Uji Multikolinieritas dilakukan untuk menguji apakah model regresi ditemukan adanya

korelasi antar variabel bebas. Oleh karena itu pengujian dilakukan terhadap variabel-variabel bebas tersebut. Model regresi yang baik mensyaratkan tidak terjadi korelasi di antara variabel-variabel bebas. Untuk mendeteksi ada tidaknya gejala *multikolinieritas* didalam model regresi dalam penelitian ini dilakukan dengan uji *Variance Inflation Faktor* (VIF) (Gujarati, 2004).

Tabel 3. Hasil Pemeriksaan Multikolinieritas

Persamaan	Variabel	Tolerance	VIF	Kesimpulan
Pertama	Prof	0,43	2,29	Tidak Terjadi Multikolinieritas
	Size	0,43	2,31	Tidak Terjadi Multikolinieritas
	GO	0,73	1,36	Tidak Terjadi Multikolinieritas
	Infla	0,21	4,68	Tidak Terjadi Multikolinieritas
	PDB	0,15	6,54	Tidak Terjadi Multikolinieritas
	IHSG	0,38	2,59	Tidak Terjadi Multikolinieritas
	IR	0,13	7,41	Tidak Terjadi Multikolinieritas
	ER	0,21	4,57	Tidak Terjadi Multikolinieritas
Kedua	ICP	0,17	5,61	Tidak Terjadi Multikolinieritas
	DER	1,00	1,00	Tidak Terjadi Multikolinieritas

Uji multikolinieritas model empiris 1 dan empiris 2 menunjukkan bahwa seluruh variabel memiliki nilai VIF kurang dari 10 atau nilai *tolerancenya* lebih besar dari 0,1, sehingga dapat

dikatakan bahwa seluruh variabel bebas dari permasalahan multikolinieritas.

### Uji Autokorelasi

Uji autokorelasi dilakukan untuk menguji apakah dalam model regresi linier ada korelasi antar kesalahan pengganggu pada periode  $t$  dengan kesalahan pengganggu pada periode  $t-1$ . Autokorelasi muncul karena observasi yang

berurutan sepanjang waktu berkaitan satu sama lainnya, sehingga terjadi kesalahan pengganggu tidak bebas dari satu observasi ke observasi lainnya.

Tabel 4. Hasil Pemeriksaan Autokorelasi

Persamaan	Nilai Uji Dubrn-Watson	Kesimpulan
Pertama	1,15	Tidak Ada Autokorelasi
Kedua	1,47	Tidak Ada Autokorelasi

Uji autokorelasi model empiris 1 dan empiris 2 menunjukkan nilai DW sebesar 1,150 dan 1,474 atau berada diantara -2 dan 2, sehingga dapat dikatakan bahwa pada persamaan pertama dan persamaan kedua tidak terjadi autokorelasi.

#### Uji Heteroskedastisitas

Uji heteroskedastisitas digunakan untuk menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan *variance* dari residual satu pengamatan ke pengamatan yang lain. Untuk mengetahui ada tidaknya gejala heteroskedastisitas dalam model regresi dalam penelitian ini dilakukan uji *Glejser* (Gujarati,

2004). Uji *Glejser* dilakukan dengan meregres nilai absolute residual terhadap variable independen dengan persamaan regresi. Oleh karena itu, model regresi dinyatakan terbebas dari persoalan heteroskedastisitas apabila unsur kesalahan (*error*) secara statistik tidak signifikan berhubungan dengan variabel independen. Hubungan signifikan terjadi apabila nilai alpha 5 persen, sehingga model regresi dinyatakan bebas dari persoalan heteroskedastisitas apabila semua variabel independen memiliki nilai signifikansi lebih besar dari 5 persen atau  $\alpha > 5\%$ .

Tabel 5. Hasil Pemeriksaan Heterokedastisitas

Persamaan	Variabel	Koefisien	p-value	Kesimpulan
Pertama	Prof	-0,04	0,92	Tidak Terjadi Heterokedastisitas
	Size	-0,02	0,62	Tidak Terjadi Heterokedastisitas
	GO	0,40	0,29	Tidak Terjadi Heterokedastisitas
	Infla	0,55	0,46	Tidak Terjadi Heterokedastisitas
	PDB	-4,28	0,18	Tidak Terjadi Heterokedastisitas
	IHSG	-0,23	0,13	Tidak Terjadi Heterokedastisitas
	IR	-4,58	0,65	Tidak Terjadi Heterokedastisitas
	ER	0,00	0,42	Tidak Terjadi Heterokedastisitas
Kedua	ICP	0,00	0,775	Tidak Terjadi Heterokedastisitas
	DER	-0,75	0,09	Tidak Terjadi Heterokedastisitas

Uji heteroskedastisitas model empiris 1 dan empiris 2 menunjukkan bahwa seluruh variabel memiliki nilai signifikansi diatas 5%, hal ini menunjukkan bahwa model regresi terbebas dari persoalan heteroskedastisitas.

#### Analisis Regresi dan Pembahasan

Analisis regresi dalam penelitian ini dilakukan untuk menguji kedua model empiris, model empiris 1 menguji variabel independen

yang dibagi menjadi faktor internal yaitu profitabilitas, ukuran perusahaan, pertumbuhan perusahaan dan faktor eksternal yaitu inflasi, PDB, IHSG, tingkat suku bunga, nilai tukar valuta asing dan harga minyak mentah terhadap variabel dependen yaitu kebijakan hutang perusahaan. Sedangkan model empiris 2 menguji variabel independen yaitu kebijakan hutang terhadap nilai perusahaan.

Hasil dari koefisien regresi ini akan bertujuan untuk mengetahui ada tidaknya

pengaruh dari variabel independen, baik secara terpisah maupun secara bersama-sama terhadap variabel dependen.

Keputusan untuk mendukung atau menolak hipotesis dibuat atas dasar nilai pemeriksaan dari hasil observasi sampel, dibandingkan dengan nilai tabel pada derajat bebas tertentu. Hasil regresi model empiris 1 dapat dijelaskan pada tabel 6 dibawah ini :

**Tabel 6.**  
Hasil uji Pengaruh Faktor Internal dan Faktor Eksternal terhadap Kebijakan Hutang

Persamaan	Variabel	Beta	t-value	p-value	Kesimpulan	Hipotesis
Pertama	Prof	0,10	0,12	0,89	Tidak Signifikan	Ditolak
	Size	0,05	0,63	0,52	Tidak Signifikan	Ditolak
	GO	0,52	0,77	0,44	Tidak Signifikan	Ditolak
	Infla	2,87	2,11	0,038	Positif dan Signifikan**	Ditolak
	PDB	33,03	5,78	0,00	Positif dan Signifikan**	Ditolak
	IHSG	-0,33	-1,20	0,23	Tidak Signifikan	Ditolak
	IR	-110,77	-6,01	0,00	Negatif dan Signifikan*	Diterima
	ER	-0,00	-1,76	0,082	Negatif dan Signifikan***	Diterima
	ICP	-0,04	-4,88	0,00	Negatif dan Signifikan*	Ditolak

Koefisien Determinasi ( $R^2$ ) = 44,1% dengan Prob (F-statistics) sebesar 0,000003

\* Signifikansi pada level  $\alpha = 1\%$

\*\* Signifikansi pada level  $\alpha = 5\%$

\*\*\* Signifikansi pada level  $\alpha = 10\%$

Sumber : Data Olahan

Berdasarkan hasil analisis regresi pada pengujian pengaruh secara simultan dari profitabilitas, ukuran perusahaan, pertumbuhan perusahaan, inflasi, IHSG, tingkat suku bunga, nilai tukar valuta asing dan harga minyak mentah terhadap kebijakan hutang, diperoleh tingkat signifikansi sebesar 0,00 atau lebih kecil dari alpha 0,05 dan koefisien determinasi sebesar 44,1%. Hasil uji ini menjelaskan bahwa persamaan regresi yang diperoleh adalah signifikan untuk menjelaskan pengaruh secara

bersama-sama antara profitabilitas, ukuran perusahaan, pertumbuhan perusahaan, inflasi, IHSG, tingkat suku bunga, nilai tukar valuta asing dan harga minyak mentah terhadap kebijakan hutang dengan kontribusi sebesar 44,1%. Sedangkan sisanya sebesar 55,9% dijelaskan variabel lain yang tidak diteliti dalam penelitian ini.

Sedangkan, Hasil regresi model empiris 2 dapat dijelaskan pada tabel 2 dibawah ini

Tabel 7.  
Hasil uji Kebijakan Hutang terhadap Nilai Perusahaan

Persamaan	Variabel	Beta	t-value	p-value	Kesimpulan	Hipotesis
Kedua	DER	0,28	3,76	0,00	Positif dan Signifikan	Diterima

Koefisien Determinasi ( $R^2$ ) = 44,1% dengan Prob (F-statistics) sebesar 0,000003

\* Signifikansi pada level  $\alpha = 1\%$

\*\* Signifikansi pada level  $\alpha = 5\%$

\*\*\* Signifikansi pada level  $\alpha = 10\%$

Sumber : Data Olahan

Berdasarkan hasil analisis regresi pada pengujian pengaruh secara simultan (uji-f) dari kebijakan hutang terhadap nilai perusahaan, diperoleh koefisien determinasi sebesar 15,4%. Hasil uji ini menjelaskan bahwa persamaan regresi yang diperoleh adalah signifikan untuk menjelaskan pengaruh secara simultan kebijakan hutang dengan nilai perusahaan dengan kontribusi sebesar 15,4%. Sedangkan sisanya sebesar 84,6% dijelaskan variabel lain yang tidak diteliti dalam penelitian ini.

## KESIMPULAN DAN IMPLIKASI PENELITIAN

### Kesimpulan

Penelitian ini bertujuan untuk mengevaluasi dan menganalisa yang menjadipertimbangan perusahaan-perusahaan BUMN Non Bank atas faktor internal dan faktor eksternal dalam mengambil kebijakan pendanaan khususnya hutang. Setelah melihat hasil analisis data dan pembahasan terhadap perusahaan-perusahaan BUMN Non Bank di Indonesia mulai tahun 2007 sampai dengan tahun 2014, maka dapat ditarik beberapa kesimpulan sebagai berikut.

Faktor internal yaitu profitabilitas, ukuran perusahaan, pertumbuhan perusahaan dan faktor eksternal nilai IHSG bukan menjadi faktor *determinant* dalam pengambilan keputusan tentang kebijakan hutang perusahaan. Profitabilitas perusahaan terkait dengan kebijakan dividen yang disetorkan kepada Negara yang diputuskan didalam RUPS dimana kementerian BUMN selaku pemegang saham mayoritas, selain itu jumlah *capital expenditure* perusahaan BUMN yang sudah tidak mampu

lagi dibiayai oleh laba ditahan perusahaan, ukuran perusahaan dan pertumbuhan perusahaan yang dihitung berdasarkan nilai aset, dimana aset Negara tidak diperbolehkan menjadi jaminan atas kepemilikan hutang dan IHSG dimana rata-rata komposisi saham perusahaan Negara tersebut rata-rata sebesar 51%, sehingga perusahaan tidak diperbolehkan untuk menerbitkan saham baru.

Faktor eksternal yaitu tingkat inflasi dan PDB sebagai faktor *determinant* pengambilan keputusan tentang kebijakan hutang perusahaan, tingginya tingkat inflasi dan PDB maka meningkatkan penggunaan hutang perusahaan sebagai sumber pendanaan. Hal ini dikarenakan, tingginya tingkat inflasi maka akan meningkatkan beban operasional yang ditanggung oleh perusahaan dan tingginya PDB akan mengakibatkan semakin agresifnya investasi yang dilakukan oleh perusahaan sehingga kebutuhan akan sumber pendanaan eksternal melalui hutang akan semakin meningkat.

Faktor eksternal yaitu tingkat suku bunga, nilai tukar valuta asing dan harga minyak mentah sebagai faktor *determinant* pengambilan keputusan tentang kebijakan hutang perusahaan, tingginya tingkat suku bunga, nilai tukar valuta asing dan harga minyak maka perusahaan akan mengurangi penggunaan hutang perusahaan sebagai sumber pendanaan. Hal ini dikarenakan, Peningkatan tingkat bunga tersebut akan menyebabkan peningkatan beban bunga bagi perusahaan. Fluktuasi peningkatan nilai tukar valuta asing akan membebani perusahaan atas beban bunga yang dibayarkan, sebagai

konsekuensi hutang obligasi yang diperjualbelikan pada pasar internasional oleh perusahaan BUMN. Penggunaan bahan bakar minyak sebagai sumber energi utama atas setiap aktivitas operasi perusahaan, akan meningkatkan beban bahan perusahaan. Namun peningkatan beban tersebut dirasa masih tidak terlalu material

Variabel kebijakan hutang memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Hasil ini menunjukkan bahwa meningkatnya penggunaan hutang perusahaan maka akan meningkatkan nilai perusahaan. Hal ini dikarenakan penggunaan hutang pada batas tertentu akan meningkatkan nilai perusahaan, batas tertentu yang dimaksud adalah ketika *marginal income* dari *present value* penghematan pajak sama dengan *marginal cost* dari biaya kebangkrutan. Sehingga, pengambilan kebijakan pendanaan melalui hutang untuk membiayai aktivitas bisnis perusahaan dirasa lebih menguntungkan dikarenakan pembayaran bunga lebih kecil dari pada marginal atas pembayaran pajak jika tidak berhutang, selain itu ada tambahan atas cash flow perusahaan untuk membiayai aktivitas operasi dan investasinya.

#### Implikasi Penelitian

Berdasarkan hasil kesimpulan yang telah dihasilkan dalam penelitian ini, maka penulis memberikan saran-saran yang perlu diperhatikan.

Bahan masukan untuk melakukan kajian dalam menetapkan kebijakan-kebijakan di masa mendatang berkaitan dengan sensitifitas kebijakan hutang perusahaan khususnya perusahaan BUMN terhadap perubahan kondisi makro ekonomi di Indonesia. Hal ini ditunjukkan bahwa variabel faktor ekstern hampir seluruhnya berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang perusahaan BUMN.

*Monitoring* terhadap kebijakan pendanaan hutang harus dilakukan lebih intensif, khususnya pada saat kondisi makro ekonomi sedang mengalami resesi. Hal ini disebabkan investor memandang meningkatnya proporsi hutang

bagi perusahaan dalam penelitian ini. Hal tersebut yang melatarbelakangi perusahaan BUMN untuk lebih mengoptimalkan penggunaan dana internal melalui laba ditahan, daripada menambah hutang, karena akan membebani perusahaan atas beban bunga yang harus dibayarkan.

perusahaan sebagai sinyal negatif terhadap prospek perusahaan karena meningkatnya *financial distress* perusahaan.

Bagi penelitian pendatang perlu mengkaji lebih terlebih dahulu mengenai kesempatan investasi yang dilakukan perusahaan dengan menganalisis kondisi internal atau eksternal perusahaan sebelum melakukan kebijakan pendanaan. Kemudian menambahkan dampak pendanaan tersebut bagi investor dan manajemen.

#### DAFTAR PUSTAKA

- Burger, J. D., Rebucci, A., & Warnock, F. E. (2010). External Capital Structure and Oil Price Volatility. *Journal of Business, Finance and Economic in Emerging Economies*, 5(2).
- Dong, D. Z. (2011). Foreign Exchange Rate and Capital Structure Decision : A Study of New Zealand Listed Property Trust. *Journal of Pacific Rim Real Estate Society Conference Gold Coast*, 17.
- Eriotis, N., Vasiliou, D., Ventoura, Z., & Neokosmidi. (2007). How Firm Characteristic Affect Capital Structure : An Empirical Study. *Journal of Managerial Finance*, Vol. 33(No. 5), pp. 321-331.
- Frank, M. Z., & Goyal, V. K. (2003). Testing the Pecking Order Theory of Capital Structure. *Journal of Financial Economics*, 67, pp. 217-248.
- Gujarati. (2004). *Basic Econometrics* (Fourth Edition ed.): The Mc Graw-Hill.
- Jong, A. D., Kabir, R., & Nguyen, T. T. (2007). Capital Structure Around The World : The Roles of Firm and Country Specific Determinants. *Journal of Economic Literature*, Vol. 41.
- Kesuma, A. (2009). Analisis Faktor Yang Mempengaruhi Struktur Modal Serta Pengaruhnya

- Terhadap Harga Saham Perusahaan Real Estate yang *Go Public* di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan* Vol. 11. No.1:pp. 38-45.
- Kewal, S. S. (2012). Pengaruh Inflasi, Suku Bunga, Kurs dan Pertumbuhan PDB terhadap Indeks Saham Gabungan. *Jurnal Economia* Vol. 8 (No. 1): pp. 53-64.
- Mahardhika, B. W., & Roosmawarni, A. (2016). Analisis Karakteristik Perusahaan Yang Mempengaruhi Nilai Perusahaan Pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) Tahun 2010-2014. *Balance*, 13(02).
- Mardiati, U., G. N. Ahmad, *et al.* (2012). Pengaruh Kebijakan Dividen, Kebijakan Hutang dan Profitabilitas Terhadap Nilai Perusahaan Manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) Periode 2005-2010. *Jurnal Manajemen Sains Indonesia* Vol. 3(No.1):pp. 1-17.
- Masih, R., S. Peters, *et al.* (2011). Oil Price Volatility and Stock Price Fluctuations in an Emerging Market: Evidence From South Korea. *Journal of Energi Economics* Vol. 33:pp 975-986.
- Miles, D., & Scott, A. (2005). *Macroeconomics : Understanding the Wealth of Nations* (Vol. 2nd Edition): John Wiley & Sons, Inc.
- Wijaya, L. R. P., Bandi, & Wibawa, A. (2010). Pengaruh Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan dan Kebijakan Dividen terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Akuntansi Keuangan dan Pasar Modal*. Simposium Nasional Akuntansi XIII Purwokerto 2010.
- Yesniate and N. Destriana (2010). Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang pada Perusahaan Non Keuangan yang Terdaftar di Bursa Ekek Indonesia. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi* Vol. 12, No. 1: pp 1-16.
- Zang, R. and Y, Kanazaki (2007). Testing Static Tradeoff Against Pecking Order Models of Capital Structure in Japanese Firms. *International Journal of Accounting and Information Managemen* Vol. 15 No. 2:pp. 24-36.
- Mulianti, F. M. (2010). *Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang dan Pengaruhnya Terhadap Nilai Perusahaan*. Universitas Diponegoro, Semarang.
- Pangeran, P. (2010). Pemilihan Sekuritas dan Arah kebijakan Struktur Modal : *Pecking Order* ataukah *Static Tradeoff*. *Jurnal Akuntansi dan Manajemen*, Vol. 21(ISSN : 0853-1259), pp. 1-16.
- Rivai, C. W. (2011). *Analisis Pengaruh Tingkat Inflasi, Perubahan Produk Domestik Bruto, dan Index Harga Saham Gabungan Terhadap Struktur Modal Perusahaan di Indonesia*. Universitas Indonesia, Jakarta.
- Sudarma, M. (2004). *Pengaruh Struktur Kepemilikan Saham, Faktor Intern Dan Faktor Ekstern Terhadap Struktur Modal dan Nilai Perusahaan*. Universitas Brawijaya, Malang.
- Sudiyatno, B. (2010). *Peran Kinerja Perusahaan dalam Menentukan Pengaruh Faktor Fundamental Makroekonomi, Risiko Sistematis, Dan Kebijakan Perusahaan Terhadap Nilai Perusahaan*. Universitas Diponegoro, Semarang.
- Suteja, J., & Manihuruk, W. (2009). Pengaruh Struktur Modal, Kepemilikan, dan Faktor Eksternal pada Penentuan Nilai Perusahaan. *Journal of Trikonomika*, Vol. 8(ISSN 1411 - 514X), pp.78-89.