



## Jurnal Nominal Barometer Riset Akuntansi dan Manajemen

URL: <https://journal.uny.ac.id/index.php/nominal>



# Pengaruh Moderasi Risiko Bisnis pada Hubungan Struktur Kepemilikan, Struktur Aset, dan Kebijakan Dividen terhadap Kebijakan Hutang

Nio Setya Saputri <sup>a,1,\*</sup>, Linda Agustina <sup>a,2</sup>

<sup>a</sup> Universitas Negeri Semarang, Indonesia

<sup>1</sup>nioputri093@students.unnes.ac.id\*; <sup>2</sup>lindaagustina@mail.unnes.ac.id

\* corresponding author

### ARTICLE INFO

#### Article history

Received: 04 April 2023

Revised : 30 June 2023

Accepted: 06 August 2023

#### Keywords

Managerial Ownership  
Institutional Ownership  
Asset Structure  
Devidend Policy  
Debt Policy  
Bussiness Risk

#### Kata Kunci

Kepemilikan Manajerial  
Kepemilikan Institusional  
Struktur Aset  
Kebijakan Dividen  
Kebijakan Hutang  
Risiko Bisnis

### ABSTRACT

This study aims to empirically examine the factors that debt policy in property & real estate sector companies listed on the IDX in 2019-2021. The sample was selected by purposive sampling method and as many as 114 units of analysis that met the specified criteria. The results show that asset structure has a positive effect on debt policy, and business risk is able to moderate asset structure and dividend policy. Meanwhile, managerial ownership, institutional ownership, and dividend policy have no effect on debt policy, and business risk cannot moderate the effect of managerial ownership and institutional ownership. The company's management is expected to pay attention to every external funding decision in the form of debt in order to have an ideal debt ratio for the company.

### ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk menguji secara empiris faktor yang memengaruhi kebijakan hutang pada perusahaan sektor *property & real estate* yang terdaftar di BEI tahun 2019-2021. Sampel dipilih dengan metode *purposive sampling* dan sebanyak 114 unit analisis yang memenuhi kriteria yang ditetapkan. Hasil penelitian menunjukkan bahwa struktur aset berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang, serta risiko bisnis mampu memoderasi struktur aset dan kebijakan dividen. Sementara itu, kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, dan kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang, serta risiko bisnis tidak dapat memoderasi pengaruh kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional. Manajemen perusahaan diharapkan dapat memperhatikan setiap keputusan pendanaan eksternal berupa hutang guna memiliki rasio hutang yang ideal bagi perusahaan.

This is an open-access article under the [CC-BY-SA](https://creativecommons.org/licenses/by-sa/4.0/) license.



## 1. Pendahuluan

Perkembangan ekonomi di era digital yang semakin pesat saat ini, membuat perusahaan semakin dituntut untuk dapat meningkatkan kinerja perusahaan. Dalam meningkatkan kinerja, perusahaan harus memiliki pengelolaan yang baik di setiap aktivitas operasionalnya, termasuk pengelolaan pendanaan. Dana perusahaan jika dikelola dengan baik akan memaksimalkan kinerja perusahaan, salah satu pengelolaan dana nya yaitu kebijakan hutang. Perusahaan dalam usaha mencari sumber dana untuk menjamin pembiayaan aktivitas operasi mempertimbangkan sesuai sumber dana yang ada. Perusahaan dapat mencari sumber pendanaan yang berasal dari utang atau mengambil langkah kebijakan hutang. Namun, perusahaan harus teliti dalam memikirkan kebijakan pendanaan yang akan diambil oleh perusahaan (Widanti, 2021). Kebijakan hutang (*debt policy*) menurut Riyanto (2011) merupakan suatu kebijakan yang diambil oleh manajemen untuk memperoleh sumber dana pembiayaan yang dapat digunakan untuk membiayai aktivitas operasional perusahaan. Dimana manajer melaksanakan kebijakan hutang dengan tujuan untuk memaksimalkan dana di dalam perusahaan. Kebijakan hutang dapat meminimalkan risiko perusahaan dengan cara memanfaatkan hutang dalam sumber pendanaan eksternal perusahaan (Bernice, 2015).

Hutang sangat penting dalam membantu mengatasi masalah pendanaan perusahaan, namun perlu dipertimbangkan risiko akan terjadinya kebangkrutan akibat dari penggunaan hutang dalam jumlah yang terlampaui besar. Dimana kebijakan hutang yang baik bagi perusahaan jika diukur menggunakan *Debt Equity Ratio* (DER), jika perusahaan memiliki angka DER <1 atau sesuai rata-rata DER standar industri maksimal sebesar 0,90, maka dianggap memiliki kebijakan hutang yang baik karena cukup aman untuk jangka panjang dan di saat krisis. Selain itu, jika rentang angka DER nya 1-1.5 menunjukkan rasio yang cukup baik, namun untuk keadaan global yang krisis akan tidak aman dengan angka kisaran tersebut (Hijau, 2021). Namun, jika sebuah perusahaan memiliki rasio DER yang tinggi sampai pada angka >2, hal tersebut menandakan bahwa perusahaan berada di angka DER yang tidak baik dan tidak aman serta berisiko terjadi kebangkrutan.

Perusahaan penting untuk bisa memperhatikan kebijakan hutang. Dengan kebijakan hutang, perusahaan dapat menentukan pengelolaan dana yang baik. Dengan pengelolaan yang baik akan membantu perusahaan memutuskan langkah pendanaan dalam perusahaan untuk kedepannya. Selain itu, perusahaan juga dengan mudah dapat membaca risiko yang ada dalam perusahaan sehingga tidak terancam kebangkrutan. Namun, masih banyak perusahaan yang belum memiliki kebijakan hutang yang baik dan terlilit hutang hingga menyebabkan kebangkrutan. Beberapa perusahaan mengalami kesulitan keuangan bahkan sampai mengalami kebangkrutan karena belum memiliki kebijakan hutang yang baik serta adanya pandemi yang masih menjadi momok hangat di dunia mulai tahun 2019. Menteri Bappenas Suharso Manoarfa dalam video virtual, menyebutkan bahwa kondisi pandemi ini membuat sektor bisnis merugi atas data dari *World Bank* sebesar 60% perusahaan bisnis sudah mengalami kebangkrutan (Anggraeni, 2020).

Pertumbuhan ekonomi di suatu negara ditandai dengan adanya perusahaan *property* dan *real estate*. Karena perusahaan di bidang tersebut merupakan salah satu sektor yang memberikan sebuah sinyal dari jatuh dan banggunya perekonomian negara. Fadhillah, et al (2021) menyebutkan bahwa investasi di perusahaan sektor *property* dan *real estate* merupakan salah satu investasi dengan prospek yang baik untuk kedepan. Walaupun pada akhir tahun 2018 terdapat jumlah perusahaan *property* dan *real estate* yang menandakan bahwa perusahaan ini sedang *booming* di kalangan masyarakat Indonesia, namun perusahaan juga membutuhkan hutang untuk dijadikan alternatif pendanaan. Disebutkan bahwa sejak krisis ekonomi yang dialami di dunia memberikan dampak besar bagi perusahaan, yang mana menyebabkan bunga kredit melonjak hingga 50% sehingga perusahaan mengalami kesulitan untuk membayar cicilan kreditnya.

Perusahaan yang bergerak di sektor *Property* dan *Real Estate* merupakan salah satu perusahaan dengan hutang yang cukup besar komposisinya karena dijadikan sumber utama pendanaan untuk menjalankan aktivitas operasionalnya. Selain karena sumber dana utama berasal dari kredit, perusahaan bidang ini pun dalam pengembangannya harus memiliki dana yang besar untuk melakukan ekspansi agar bisa melakukan pembangunan. Sehingga membuat perusahaan di bidang ini terkadang memiliki rata-rata kredit yang cukup tinggi melebihi rata-rata DER standar industri. Hal tersebut membuat perusahaan ini masih pada posisi rentan dengan pengelolaan kebijakan hutang yang belum

baik. Fenomena yang terjadi ini terjadi pada perusahaan *property* dan *real estate* ditunjukkan dari sisi kebijakan hutang yang ada dalam perusahaan. Dimana perusahaan sektor tersebut ialah salah satu perusahaan yang memiliki rata-rata kebijakan hutang (DER) terbesar. Berdasarkan data rata-rata kebijakan hutang pada perusahaan *property* dan *real estate* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) tahun sejak tahun 2016-2018 memiliki rata-rata yang cukup tinggi. Pada tahun 2016 dengan rata-rata 1,18, 2017 sebesar 1,05 dan 2018 sebanyak 1,03. Angka tersebut cukup tinggi jika disandingkan dengan rata-rata DER standar industri (Permada, 2019).

Perusahaan sektor *property* dan *real estate* yang memiliki nilai DER yang cukup tinggi salah satunya ialah Agung Podomoro Land Tbk. dan Alam Sutera Realty Tbk. Berdasarkan data yang disajikan dalam tabel rata-rata kebijakan hutang perusahaan *property* dan *real estate* yang terdaftar di BEI tahun 2016-2018, menunjukkan bahwa Agung Podomoro Land Tbk. memiliki nilai DER 1,58 dan Alam Sutera Realty Tbk. memiliki nilai DER 1,81. Nilai tersebut menunjukkan kondisi perusahaan yang memiliki kebijakan hutang yang masih tinggi. Dimana standar industri untuk rata-rata DER sebesar 0,09 dan jika pada angka 1-1,5 menunjukkan keadaan yang tidak aman untuk jangka panjang perusahaan. Jika lebih besar dari angka tersebut diindikasikan rentan dan berisiko kebangkrutan.

Kondisi kebijakan hutang dalam perusahaan jika tidak dikelola dengan baik akan menjadi semakin memburuk. Mengingat kasus perusahaan raksasa pengembang *property* dan *real estate* asal China yaitu Evergrande yang memiliki hutang sebesar US\$300 miliar atau setara dengan RP.4.200 triliun pada masa pandemi yaitu tahun 2021 lalu (Yaomi, 2021). Hal serupa juga dialami oleh dua perusahaan *property* dan *real estate* di Indonesia bagian dari Lippo Group di tahun 2021 yaitu PT Crystal Cakrawala Indah dan PT Wahana Citra Gemilang. Dikutip dari kontan.co.id kedua perusahaan tersebut mengalami gagal membayar bunga dan pokok surat utang jangka menengah atau *Medium Term Notes* (MTN) di tahun 2021. PT Crystal Cakrawala Indah gagal bayar MTN I tahun 2019 seri A hingga F gagal bayar bunga ke tujuh dengan total 13 seri mencapai nominal Rp.650 Miliar yang seharusnya dibayar pada 22 Januari 2021 namun tertunda. PT Wahana Citra Gemilang juga mengalami gagal bayar MTN Wahana Citra Gemilang I tahun 2016 seri A sampai D pada 25 Januari 2021.

Fenomena yang terjadi tersebut memberikan gambaran bahwa masih banyaknya perusahaan yang kurang dalam pengelolaan hutang di perusahaan, sehingga banyak perusahaan yang mengalami gagal bayar dan terancam kebangkrutan karena keputusan yang kurang baik di dalam manajemen nya. Kebijakan hutang di dalam perusahaan sangatlah penting untuk kelangsungan hidup perusahaan agar tidak mengalami hal yang tidak diinginkan.

Bersumber dari studi-studi sebelumnya, adapun faktor-faktor yang memengaruhi kebijakan hutang diantaranya kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, struktur aset, kebijakan dividen, dan risiko bisnis (Widanti, 2021). Hasil *research gap* yang ditemukan dari faktor tersebut menunjukkan masih adanya inkonsisten dalam hasil penelitian yang mempengaruhi kebijakan hutang. Sehingga masih perlu dilakukan penelitian lebih lanjut dengan mempertimbangkan kondisi terbaru saat ini. Untuk itu harus mempertimbangkan faktor-faktor yang dapat mempengaruhi kebijakan hutang diantaranya kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, struktur aset, dan kebijakan dividen.

Sebagai kebaruan atau orisinalitas, pada penelitian ini menambahkan variabel moderasi yaitu risiko bisnis (*business risk*) dengan indikator *Degree Operating Ratio* pada setiap entitas yang dijadikan dalam sampel penelitian. Alasan peneliti menambahkan variabel moderasi ini yaitu untuk membuktikan bahwa risiko bisnis mampu memoderasi hubungan antara variabel kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, struktur aset, dan kebijakan dividen terhadap kebijakan hutang. Apabila sebuah perusahaan mempunyai risiko bisnis diharapkan memiliki alat untuk membatasi kebijakan hutang yang diambil guna mengurangi risiko terjadinya kegagalan bayar dana hutang. Sehingga dari latar belakang yang telah diuraikan tersebut, dapat dirumuskan masalah sebagai berikut: apakah kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, struktur aset, dan kebijakan dividen berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Serta menguji apakah risiko bisnis mampu memoderasi variabel-variabel independen tersebut terhadap kebijakan hutang.

Hasil penelitian ini diharapkan mampu memverifikasi teori yang menjadi rujukan di dalam penelitian ini dalam pendeteksian pengaruh kepemilikan manajrial, kepemilikan institusional, struktur aset, dan kebijakan dividen terhadap kebijakan hutang. Penelitian ini juga diharapkan dapat membuktikan pengaruh risiko bisnis dalam memoderasi variabel independen terhadap kebijakan hutang. Selain itu, hasil penelitian ini diharapkan pula dapat menambah pengetahuan ilmu akuntansi.

## 2. Kajian Literatur

### 2.1. Trade-off Theory

*Trade off theory* atau dikenal dengan nama *balanced theory*, merupakan teori yang pertama kali diperkenalkan oleh Modigliani dan Miller di tahun 1963 dalam artikel *American Economic Review* 53. Teori keseimbangan (*trade-off theory*) ini didefinisikan sebagai penyeimbang antara manfaat dan biaya dari penggunaan hutang dalam struktur modal. Apabila manfaat dihasilkan lebih banyak, maka porsi utang akan ditambah. Dalam hal ini, teori ini memberikan persepsi bahwa perusahaan akan mempertahankan struktur modal yang ditargetkan untuk tujuan memaksimalkan nilai pasar perusahaan (Surento, 2002).

Teori keseimbangan ini juga memiliki esensi dalam struktur modal yaitu untuk menyeimbangkan manfaat dan pengorbanan yang diakibatkan adanya penggunaan hutang. Jika pengorbanan ditimbulkan karena adanya hutang yang digunakan sudah banyak, maka untuk menambah hutang sudah tidak diperkenankan. Menurut Brigham (2014) menyebutkan bahwa dalam *trade-off* penggunaan hutang mencapai 100 persen itu sangat sulit untuk dijumpai dalam praktiknya, juga hal tersebut sangat ditentang dalam *trade off theory*. Semakin banyak hutang perusahaan akan membuat semakin banyak pula beban yang harus ditanggung, seperti biaya keagenan, biaya kebangkrutan, beban bunga yang semakin banyak dan juga lain sebagainya. Sehingga teori ini menyatakan bahwa struktur modal yang optimal akan tercapai jika saat terjadinya keseimbangan antara manfaat dan pengorbanan dalam penggunaan hutang.

Modigliani dan Miller pada tahun 1963 mendefinisikan sebagai penyeimbang antara manfaat dan biaya dari penggunaan hutang dalam struktur modal. Apabila manfaat dihasilkan lebih banyak, maka porsi utang akan ditambah. Teori keseimbangan ini juga memiliki esensi dalam struktur modal yaitu untuk menyeimbangkan manfaat dan pengorbanan yang diakibatkan adanya penggunaan hutang. Penggunaan hutang perusahaan akan meningkatkan nilai perusahaan namun hanya pada titik tertentu, selebihnya jika hutang terus ditambah justru akan mengakibatkan penurunan nilai perusahaan (Sjahrial, 2007).

### 2.2. Agency Theory

Teori keagenan atau biasa disebut sebagai teori agensi (*agency theory*) pertama kali dikenalkan oleh Jensen dan Meckling pada tahun 1976. Dimaknai sebagai sebuah kontrak di bawah satu atau lebih yang melibatkan agen untuk melaksanakan beberapa layanan bagi mereka dengan melakukan pendelegasian wewenang pengambilan keputusan kepada agen. Di dalam teori ini dijelaskan bahwa adanya ketidaksamaan kepentingan antara pihak pemilik (*principal*) dan pihak manajemen (*agent*), teori ini juga mendasarkan hubungan kontrak atau kesepakatan untuk melakukan jasa atas nama pemilik dan memberi wewenang kepada agen untuk membuat keputusan yang terbaik bagi pemilik (Lesmono dan Siregar, 2021).

Jensen dan Meckling pada tahun 1976 menjelaskan bahwa teori keagenan ini ialah sebuah teori yang menjelaskan hubungan dari kerjasama antara pemilik perusahaan dan juga manajemen perusahaan. Dimana pemilik perusahaan mendelegasikan wewenang kepada manajemen perusahaan untuk dapat mengelola perusahaan serta mengambil keputusan (Ratih dan Damayanthi, 2016). Teori agensi dalam hal ini menyatakan bahwa manajer sebaiknya menentukan pilihan dari kebijakan hutang. Biaya kagenan dapat dikurangi dengan kebijakan hutang membuat perusahaan melunasi hutangnya secara periodik yang menjadikan *principal* sebagai pengawas.

Hubungan antara pemegang saham dan manajemen saling terkait untuk kemajuan perusahaan. Kepemilikan jumlah saham yang besar membuat perusahaan bisa meningkatkan produktifitas dan layanan di dalam perusahaan, dengan itu perusahaan juga memaksimalkan keuntungan untuk

kesejahteraan kepada pemegang saham. Kewenangan pengelolaan perusahaan diberikan kepada pihak pimpinan perusahaan agar bertanggung jawab dan sesuai dengan tujuan perusahaan melakukan aktivitas operasional perusahaan. Pemegang saham dan manajemen terkadang memiliki harapan serta tujuan yang berbeda (Nasional, 2007). Dimana pemegang saham mengharapkan keuntungan perusahaan, sedangkan manajemen menggunakan keuntungan perusahaan untuk proyek baru ataupun peningkatan produktivitas dan juga layanan perusahaan. Sehingga dari perbedaan kepentingan antara pihak manajemen dengan pemegang saham tersebut menimbulkan adanya *agency problem* dan *agency cost*.

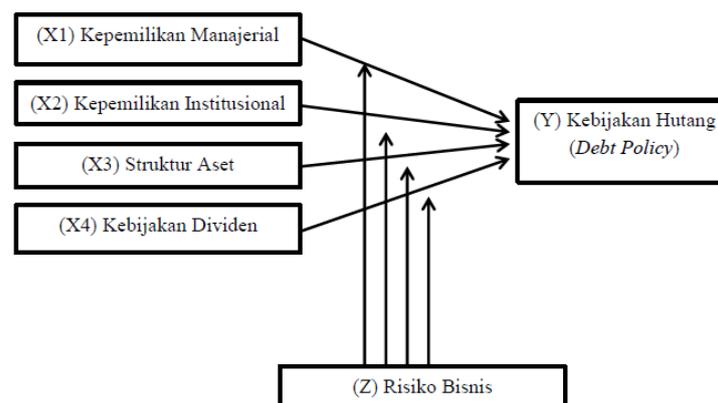
### 2.3. Pecking Order Theory

*Pecking order theory* pertama kali diperkenalkan oleh Donaldson pada tahun 1961 dan dicetuskan namanya oleh Meyers pada tahun 1984. Dimana teori ini memiliki definisi suatu urutan dari keputusan pendanaan dimana para manajer akan memilih pendanaan untuk menggunakan laba ditahan terlebih dahulu (internal), selanjutnya baru akan menggunakan hutang dan penerbitan saham sebagai pilihan yang terakhir. Perusahaan akan dapat mengurangi risiko gagal pemenuhan kewajiban apabila memanfaatkan penggunaan hutang dengan optimal diikuti dengan pertimbangan terhadap karakteristik perusahaan. Hal tersebut akan dapat menghindari perusahaan dari implikasi negatif antara kepercayaan investor terhadap perusahaan.

Menurut Soraya dan Permanasari (2017) jika pendanaan internal tidak mencukupi, maka pihak manajemen akan mengambil dan membutuhkan pendanaan dari eksternal seperti hutang. Menurut Mardiantanto (2016) menyebutkan bahwa teori *pecking order* ini menunjukkan kecenderungan perusahaan dalam memilih pembiayaan berdasarkan hirarki sumber dana yang paling disukai yang mana diakibatkan oleh asimetrik informasi yang menunjukkan bahwa manajemen memiliki banyak informasi dari pada pemegang saham dimana asimetrik informasinya berupa biaya transaksi dan biaya emisi.

Umumnya perusahaan yang menerbitkan utang memiliki biaya yang lebih kecil daripada perusahaan yang menerbitkan saham baru. Jika membandingkan antara penerbitan sekuritas dan hutang, perusahaan akan cenderung memilih hutang dibanding saham karena untuk mengurangi biaya yang timbul dari kedua hal tersebut. Perusahaan akan dapat mengurangi risiko gagal pemenuhan kewajiban apabila memanfaatkan penggunaan hutang dengan optimal diikuti dengan pertimbangan terhadap karakteristik perusahaan. Hal tersebut akan dapat menghindari perusahaan dari implikasi negatif antara kepercayaan investor terhadap perusahaan.

Kerangka berpikir dalam penelitian ini menganalisis pengaruh dari empat variabel bebas dan variabel moderating terhadap kebijakan hutang yang tampak seperti berikut.



Gambar 1. Kerangka Berpikir

### 2.4. Hipotesis Penelitian

Kepentingan manajemen dan pemegang saham dapat disejajarkan dengan adanya kepemilikan manajerial, karena manajer akan merasakan dampak dari keputusan yang diambil oleh nya. Susilawati (2012) menyebutkan sekuritas perusahaan dapat menyamakan kepentingan *insider*

dengan pihak *external* serta akan mengurangi peranan hutang sebagai mekanisme untuk meminimumkan biaya keagenan dalam perusahaan, oleh karena itu kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan. Semakin meningkat kepemilikan manajerial dalam perusahaan, maka akan menyebabkan manajemen semakin memperhatikan dalam menggunakan hutang dan akan meminimumkan hutang. Teori keagenan menjelaskan bahwa kepemilikan manajerial ini mengurangi masalah keagenan yang timbul di dalam perusahaan.

Adanya kepemilikan manajerial didefinisikan sebagai kepemilikan saham oleh pihak manajemen, yang artinya seorang manajer mempunyai dua peran yaitu sebagai manajer dan pemegang saham (Natasha, 2020). Hal tersebut akan menyelaraskan kepentingannya dengan kepentingan perusahaan. Karena keputusan yang diambil oleh seorang manajer akan berpengaruh pada kinerja perusahaan serta memberikan konsekuensi, maka dari itu pihak manajer tidak akan bertindak secara gegabah dalam proses pengambilan keputusan (Herninta, 2019). Keputusan akan pendanaan yang diambil oleh pihak manajemen harus dilakukan secara cermat dikarenakan apabila manajemen mengambil keputusan yang kurang tepat akan menyebabkan kerugian bagi perusahaan dan pihak manajemen juga yang akan menanggung kerugian tersebut (Widanti, 2021). Oleh karena itu, semakin besar kepemilikan manajerial maka penggunaan hutang akan semakin menurun.

Kepemilikan manajerial menanggung konsekuensi dari kebijakan yang diambil termasuk salah satunya kebijakan hutang, sehingga manajer akan lebih wapada untuk mengambil keputusan mengenai penggunaan hutang. Rezki dan Anam (2020) menyebutkan kehati-hatian dari manajer tersebut memberikan pengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan, serta menyamakan kepentingan antara pihak manajemen dan pemegang saham. Atas dasar teori dan *review* penelitian terdahulu tersebut, maka disusun hipotesis:

H1: Kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang.

Kekuasaan besar pada kepemilikan institusional akan menyebabkan munculnya kontrol yang ketat kepada pihak manajemen, sehingga pendanaan hutang akan semakin ditekan. Adanya pengawasan yang ketat dapat membuat kinerja perusahaan menjadi baik, sehingga kreditur memandang risiko perusahaan rendah (Agustina dan Ashkhabi, 2015). Kehadiran kepemilikan institusional dapat mengurangi hutang perusahaan dalam rangka meminimalkan total biaya keagenan hutang (*agency cost of debt*). Pengukurannya menggunakan jumlah saham yang dimiliki oleh institusional dibagi dengan jumlah saham yang beredar di perusahaan. Kepemilikan saham oleh institusi dapat menggantikan peranan hutang untuk memonitor pihak manajemen dalam perusahaan (Susanto, 2011). Semakin besar prosentase saham yang dimiliki oleh institusi akan mengefektifkan pengawasan kepada pihak manajemen, karena bisa mengendalikan dan menekan perilaku oportunistik yang dilakukan oleh pihak manajemen sehingga memaksa manajemen untuk mengurangi tingkat hutang agar perusahaan lebih optimal dalam mengelola pendanaan.

Kepemilikan institusional di dalam perusahaan akan mendorong peningkatan adanya pengawasan yang optimal. Pengawasan yang lebih kuat dibandingkan antara pemegang saham lainnya. Wewenang yang cukup besar dimiliki oleh pemilik saham institusi dibandingkan pemegang saham lainnya (Nurdyastuti, 2019). Kehati-hatian pihak manajemen dalam memutuskan pendanaan eksternal menyebabkan penggunaan hutang mengalami penurunan. Penjelasan dari segi teori dan hasil penemuan terdahulu yang mendukung adanya pengaruh kepemilikan institusional terhadap kebijakan hutang menunjukkan bahwa kepemilikan institusional yang tinggi akan membuat kebijakan hutang semakin menurun. Atas dasar teori dan *review* penelitian terdahulu tersebut, maka disusun hipotesis:

H2: Kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang.

Pandey (2004) mendefinisikan struktur aset merupakan perbandingan antara aset tetap dengan total aset yang dimiliki oleh perusahaan. Struktur aset mempengaruhi sumber pembiayaan dengan melalui berbagai cara. Perusahaan dengan aktiva tetap jangka panjang yang besar akan meyakinkan para investor dan kreditor. Keyakinan tersebut akan memudahkan perusahaan dalam mendapatkan pendanaan dari luar (dana eksternal) termasuk dana hutang. Aset tetap yang besar milik perusahaan akan membuat perusahaan menambah hutang dengan mudah, karena memiliki jaminan hutang yang

besar juga. Semakin tinggi struktur aset dalam perusahaan akan mengakibatkan kebijakan hutang dalam perusahaan juga semakin meningkat.

Perusahaan akan menyeimbangkan atau menyetarakan manfaat dan biaya dari adanya penggunaan utang, maka apabila perusahaan memiliki aset yang dapat dimanfaatkan sebagai jaminan maka hutang akan bertambah untuk memaksimalkan struktur modal dan nilai pasar perusahaan (Asiyah, 2019). Aset yang dimiliki perusahaan akan dimanfaatkan dengan semaksimal mungkin untuk bisa digunakan menjadi jaminan hutang bagi perusahaan. *Trade-off Theory* menyebutkan bahwa perusahaan bisa meningkatkan hutangnya selama masih tersedia nya jaminan. Apabila perusahaan memiliki proporsi aset tetap lebih dari aset lancar, maka perusahaan cenderung menggunakan hutang (Brigham dan Houston, 2014). Atas dasar teori dan *review* penelitian terdahulu tersebut, maka disusun hipotesis:

H3: Struktur aset berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang.

Manurung (2012) mendefinisikan bahwa kebijakan dividen menyangkut pada masalah penggunaan laba yang menjadi hak dari pemegang saham. Apabila dividen dibayarkan secara tunai makin meningkat, maka semakin sedikit dana yang tersedia untuk reinvestasi. Kebijakan dividen yang stabil akan mengakibatkan adanya keharusan bagi perusahaan untuk menyediakan sejumlah dana untuk membayar sejumlah dividen yang tetap, sehingga kebutuhan pendanaan akan semakin meningkat.

Pembayaran dividen merupakan bagian daripada pengawasan kegiatan perusahaan oleh pihak pimpinan manajemen sebagai agen (Rozeff, 1982). Perusahaan cenderung akan membayar dividen yang lebih tinggi apabila manajemen memiliki proporsi saham yang rendah. Herninta (2019) menjelaskan bahwa peningkatan kebijakan dividen maka kebijakan hutang akan bertambah pula. Sehingga kebijakan dividen memiliki pengaruh positif terhadap kebijakan hutang. Apabila dividen dibayarkan secara tunai makin meningkat, maka semakin sedikit dana yang tersedia untuk reinvestasi. Kebijakan dividen yang stabil akan mengakibatkan adanya keharusan bagi perusahaan untuk menyediakan sejumlah dana untuk membayar sejumlah dividen yang tetap, sehingga kebutuhan pendanaan akan semakin meningkat. Atas dasar teori dan *review* penelitian terdahulu tersebut, maka disusun hipotesis:

H4: Kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang.

Kepemilikan manajerial yang dimiliki oleh perusahaan sebagai jawaban dari konflik keagenan yang sering terjadi di perusahaan. Semakin besar jumlah saham yang dimiliki oleh pihak manajemen, maka akan membuat keputusan pendanaan dari pihak luar semakin berhati-hati termasuk hutang. Perusahaan dengan risiko bisnis yang tinggi akan cenderung menghindari pendanaan dengan menggunakan hutang dibandingkan dengan perusahaan yang memiliki risiko bisnis lebih rendah. Walaupun tingkat kepemilikan manajerial tinggi dan kemungkinan akan mengurangi kebijakan hutang, namun adanya risiko bisnis akan memberikan pengaruh signifikan untuk mengelola kebijakan hutang dalam perusahaan.

Risiko bisnis merupakan risiko dari perusahaan ketika tidak mampu menutupi biaya operasionalnya dan dipengaruhi oleh stabilitas pendapatan dan biaya. Dimana risiko bisnis yang dihadapi oleh perusahaan harus dipertimbangkan untuk menentukan komposisi yang tepat untuk pendanaan hutang yang akan diambil (Alza, 2019). Keputusan pendanaan hutang dengan mempertimbangkan risiko bisnis yang dimiliki perusahaan akan membuat keputusan yang dibuat semakin akurat dan menghindari perusahaan dalam kondisi yang bahaya.

Indriantoro dan Supomo (2011) menyebutkan bahwa risiko bisnis memiliki pengaruh terhadap kebijakan hutang ke arah negatif. Perusahaan jika memiliki tingkat risiko bisnis tinggi, maka akan cenderung menghindari pendanaan hutang. Keputusan pendanaan hutang akan ditekan dan dikurangi sejalan dengan adanya risiko bisnis yang ada di perusahaan. Atas dasar teori dan *review* penelitian terdahulu tersebut, maka disusun hipotesis:

H5: Risiko bisnis memoderasi pengaruh kepemilikan manajerial terhadap kebijakan hutang.

Kehadiran risiko bisnis akan memberikan dampak pada pengaruh kepemilikan institusional terhadap kebijakan hutang. Perusahaan cenderung akan mengurangi kebijakan hutang jika risiko bisnis dalam perusahaan cukup tinggi, itu dikarenakan perusahaan tidak akan mengambil risiko yang berbahaya mengancam kondisi kesehatan perusahaan. Teori *trade-off* dalam hal ini menjelaskan bahwa risiko bisnis perusahaan yang semakin tinggi maka akan menjadi pertimbangan bagi para pemilik saham institusi untuk memperluas pengawasan terhadap kebijakan yang akan diambil oleh pihak manajemen. Sehingga jika risiko bisnis berubah akan mempengaruhi kepemilikan institusional perusahaan yang akan mengakibatkan kebijakan pendanaan hutang juga berubah.

Risiko bisnis akan memberikan dampak yang cukup signifikan apabila penyebabnya dari luar perusahaan. Karena risiko bisnis yang berasal dari luar perusahaan, untuk mengontrol dan mengendalikan cukup sukar dilakukan. Sehingga cara yang tepat adalah dengan mengurangi atau menekan risiko-risiko yang mungkin bisa menyelamatkan kondisi perusahaan. Hal tersebut salah satu caranya ialah menekan angka kebijakan hutang perusahaan. Dengan menekan hutang dan tidak mengambil langkah tersebut di kondisi risiko bisnis yang meningkat, maka akan menghindari perusahaan dari risiko gagal bayar pinjaman.

Brigham dan Houston pada tahun 2014 mendefinisikan bahwa ketidakpastian yang dialami perusahaan dalam menghadapi kondisi bisnisnya. Risiko bisnis mewakili tingkat risiko dari aktivitas-aktivitas perusahaan yang menggunakan hutang. Perusahaan dengan risiko bisnis tinggi akan kurang bisa menggunakan hutang yang besar, sesuai dengan *trade-off theory* yang pada intinya menjelaskan bahwa menyeimbangkan manfaat serta pengorbanan yang timbul akibat dari penggunaan hutang, bahwa semakin banyak hutang semakin tinggi beban biaya kebangkrutan atau risiko yang ditanggung perusahaan. Penggunaan hutang yang besar akan membuat sulit perusahaan dalam mengembalikan atau membayar hutang mereka. Atas dasar teori dan *review* penelitian terdahulu tersebut, maka disusun hipotesis:

H6: Risiko bisnis memoderasi pengaruh kepemilikan institusional terhadap kebijakan hutang.

Munculnya risiko bisnis dalam pengaruh struktur aset terhadap kebijakan hutang akan memberikan dampak bagi keputusan pendanaan hutang. Kreditor selain melihat struktur aset perusahaan juga akan melihat risiko bisnis dalam perusahaan. Apabila perusahaan memiliki tingkat risiko bisnis yang tinggi maka kreditor akan cenderung tidak akan memberikan pinjaman. Struktur aset yang tinggi dan kemungkinan terjadinya kebijakan hutang juga meningkat, namun adanya risiko bisnis akan memberikan pengaruh signifikan untuk mengurangi kebijakan hutang dikarenakan risiko bisnis yang akan menyebabkan pihak manajemen meminimalkan pendanaan hutang yang dirasa berisiko bagi perusahaan (Lesmono dan Siregar, 2021).

Risiko bisnis ini dapat mempengaruhi adanya struktur aset terhadap kebijakan hutang. Dengan risiko bisnis yang dimiliki perusahaan dengan penyebab dari eksternal mempengaruhi struktur aset dan menyebabkan kebijakan hutang berubah. Munculnya risiko bisnis ini akan memberikan persepsi lain terhadap pihak manajemen untuk mengambil keputusan pendanaan hutang, dikarenakan manajemen akan mempertimbangkan bahwa akan sangat bahaya jika melakukan pendanaan. Probabilitas kebangkrutan yang tinggi terjadi apabila perusahaan memiliki risiko bisnis yang cukup tinggi dan pendapatan yang tinggi (Ari dan Yuniningsih, 2020). Struktur aset yang tinggi dalam perusahaan jika dihadirkan risiko bisnis yang tinggi pula, maka hal tersebut akan menjadi hal yang dipertimbangkan bagi kreditor dan juga pihak manajemen. Sehingga untuk kebaikan perusahaan, maka perusahaan akan mengurangi penggunaan hutang. Atas dasar teori dan *review* penelitian terdahulu tersebut, maka disusun hipotesis:

H7: Risiko bisnis memoderasi pengaruh struktur aset terhadap kebijakan hutang.

Kebijakan dividen jika dibagi secara tunai maka akan membuat persediaan laba ditahan semakin berkurang. Untuk membiayai aktivitas operasional perusahaan jika laba ditahan masih kurang untuk membiayai aktivitas operasional perusahaan, maka perusahaan dapat mencari sumber pendanaan dari luar perusahaan. Hadirnya risiko bisnis, akan sangat berisiko jika mengambil langkah pendanaan hutang untuk kondisi perusahaan dengan risiko bisnis yang tinggi. Sesuai dengan *trade-off* teori, risiko bisnis akan membuat perusahaan mempertimbangkan dari keseimbangan antara manfaat dan juga biaya untuk mengambil keputusan pendanaan hutang. Sehingga munculnya risiko bisnis akan

menyebabkan perubahan pengaruh dari kebijakan dividen terhadap kebijakan hutang perusahaan yang akan berkurang.

Indrian (2019) menyebutkan bahwa risiko bisnis memiliki pengaruh terhadap kebijakan hutang ke arah negatif. Perusahaan jika memiliki tingkat risiko bisnis tinggi, maka akan cenderung menghindari pendanaan hutang. Keputusan pendanaan hutang akan ditekan dan dikurangi sejalan dengan adanya risiko bisnis yang ada di perusahaan, karena akan terlalu riskan jika perusahaan mengambil langkah pendanaan hutang jika risiko bisnis yang dimiliki perusahaan tinggi.

Risiko bisnis ialah suatu kondisi ataupun faktor yang dapat menimbulkan kerugian atau dampak negatif terhadap aktivitas operasional perusahaan (Wijayanti dan Pertiwi, 2020). Hubungan negatif antara risiko bisnis terhadap kebijakan hutang juga dikemukakan dalam penelitian Wijayanti dan Pertiwi (2020), hubungan tersebut berarti bahwa apabila risiko bisnis di perusahaan tinggi maka hutang akan turun. Dengan demikian, risiko bisnis yang tinggi akan membuat perusahaan cenderung memprioritaskan pendanaan dari internal dan menjauhi pendanaan eksternal melalui hutang untuk bisa meminimalkan risiko perusahaan. Atas dasar teori dan *review* penelitian terdahulu tersebut, maka disusun hipotesis:

H8: Risiko bisnis memoderasi pengaruh kebijakan dividen terhadap kebijakan hutang.

### 3. Metode Penelitian

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan sektor *property* dan *real estate* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode pengamatan 2019-2021 yang berjumlah 83 perusahaan. Adapun pemilihan sampel menggunakan teknik *purposive sampling* sesuai dengan kriteria yang ditentukan, yakni mempublikasikan laporan tahunan perusahaan serta data yang berkaitan dengan variabel penelitian disajikan secara lengkap pada laporan keuangan tahunan yang telah diaudit pada tahun 2019-2021 sehingga menghasilkan 114 unit analisis. Berikut tabel operasional kriteria sampel penelitian:

Tabel 1. Operasionalisasi Kriteria Sampel

Kriteria Sampel	Tidak Sesuai Kriteria	Jumlah
Populasi		83
Perusahaan <i>property &amp; real estate</i> yang terdaftar secara terus-menerus di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode 2019-2021.	(17)	66
Perusahaan <i>property &amp; real estate</i> yang mempublikasikan laporan keuangan dan laporan tahunan secara konsisten selama periode 2019-2021.	(18)	48
Perusahaan <i>property &amp; real estate</i> yang memiliki data lengkap mengenai variabel-variabel yang terkait dalam penelitian.	(7)	41
Jumlah perusahaan yang memiliki data ekstrim (data <i>outlier</i> )	(3)	38
Jumlah sampel (Perusahaan)		38
Unit analisis 3 periode tahun 2019-2021 ( <i>Annual Report</i> )		114
<i>Outlier</i> data analisis (3 perusahaan → 9 unit analisis)	(9)	114

Metode analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah analisis regresi linier berganda. Berikut operasional variabel yang digunakan dalam penelitian ini diprosikan dalam beberapa rasio, diantaranya:

#### 3.1. Kebijakan Hutang

Kebijakan hutang ialah kebijakan yang diambil oleh pihak manajemen untuk memperoleh sumber dana pembiayaan perusahaan sehingga bisa digunakan untuk membiayai aktivitas operasi perusahaan (Riyanto, 2011). Pengukuran kebijakan hutang dalam penelitian ini menggunakan *Debt to Equity Ratio* (DER), dengan perhitungan:

$$\text{Debt to Equity Ratio} = \frac{\text{Total Hutang}}{\text{Total Ekuitas}} \quad (1)$$

### 3.2. Kepemilikan Manajerial

Kepemilikan manajerial adalah pemegang saham dalam perusahaan pihak manajemen yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan pada suatu perusahaan (Downes dan Goodman, 1999). Pengukuran kepemilikan manajerial adalah sebagai berikut:

$$MAN = \frac{\text{Jumlah Saham yang dimiliki manajemen}}{\text{Total Keseluruhan Saham}} \quad (2)$$

### 3.3. Kepemilikan Institusional

Kepemilikan institusional merupakan proporsi kepemilikan saham yang dimiliki institusi dan *blockholders* pada akhir periode (Wahyudi, 2006). Pengukuran kepemilikan institusional ialah sebagai berikut:

$$INST = \frac{\text{Jumlah Saham yang dimiliki institusional}}{\text{Total Keseluruhan Saham}} \quad (3)$$

### 3.4. Struktur Aset

Struktur aset berupa proporsi komponen kekayaan aset perusahaan yang terdiri dari aset lancar dan aset tidak lancar (Syamsuddin, 2009). Indikator pengukuran dalam penelitian ini ialah menggunakan *Fixed Asset Ratio* (FAR) dengan rumus:

$$\text{Fixed Asset Ratio} = \frac{\text{Fixed Asset}}{\text{Total Asset}} \quad (4)$$

### 3.5. Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen merupakan salah satu kebijakan yang diambil manajemen untuk memutuskan apakah laba yang diperoleh perusahaan selama satu tahun akan dibagikan atau tidak untuk dividen (Tahir, 2020). Indikator pengukuran kebijakan dividen dalam penelitian ini menggunakan *Dividend Payout Ratio* (DPR) dengan rumus:

$$\text{Dividend Payout Ratio} = \frac{\text{Dividend Per Share}}{\text{Earning Per Share}} \quad (5)$$

### 3.6. Risiko Bisnis

Risiko bisnis disebut sebagai ketidakpastian yang dihadapi perusahaan yang bisa menyebabkan kerugian ataupun kegagalan bisnis (Brigham, 2014). Pengukuran yang digunakan dalam penelitian ini ialah *Degree of Operating Leverage* (DOL) dengan rumus:

$$\text{Degree of Operating Leverage} = \frac{\Delta EBIT}{\Delta Sales} \quad (6)$$

## 4. Hasil Penelitian dan Pembahasan

### 4.1. Statistik Deskriptif

Analisis statistik deskriptif ini bertujuan untuk menganalisis data statistik variabel penelitian dilihat dari nilai minimum (min), maksimum (max), nilai rata-rata (*mean*), dan standar deviasi dari variabel kebijakan hutang (Y), kepemilikan manajerial (X1), kepemilikan instiusional (X2), struktur aset (X3), kebijakan dividen (X4), dan variabel risiko bisnis (Z). Hasil statistik deskriptif dari penelitian ini sebagai berikut:

**Tabel 2.** Hasil Statistik Deskriptif

Variabel	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
Kebijakan Hutang	114	0,11	2,12	1,263	0,27662
Kepemilikan Manajerial	114	0,08	0,95	0,5760	0,18869
Kepemilikan Institusional	114	0,57	0,99	0,8118	0,10100
Struktur Aset	114	0,61	1,00	0,8717	0,08380
Kebijakan Dividen	114	0,00	1,00	0,2916	0,57315
Risiko Bisnis	114	0,76	1,68	1,1629	0,25512

Tabel tersebut menunjukkan nilai minimum dari variabel kebijakan hutang sebesar 0,11 dan nilai maksimum 2,12. Nilai rata-rata (*mean*) variabel kebijakan hutang sebesar 0,9326. Nilai standar deviasi variabel kebijakan hutang sebesar 0,27662. Nilai standar deviasi yang lebih rendah dibandingkan dengan nilai rata-rata (*mean*) berarti bahwa sebaran data merata. Nilai terendah variabel kepemilikan manajerial sebesar 0,08 dan nilai tertingginya sebesar 0,95. Nilai rata-rata (*mean*) sebesar 0,5760 dan nilai standar deviasi sebesar 0,18869. Nilai standar deviasi lebih kecil dari nilai rata-rata mengindikasikan bahwa data kepemilikan manajerial cenderung homogen. Nilai terendah (*minimum*) kepemilikan institusional sebesar 0,57 dan nilai tertinggi (*maximum*) sebesar 0,99. Rata-rata nilai kepemilikan institusional sebesar 0,8118 dengan nilai standar deviasinya 0,10100. Nilai standar deviasi yang lebih rendah dibandingkan dengan nilai rata-rata (*mean*) berarti bahwa sebaran data merata. Struktur aset memiliki nilai terendah sebesar 0,61 dan nilai tertinggi sebesar 1,00. Rata-rata nilai struktur aset sebesar 0,8717 dengan nilai standar deviasinya 0,08380. Nilai standar deviasi yang lebih kecil dibandingkan dengan nilai rata-rata (*mean*) berarti bahwa data struktur aset menyebar secara merata. Kebijakan dividen masing-masing memiliki nilai terendah sebesar 0,00 dan nilai tertinggi sebesar 1,00. Rata-rata nilai kebijakan dividen sebesar 0,2784 dengan nilai standar deviasinya 0,57971.

Nilai standar deviasi yang lebih tinggi dibandingkan dengan nilai rata-rata berarti bahwa data kebijakan dividen menyebar secara heterogen. Nilai minimum risiko bisnis sebesar 0,76 dan tertinggi (*maximum*) sebesar 1,68. Rata-rata nilai risiko bisnis sebesar 1,1629 dengan nilai standar deviasinya 0,25512. Nilai standar deviasi lebih kecil dari nilai rata-rata mengindikasikan bahwa data berada di daerah rata-rata perhitungannya. Tahap selanjutnya setelah analisis statistik deskriptif adalah uji asumsi klasik berupa uji normalitas, uji multikolinieritas, uji autokorelasi, dan uji heteroskedastisitas. Dari uji tersebut menunjukkan bahwa data pada sampel penelitian telah lolos uji asumsi klasik.

#### 4.2. Pengujian Hipotesis

Analisis hipotesa dengan menguji hipotesis dilakukan dengan melihat *unstandardized* dan nilai signifikansi (Sig) dengan tingkat signifikansi pada 5% atau 0,05. Berikut tabel untuk menyajikan hasil pengujian regresi linier berganda:

**Tabel 3.** Hasil Uji Hipotesis

Hipotesis	Koefisien Regresi	Sig.
Kepemilikan manajerial → kebijakan hutang	-0,023	0,397
Kepemilikan institusional → kebijakan hutang	0,023	0,410
Struktur aset → kebijakan hutang	0,009	0,044
Kebijakan dividen → kebijakan hutang	0,012	0,731
Risiko bisnis * kepemilikan manajerial → kebijakan hutang	0,036	0,283
Risiko bisnis * kepemilikan institusional → kebijakan hutang	0,023	0,488
Risiko bisnis * struktur aset → kebijakan hutang	-0,016	0,005
Risiko bisnis * kebijakan dividen → kebijakan hutang	0,113	0,013

#### Pengaruh Kepemilikan Manajerial terhadap Kebijakan Hutang

Hasil uji menunjukkan bahwa nilai signifikansi sebesar 0,397 ( $> 0,05$ ) sehingga kepemilikan manajerial tidak berpengaruh secara signifikan terhadap kebijakan hutang. Kepemilikan saham oleh pihak manajemen pada perusahaan sampel yang diteliti kemungkinan teridentifikasi tidak menggunakan hak kendali nya untuk mengatur kebijakan hutang di dalam perusahaan. Hasil tersebut bisa dilihat bahwa pemegang saham pihak manajemen di perusahaan *property & real estate* jumlah

nya rendah, sehingga kemungkinan dalam pengambilan keputusan pendanaan hutang di perusahaan tidak terlalu terpengaruh adanya kepemilikan manajerial.

Hasil penelitian ini bertentangan dengan penelitian dari Rezki dan Anam (2020) yang menyebutkan hasil penelitian kebijakan hutang dipengaruhi secara signifikan dengan arah yang negatif oleh kepemilikan manajerial. Berlawanan juga dengan penelitian dari Paryanti, et al, (2020) yang menyatakan bahwa kepemilikan manajerial yang semakin meningkat akan mengakibatkan pihak manajer akan lebih berhati-hati dalam menggunakan hutang sehingga penggunaan dana hutang akan semakin berkurang sehingga penelitian pengaruh kepemilikan manajerial terhadap kebijakan hutang hasilnya ke arah negatif.

### **Pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap Kebijakan Hutang**

Hasil pengolahan data pada penelitian ini sesuai dengan tabel 2. yang menunjukkan bahwa nilai signifikansi dari hipotesis kedua yaitu 0,410 ( $0,410 > 0,05$ ) nilai tersebut menunjukkan bahwa kepemilikan institusional tidak signifikan berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Kepemilikan institusional berpengaruh secara negatif terhadap kebijakan hutang berdasarkan hasil penelitian dari (Indriantoro dan Supomo, 2011). Hasil tersebut bertentangan dengan hasil penelitian kali ini, yang menunjukkan kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Adanya monitoring atau pengawasan dari pihak institusi terhadap pihak manajer akan menurunkan kebijakan hutang dalam perusahaan. Semakin meningkat kepemilikan institusional maka akan semakin banyak pula pihak yang mengawasi manajemen untuk pelaksanaan operasional perusahaan.

### **Pengaruh Struktur Aset terhadap Kebijakan Hutang**

Hasil uji hipotesis pada tabel variabel struktur aset adalah sebesar 0,327 dan nilai signifikansi sebesar 0,044 ( $0,044 < 0,05$ ). Hal tersebut berarti bahwa struktur aset berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan hutang. Selaras dengan konsep teori *trade-off*, hasil penelitian ini membuktikan bahwa kesetaraan yang terjadi pada saat keuntungan juga kerugian muncul akibat dari pemakaian hutang akan membuat struktur aset menjadi lebih maksimal. Perusahaan akan lebih menyeimbangkan manfaat dan biaya dari adanya penggunaan hutang, maka apabila perusahaan memiliki aset yang dapat dimanfaatkan sebagai jaminan maka hutang akan bertambah untuk memaksimalkan struktur modal dan nilai pasar perusahaan.

Penelitian ini sejalan dengan hasil penelitian dari Tasman et al., (2019) yang menunjukkan bahwa struktur aset memiliki hubungan yang positif terhadap kebijakan hutang. Perusahaan dengan struktur aset yang memiliki lebih banyak aset tetap nya akan bisa dengan mudah mendapatkan pinjaman dengan adanya agunan yang dimiliki, sehingga memberikan kepercayaan diri bagi perusahaan untuk memutuskan mengambil kebijakan hutang yang ditambah. Kreditur akan mempertimbangkan aset yang dimiliki perusahaan untuk dijadikan jaminan sebagai salah satu faktor yang mempengaruhi kebijakan pendanaan hutang perusahaan.

### **Pengaruh Kebijakan Dividen terhadap Kebijakan Hutang**

Hasil uji hipotesis berdasarkan tabel variabel struktur aset adalah sebesar 0,731 dan nilai signifikansi sebesar 0,731 ( $0,731 < 0,05$ ). Hal tersebut berarti bahwa kebijakan dividen secara negatif tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang. Kebijakan dividen ini memilih antara dividen akan dibagi ataupun ditahan sebagai laba ditahan untuk bisa diinvestasikan kembali ke dalam perusahaan. Penelitian ini hasilnya tidak sesuai dengan *pecking order theory*, yang menyebutkan bahwa perusahaan akan memanfaatkan dana internal yaitu laba ditahan, ketika dana internal tidak mencukupi maka akan menggunakan dana dari eksternal berupa hutang. Disaat perusahaan melakukan pembagian dividen, maka akan menyebabkan dana internal berwujud laba ditahan berkurang. Sehingga jika mengalami kekurangan, perusahaan akan membutuhkan dana dari luar berupa hutang untuk bisa menjalankan aktivitas operasionalnya.

Hasil penelitian ini sejalan dengan studi dari Stryckova, (2019) yang menunjukkan hasil bahwa kebijakan dividen tidak memiliki pengaruh terhadap kebijakan hutang. Hal tersebut menandakan bahwa investor cenderung lebih memilih mempertimbangkan tingkat keuntungan perusahaan yang bersumber dari saham nya daripada keputusan pembagian dividen.

### **Pengaruh Kepemilikan Manajerial terhadap Kebijakan Hutang melalui Risiko Bisnis**

Hasil uji menunjukkan interaksi antara variabel kepemilikan manajerial dengan risiko bisnis terhadap kebijakan hutang memiliki nilai sebesar 1,080 dengan nilai signifikansi sebesar 0,283 ( $0,283 > 0,05$ ). Hal ini berarti bahwa variabel risiko bisnis tidak berpengaruh signifikan dalam memoderasi kepemilikan manajerial terhadap kebijakan hutang. Hasil pengujian ini tidak sesuai dengan *trade-off theory* yang menjelaskan bahwa keseimbangan manfaat akan diciptakan dalam perusahaan. Pihak manajemen yang sekaligus sebagai pemilik saham perusahaan jika meningkat dengan hadirnya risiko bisnis, akan membuat kebijakan hutang semakin ditekan jumlahnya dikarenakan untuk menghindari kerugian yang akan terjadi.

Dalam teori *trade-off* yang memaksimalkan manfaat dalam perusahaan, jika langkah pinjaman tidak memberikan manfaat yang maksimal dalam perusahaan atau bahkan merugikan, maka perusahaan akan mengurangi keputusan pendanaan hutang. [Herminta \(2019\)](#) menjelaskan bahwa kepemilikan manajerial yang meningkat akan mengakibatkan manajer lebih berhati-hati dalam menggunakan hutang sehingga kebijakan hutang akan berkurang. Kepemilikan manajerial ini dihitung dengan membandingkan antara saham yang dimiliki oleh manajer dengan total saham yang beredar di dalam perusahaan.

### **Pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap Kebijakan Hutang melalui Risiko Bisnis**

Risiko bisnis menunjukkan arah positif dan tidak signifikan, yang berarti risiko bisnis tidak mampu memoderasi hubungan antara kepemilikan institusional terhadap kebijakan hutang pada perusahaan *property & real estate* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Nilai interaksi antara variabel kepemilikan institusional dengan risiko bisnis memiliki nilai sebesar 0,696 dengan nilai signifikansi sebesar 0,488 ( $0,488 > 0,05$ ). Hal ini berarti bahwa variabel risiko bisnis tidak berpengaruh signifikan dalam memoderasi kepemilikan institusional terhadap kebijakan hutang. Hasil penelitian ini tidak sesuai dengan *trade-off theory* yang menjelaskan bahwa risiko bisnis perusahaan yang semakin tinggi, maka akan menjadi pertimbangan bagi para pemilik saham institusi untuk memperluas pengawasan terhadap kebijakan yang akan diambil oleh pihak manajemen. Sehingga jika risiko bisnis meningkat maka akan mempengaruhi pemilik saham institusional membuat keputusan yang mengubah kebijakan hutang.

[Widanti \(2021\)](#) menjelaskan bahwa kepemilikan institusional memiliki pengaruh yang negatif terhadap kebijakan hutang karena investor institusi tidak berperan aktif dalam memutuskan kebijakan pendanaan perusahaan. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa risiko bisnis yang dijadikan variabel moderasi tidak mampu dalam memperkuat maupun memperlemah pengaruh kepemilikan institusional terhadap kebijakan hutang perusahaan. Hal tersebut mencerminkan bahwa ada atau tidaknya risiko bisnis tidak akan mempengaruhi tinggi rendahnya perusahaan untuk mengambil kebijakan hutang.

### **Pengaruh Struktur Aset terhadap Kebijakan Hutang melalui Risiko Bisnis**

Hasil uji hipotesis menunjukkan nilai interaksi antara variabel struktur aset dengan risiko bisnis memiliki nilai t-hitung sebesar (-0,540) dengan nilai signifikansi sebesar 0,005 ( $0,005 < 0,05$ ). Hal ini berarti bahwa variabel risiko bisnis berpengaruh signifikan dalam memoderasi pengaruh struktur aset terhadap kebijakan hutang. Hasil tersebut menunjukkan secara negatif, yang berarti risiko bisnis dapat memoderasi hubungan secara negatif antara struktur aset terhadap kebijakan hutang pada perusahaan *property & real estate* di Indonesia. Munculnya risiko bisnis sebagai moderasi akan membuat kebijakan hutang semakin rendah walaupun dengan struktur aset yang meningkat pula.

Perusahaan ketika memiliki aset yang bisa dimanfaatkan sebagai jaminan untuk mengambil hutang, namun memiliki risiko bisnis maka akan mengakibatkan kebijakan pendanaan hutang akan berkurang. Jika keputusan pendanaan hutang terlalu berisiko akibat adanya risiko bisnis yang tinggi, maka pihak pengambil keputusan tidak akan mengambil hutang. Struktur aset yang tinggi jika dihadirkan risiko bisnis yang tinggi pula maka akan menjadi hal yang dipertimbangkan oleh kreditor dan manajemen. Sehingga perusahaan akan mengurangi penggunaan hutang untuk kebaikan kondisi perusahaan. Struktur aset yang tinggi dan risiko bisnis juga tinggi maka kebijakan hutang akan semakin turun. Jika struktur aset tetap dan risiko bisnis rendah maka kebijakan hutang akan semakin meningkat.

## Pengaruh Kebijakan Dividen terhadap Kebijakan Hutang melalui Risiko Bisnis

Hasil uji hipotesis dengan nilai interaksi antara variabel kebijakan dividen dengan risiko bisnis memiliki nilai sebesar (-2,520) dengan nilai signifikansi sebesar 0,013 ( $0,013 < 0,05$ ). Hal ini berarti bahwa variabel risiko bisnis berpengaruh signifikan dalam memoderasi pengaruh kebijakan dividen terhadap kebijakan hutang. Hasil penelitian ini sejalan dengan *trade-off theory* yang menjelaskan bahwa risiko bisnis akan membuat perusahaan mempertimbangkan keseimbangan antara manfaat serta biaya untuk mengambil keputusan pendanaan hutang. Sehingga munculnya risiko bisnis akan menyebabkan perubahan pengaruh dari kebijakan dividen terhadap kebijakan hutang perusahaan yang akan berkurang.

Perusahaan dengan kondisi risiko bisnis tinggi akan mempengaruhi dalam pembagian dividen tunai mereka. Pertimbangan yang mereka lakukan ialah untuk mengukur apakah ke depan perusahaan dapat mempunyai biaya untuk aktivitas operasi perusahaan. Sehingga apabila kebijakan dividen tinggi namun risiko bisnis juga tinggi maka perusahaan akan menekan penggunaan dana hutang atau kebijakan hutang perusahaan. Jumlah penggunaan hutang yang tinggi akan membahayakan perusahaan berada di kondisi yang kurang sehat dalam pendanaannya. Kondisi tersebut akan memposisikan perusahaan memiliki risiko kebangkrutan yang tinggi pula. Perusahaan akan mengalami kesulitan dalam pengembalian atau membayar hutangnya dalam kondisi tersebut.

## 5. Kesimpulan

Hasil penelitian menunjukkan bahwa struktur aset berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang, serta risiko bisnis mampu memoderasi struktur aset dan kebijakan dividen. Sementara itu, kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, dan kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang, serta risiko bisnis tidak dapat memoderasi pengaruh kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional.

Hasil penelitian diharapkan dapat membantu manajemen perusahaan untuk dapat memperhatikan setiap kebijakan pendanaan eksternal perusahaan berupa hutang. Manajemen perusahaan juga dapat mempertimbangkan adanya risiko bisnis yang ada dalam perusahaan. Perusahaan bisa memanfaatkan struktur aset untuk mengontrol kebijakan hutang yang akan diambil perusahaan. Investor yang ingin memutuskan berinvestasi di sebuah perusahaan, sebaiknya mempertimbangkan pengelolaan atau kebijakan hutang perusahaan tersebut terlebih untuk risiko bisnis yang dimiliki perusahaan. Hal tersebut untuk menghindari dari investasi yang baik.

Penelitian selanjutnya diharapkan dapat menggunakan indikator lain agar menemukan hasil yang berbeda. Tingkat koefisien determinasi pada penelitian ini yang masih di angka 26,1% dapat menjadi dorongan selanjutnya dalam mengeksplorasi variabel independen lain yang dapat mempengaruhi kebijakan hutang. Penelitian ini menggunakan indikator risiko bisnis yaitu *Degree of Operating Ratio* (DOL) dengan mempertimbangkan adanya perubahan EBIT dengan perubahan *sales*. Sehingga penelitian selanjutnya diharapkan dapat menggunakan indikator lain agar menemukan hasil yang berbeda, misalnya *Basic Earning Power Ratio* (BEPR). Peneliti selanjutnya dapat menggunakan obyek penelitian yang berbeda untuk memperluas sampel penelitian, seperti pada perusahaan sector manufaktur dan sector pertambangan.

## Daftar Pustaka

- Agustina, L., & Ashkhabi, I. R. (2015). *Accounting Analysis Journal*. 4(3), 1–8. <https://doi.org/https://doi.org/10.15294/aaj.v4i3.8304>
- Alza, R. . (2019). Pengaruh Kebijakan Pendanaan, Kebijakan Investasi, dan Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan dengan Risiko Bisnis Sebagai Variabel Pemoderasi. *Jurnal Riset Akuntansi Dan Bisnis Airlangga*, 396–415. <https://doi.org/http://repository.unair.ac.id/id/eprint/69648>
- Anggraeni, R. (2020). *60% Perusahaan Bangkrut Gegara Covid-19*. Okefinance: <https://Economy.Okezone.Com>.

- Ari, K., & Yuniningsih, Y. (2020). *Prespektif Kebijakan Hutang pada Perusahaan Indeks LQ45 yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI)* (Vol. 3, Issue 2). <https://doi.org/https://doi.org/10.15642/manova.v3i2.298>
- Asiyah, S. . (2019). Pengaruh Profitabilitas, Struktur Aset, dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Hutang. *Jurnal Ilmu Dan Riset Manajemen*. <https://doi.org/http://jurnalmahasiswa.stiesia.ac.id/index.php/jirm/article/view/399/406>
- Bernice. (2015). The Impact of Managerial Ownership, Institutional Ownership and Company Size Towards Debt Policy. *IBEA International Conference*.
- Brigham, E. (2014). *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*. Salemba Empat.
- Downes & Goodman, J. (1999). *Dictionary of Finance and Investment Terms*. Barrons Educational Series, Inc.
- Fadhilah, F ; Setiadi, I ; Mulyati, H. (2021). Pengaruh Pertumbuhan Perusahaan, Struktur Aset, Risiko Bisnis dan Free Cash Flow terhadap Kebijakan Hutang (Studi pada Perusahaan BUMN Go Public yang terdaftar di BEI). *Kompartemen : Jurnal Ilmiah Akuntansi*, 19(1), 41–50. <https://doi.org/10.30595/kompartemen.v19i1.11222>
- Herninta, T. (2019). Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang pada Perusahaan yang Terdaftar di BEI. *ESENSI : Jurnal Manajemen Bisnis*, 22(2), 189. <https://doi.org/https://doi.org/10.55886/esensi.v22i2.167>
- Hijau, S. (2021). *Debt to Equity Ratio yang Baik Untuk Investasi Saham*. <https://Sahamhijau.Com>.
- Indrian, H. (2019). Factors Affecting Debt Policy on LQ-45 Company in Indonesia Stock Exchange Period 2015 – 2018. *Atlantis Press*. <https://doi.org/10.2991/aebmr.k.210121.020>
- Indriantoro; Supomo, B. (2011). *Metodologi Penelitian Bisnis Untuk Akuntansi dan Manajemen* (BPFE (ed.); pertama).
- Lesmono, B., & Siregar, S. (2021). Studi Literatur Tentang Agency Theory. *Ekonomi, Keuangan, Investasi Dan Syariah (EKUITAS)*, 3(2), 203–210. <https://doi.org/10.47065/ekuitas.v3i2.1128>
- Manurung, A. . (2012). *Teori Keuangan Perusahaan*. PT. Adler Manurung Press.
- Mardiastanto. (2016). Pengaruh Insider Ownership, Profitabilitas, Kebijakan Utang, dan Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan. *Journal of Accounting*, 2(2).
- Nasional, M. P. (2007). Teori Keagenan. *Ятылатат, 6ы12у(235)*, 245. [http://digilib.unila.ac.id/4949/15/BAB II.pdf](http://digilib.unila.ac.id/4949/15/BAB%20II.pdf)
- Natasha, S. E. (2020). Pengaruh Profitabilitas, Kepemilikan Manajerial, dan Ukuran Perusahaan terhadap Kebijakan Hutang. *Jurnal Ilmu Manajemen METHONOMIX*, 81–92. <https://doi.org/https://methonomi.net/index.php/jm/article/view/164/165>
- Nurdyastuti, d. (2019). Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang Pada Perusahaan Sektor Miscellaneous Industry. *Buana Akuntansi*. <https://doi.org/https://doi.org/10.36805/akuntansi.v6i1.1302>
- Pandey. (2004). Struktur Modal, Profitabilitas, dan Struktur Pasar: Bukti dari Malaysia. *Jurnal Ekonomi Dan Bisnis Asia Pasifik*, 78.
- Paryanti, ; Mahardika, A. S. (2020). Kebijakan Hutang dengan Pendekatan Agency Theory pada Perusahaan Property dan Real Estate. *INOVASI*, 27–338. <https://doi.org/https://doi.org/10.30872/jinv.v16i2.7134>
- Permada, D. N. (2019). Pengaruh Quick Ratio, DER, dan Working Capital Turnover terhadap Pertumbuhan Laba PT Wijaya Karya Tbk tahun 2007-2017. *Jurnal SEKURITAS*, 3. <https://doi.org/http://dx.doi.org/10.32493/skt.v2i3.2762>
- Ratih, D., & Damayanthi, G. (2016). Kepemilikan Manajerial dan Profitabilitas Pada Nilai Perusahaan Dengan Pengungkapan Tanggungjawab Sosial Sebagai Variabel Pemoderasi. *E-*

- Jurnal Akuntansi Universitas Udayana*, 14(2), 1510–1538.  
<https://doi.org/https://ojs.unud.ac.id/index.php/akuntansi/article/view/16175/12658>
- Rezki, Y ; Anam, H. (2020). Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Pertumbuhan Perusahaan, dan Free Cash Flow terhadap Kebijakan Utang. *Jurnal Akuntansi Dan Bisnis*, 77–85.  
<https://doi.org/10.31289/jab.v6i1.3010>
- Riyanto, B. (2011). *Dasar-Dasar Pembelanjaan Perusahaan*. BPFE.
- Rozeff, M. (1982). Growth, Beta and Agency Costs as Determinants of Dividend Payout Ratios. *The Journal of Financial Research* 5(3), 249–259. <https://doi.org/https://doi.org/10.1111/j.1475-6803.1982.tb00299>
- Sjahrial, D. (2007). *Manajemen Keuangan*. Mitra Wacana Media.
- Soraya, & Permanasari, M. (2017). Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Kutang Perusahaan Non Keuangan Publik. *Jurnal Bisnis Dan Akuntansi*, 19(1).  
<https://doi.org/https://doi.org/10.34208/jba.v19i1.69>
- Stryckova, L. (2019). Debt Policy Analysis of Czech Companies. In *Journal of Engineering and Applied Sciences* (Vol. 14). <https://doi.org/10.36478/jeasci.2019.10511.10516>
- Surento, H. d. (2020). Kebijakan Hutang Perusahaan Manufaktur di Indonesia. *Al Tijarah*, 6(3), 70.  
<https://doi.org/https://doi.org/10.21111/tijarah.v6i3.5608>
- Susanto. (2011). Kepemilikan Saham, Kebijakan Deviden, Karakteristik Perusahaan, Resiko Sistemik, Set Peluang Investasi dan Kebijakan Hutang. *Jurnal Bisnis Dan Akuntansi*.  
<https://doi.org/https://doi.org/10.34208/jba.v13i3.236>
- Susilawati, C. D. K. (2012). Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Utang Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Keuangan Dan Perbankan*, 16(2), 178–187. <https://doi.org/https://doi.org/10.26905/jkdp.v16i2.1058>
- Syamsuddin, L. (2009). *Manajemen Keuangan Perusahaan : Konsep Aplikasi dalam Perencanaan, Pengawasan, dan Pengambilan Keputusan*. Rajawali Pers.
- Tahir, N., Hormati, A., & Zainuddin, Z. (2020). Ownership Structure, Free Cash Flow, Asset Structure and Dividend Policy on Debt Policy. *Accountability*, 9(1), 28.  
<https://doi.org/10.32400/ja.27989.9.1.2020.28-35>
- Tasman, A., Masdupi, E., & Safitri, S. (2019). *Ownership Structure and Debt Policy: Evidence in Property and Real Estate Company*. <https://doi.org/10.2991/piceeba-19.2019.41>
- Wahyudi, U. d. (2006). Implikasi Struktur Kepemilikan Terhadap Nilai Perusahaan : dengan Keputusan Keuangan sebagai Variabel Intervening. *Simposium Nasional Akuntansi*.  
<https://doi.org/https://doi.org/10.47007/jeko.v6i02.1524>
- Widanti, N. d. (2021). Analisis Faktor-Faktor yang Berpengaruh Terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan (Studi pada Perusahaan Sektor Consumer Goods yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2015-2019). *Diponegoro Journal of Accounting*, 2.  
<https://doi.org/https://ejournal3.undip.ac.id/index.php/accounting/article/view/32990/26354>
- Wijayanti, E., & Pertiwi, T. K. (2020). Debt Policy Analysis Through Profitability as Moderating Variables in Property & Real Estate Companies That Go Public on the IDX. *Nusantara Science and Technology Proceedings*. <https://doi.org/https://doi.org/10.11594/nstp.2021.0938>
- Yaomi, I. (2021). *Mengenal Evergrande : Raksasa Properti China Punya Utang Rp.4.200 Triliun*. <https://Ekonomi.Bisnis.Com>.