

DETERMINAN KEBIJAKAN UTANG SERTA IMPLIKASINYA TERHADAP KINERJA PERUSAHAAN (Perusahaan yang tergabung dalam indeks LQ.45 yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2011- 2015)

Nardi Sunardi *)

email : sunardi.unpam@gmail.com

ABSTRAK

Tujuan penelitian ini adalah untuk menguji pengaruh secara parsial maupun simultan antara *firm size*, risiko bisnis, kepemilikan insitutisional., kebijakan dividen dan kebijakan hutang terhadap kinerja perusahaan Populasi dalam penelitian ini adalah semua perusahaan yang tergabung dalam LQ.45 yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dari 2011 sampai periode 2015 Sampel dalam penelitian ini adalah 24 perusahaan yang tergabung dalam LQ.45 sesuai dengan kriteria yang ditetapkan Analisis regresi dilakukan dengan didasarkan pada hasil analisis data panel. Penelitian ini menyimpulkan beberapa hal sebagai berikut: (1) Variabel *firm size* terbukti positif dan tidak signifikan terhadap kebijakan utang, (2) Variabel risiko bisnis terbukti positif dan tidak signifikan terhadap kebijakan utang, (3) Variabel *institutional ownership* terbukti positif dan signifikan terhadap kebijakan utang, (4) Variabel kebijakan dividen terbukti positif dan tidak signifikan terhadap kebijakan utang, (5) Variabel *firm size*, risiko bisnis, *institutional ownership* dan kebijakan dividen secara simultan terbukti positif dan signifikan terhadap kebijakan utang, (6) Variabel *firm size* terbukti positif dan tidak signifikan terhadap kinerja perusahaan, (7) Variabel risiko bisnis terbukti positif dan signifikan terhadap kinerja perusahaan, (8) Variabel *institutional ownership* terbukti positif dan tidak signifikan terhadap kinerja perusahaan, (9) Variabel kebijakan dividen terbukti positif dan tidak signifikan terhadap kinerja perusahaan, (10) Variabel kebijakan utang terbukti negatif dan signifikan terhadap kinerja perusahaan, (11) Variabel *firm size*, risiko bisnis, *institutional ownership*, kebijakan dividen dan kebijakan utang secara simultan terbukti positif dan signifikan terhadap kinerja perusahaan.

Kata kunci : kinerja perusahaan, kebijakan utang, *firm size*, risiko bisnis, *insitutisional ownership*, kebijakan dividen.

ABSTRACT

The aims of this research is to examine the effect of *firm size*, bussines risk, *institutional ownership*, *dividen policy* and *debt policy* as the independen variable and performance of the company as the dependen variable (study at Indeks LQ.45 Company Lisytng in Indonesian Stock Exchange since 2011 until 2015). The population in this study are 24 Indeks LQ.45 companies. The sample in this. Regression analysis was performed with based on the results of data panel analysis this study concludes some of the following:

(1) Variable *firm size* proven to positive and not signifikan the *debt policy* (2) Variable bussines risk proven to positive and not signifikan the *debt policy* (3) Variable *institutional ownership* proven to positive and signifikan the *debt policy* (4) Variable *dividen policy* proven to positive and not signifikan the *debt policy* (5) Variable *firm size*, bussines risk, *institutional ownership* and *dividen policy* proven to positive and signifikan the *debt policy*, (6) Variable *firm size* proven to positive and not signifikan the performance of the company (7) Variable bussines risk proven to positive and signifikan the performance of the company (8) Variable *institutional ownership* proven to positive and signifikan the performance of the company (9) Variable *dividen policy* proven to positive and not signifikan the performance of the company (10) Variable *debt policy* proven to negative and signifikan the performance of the company (11) Variable *firm size*, bussines risk, *institutional ownership*, *dividen policy* proven and *debt policy* to positive and signifikan the performance of the company.

Key words: performance of the company, *debt policy*, *firm size*, bussines risk, *insitutisional ownership*, *dividen policy*,

A. Pendahuluan

Perkembangan ekonomi suatu negara dapat diukur dengan banyak cara, salah satunya dengan mengetahui tingkat perkembangan dunia pasar modal dan industri-industri sekuritas pada negara tersebut. Pasar modal (capital market) merupakan pasar untuk berbagai instrumen keuangan jangka panjang dalam bentuk ekuitas dan hutang yang jatuh tempo lebih dari satu tahun. Tujuan dari pendirian sebuah perusahaan ialah untuk mempertahankan kelangsungan usahanya, mendapatkan laba dan melakukan perluasan atas usahanya, kesemuannya itu akan bermuara pada tujuan untuk peningkatan kesejahteraan bagi pemegang sahamnya. Pada umumnya setiap perusahaan memiliki tujuan yang berbeda, tetapi tujuan utama yang dimiliki perusahaan adalah meningkatkan nilai perusahaan. Berikut pendapat Gitman dan Zutter (2012, 11) mengenai tujuan perusahaan “*Therefore, we argue that the goal of the owners for whom it is being operated, or equivalently, to maximize the stock price*”.

Pencapaian tujuan perusahaan dapat dipengaruhi berbagai faktor. Salah satu faktor penting yang mempengaruhi pencapaian tujuan perusahaan yaitu dalam hal sumber pembiayaan. Perusahaan memiliki dua sumber pembiayaan eksternal, yaitu melalui penerbitan hutang jangka panjang dan penerbitan saham. Kombinasi penggunaan hutang jangka panjang dan ekuitas sebagai sumber pembiayaan disebut *capital structure*.

Tujuan dari manajemen struktur modal adalah untuk menggabungkan sumber pembiayaan tetap yang digunakan perusahaan. Penggunaan kombinasi sumber pembiayaan yang tepat akan memberikan struktur modal optimal bagi perusahaan. Struktur modal optimal merupakan struktur modal dimana biaya modal perusahaan minimum dengan demikian nilai perusahaan akan maksimum (Gitman dan Zutter 2012, 535).

Penggunaan hutang memberikan keuntungan bagi perusahaan, yaitu berupa penghematan pajak yang diperoleh melalui bunga yang dibayarkan perusahaan kepada kreditor. Untuk mencapai semua itu, manajer sebagai pengelola perusahaan diharapkan mampu melakukan pengelolaan perusahaan dengan efektif dan efisien dan dapat mengoptimalkan nilai perusahaan. Sedangkan sebagai bentuk pertanggungjawaban atas efektivitas dari pengelolaan sumber daya perusahaan oleh manajemen diterbitkanlah laporan keuangan. Informasi dalam laporan keuangan mengenai posisi keuangan, laba (rugi), serta arus kas perusahaan diharapkan dapat bermanfaat dalam pengambilan keputusan oleh pemakainya. Laba merupakan salah satu informasi yang paling banyak mendapatkan perhatian dalam laporan keuangan. Laba berkualitas adalah laba yang dapat mencerminkan kelanjutan laba (*sustainable earnings*) di masa depan. Laba merupakan alat ukur kinerja sebuah perusahaan secara periodik. Informasi laba dinilai cukup kaya untuk dijadikan media penilaian terhadap kinerja perusahaan. Bagi manajemen, laba menunjukkan kemampuan dalam mengelola sumber daya investor. Bagi investor, laba merupakan kenaikan kekayaan baik yang ditahan maupun yang dibagi dalam bentuk dividen. Laba dapat menjadi salah satu indikator bagi profitabilitas suatu perusahaan.

Tujuan utama pengelolaan perusahaan yang telah *go public* lazimnya adalah meningkatkan kemakmuran pemilik atau para pemegang, semakin tinggi harga saham berarti semakin memakmurkan pemilik saham. Kekayaan pemegang saham dan perusahaan dipresentasikan oleh harga pasar dari saham yang merupakan cerminan dari keputusan investasi, pendanaan (*financing*), dan manajemen asset. (Sri Hermuningsih : 2013). Profitabilitas merupakan rasio untuk mengukur kemampuan perusahaan menghasilkan keuntungan pada tingkat penjualan, asset, dan modal saham tertentu (Mamduh Hanafi , 2014:42). Sartono (2001) dalam Warih Sulistyani (2011) mengungkapkan bahwa kondisi profitabilitas yang baik akan mendorong para investor untuk melakukan investasi ke dalam perusahaan tersebut. Hal ini dapat diartikan prospek masa depan perusahaan dapat dilihat dari profitabilitasnya, yaitu ketika sebuah perusahaan memperoleh profitabilitas yang baik maka investasi terhadap perusahaan tersebut akan semakin banyak, sehingga kesuksesan perusahaan ke depan dapat diprediksikan.

Menurut Haruman (2008) dalam Warih Sulistyani (2011) struktur kepemilikan oleh beberapa peneliti dipercaya mampu mempengaruhi jalannya perusahaan yang pada akhirnya berpengaruh pada kinerja perusahaan. Jika kinerja perusahaan baik, maka tingkat profitabilitas perusahaan juga akan meningkat. Hal ini disebabkan oleh adanya kontrol yang mereka miliki. Pasar modal diharapkan akan bereaksi positif ketika perusahaan dikelola oleh manajemen yang kompeten dan berkualitas atau perusahaan dikelola oleh manajemen yang memiliki citra dan kredibilitas yang baik. Aspek kontrol yang dimiliki oleh investor perusahaan diharapkan akan dapat berpengaruh terhadap kinerja perusahaan.

Faktor lain yang dapat mempengaruhi profitabilitas masa depan perusahaan ialah kebijakan deviden. Kebijakan dividen adalah keputusan apakah laba yang diperoleh suatu perusahaan selama satu periode akan dibagi semua dalam bentuk dividen atau tidak dibagi dalam bentuk laba ditahan (Sutrisno, 2012:266) dalam Warih Sulistyani (2011). Kebijakan dividen tentang dividen yang dibagikan akan mempengaruhi keputusan investasi para pemegang saham. Menurut Haruman (2008) dalam Warih Sulistyani (2011), kebijakan dividen merupakan corporate action yang penting, yang harus dilakukan perusahaan. Kebijakan tersebut dapat menentukan berapa banyak keuntungan yang akan diperoleh pemegang saham. Keuntungan ini akan menentukan kesejahteraan para pemegang saham. Semakin besar dividen yang dibagikan kepada pemegang saham, maka kinerja emiten atau perusahaan akan dianggap semakin baik pula dan pada akhirnya perusahaan yang memiliki kinerja yang baik dianggap menguntungkan dan tentunya penilaian terhadap perusahaan tersebut akan meningkat, yang biasanya tercermin melalui harga saham perusahaan.

Faktor lain yang dapat mempengaruhi profitabilitas yang terakhir ialah Leverage (Kebijakan Hutang) suatu perusahaan. Leverage (Kebijakan Hutang) adalah kebijakan yang diambil oleh pihak manajemen dalam rangka memperoleh sumber pembiayaan bagi perusahaan sehingga dapat digunakan untuk membiayai aktivitas operasional perusahaan (Putri dan Handayani, 2009:189-207). Dalam pengambilan keputusan akan penggunaan hutang ini harus dipertimbangkan besarnya biaya

tetap yang muncul dari hutang berupa bunga yang akan menyebabkan semakin tingginya leverage keuangan dan semakin tidak pastinya tingkat pengembalian bagi para pemegang saham biasa (Baridwan, 2004) dalam Warih Sulistyani (2011). Kebijakan hutang merupakan salah satu alternatif pendanaan perusahaan selain menjual saham di pasar modal. Menurut Tarjo (2008) dalam Warih Sulistyani (2011) rasio leverage juga menunjukkan risiko yang dihadapi perusahaan. Semakin besar risiko yang dihadapi oleh perusahaan maka ketidakpastian untuk menghasilkan laba di masa depan juga akan makin meningkat. Perusahaan publik yang memiliki hutang yang terlalu besar berarti saham perusahaan tersebut kurang diminati oleh para investor.

Penelitian yang dilakukan menggunakan perusahaan yang tergabung dalam LQ45 selama periode 2011-2015. Perusahaan yang masuk dalam indeks LQ45 adalah nilai kapitalisasi pasar dari 45 perusahaan yang paling likuid dan memiliki nilai kapitalisasi yang besar, hal itu merupakan indikator likuidasi. Indeks LQ45 menggunakan 45 saham yang terpilih berdasarkan likuiditas perdagangan saham dan disesuaikan setiap enam bulan yaitu setiap awal Februari dan Agustus. Berikut ini data kinerja perusahaan yang tergabung dalam indeks LQ.45 selama periode 2011-2015.

Terdapat hasil penelitian yang tidak konsisten terjadi dari beberapa hasil penelitian terdahulu pada variabel independen terhadap Kinerja Perusahaan masih menunjukkan hasil yang berbeda bahkan bertentangan antara hasil penelitian yang satu dengan yang lainnya. Hal inilah yang akan diangkat menjadi research gap dalam penelitian ini, dengan dasar tersebut maka penelitian ini diberi judul "Determinan Kebijakan Utang Serta Implikasinya Terhadap Kinerja perusahaan yang tergabung dalam indeks LQ.45 "

B. Perumusan Masalah

Berpangkal dari latar belakang masalah seperti yang telah diuraikan diatas, Perumusan masalah sebagai berikut :

1. Bagaimana pengaruh *Firm size* secara parsial terhadap kebijakan utang yang diproksikan oleh *debt equity ratio* (DER) ?.
2. Bagaimana pengaruh Risiko bisnis secara parsial terhadap kebijakan utang yang diproksikan oleh *debt equity ratio* (DER) ? .
3. Bagaimana pengaruh *Institutional ownership* secara parsial terhadap kebijakan utang yang diproksikan oleh *debt equity ratio* (DER) ?.
4. Bagaimana pengaruh Kebijakan dividen yang diproksikan oleh *dividen payout ratio* (DPR) secara parsial terhadap kebijakan utang yang diproksikan oleh *debt equity ratio* (DER) ?.
5. Bagaimana pengaruh *Firm size*, risiko bisnis, *institutional ownership* dan kebijakan dividen secara simultan terhadap kebijakan utang yang diproksikan oleh *debt equity ratio* (DER) ? .
6. Bagaimana pengaruh *Firm size* secara parsial terhadap kinerja perusahaan yang diproksikan oleh *return on asset ratio* (ROA) ?.
7. Bagaimana pengaruh Risiko bisnis secara parsial terhadap kinerja perusahaan yang diproksikan oleh *return on asset ratio* (ROA) ?.

8. Bagaimana pengaruh *Institutional ownership* secara parsial terhadap kinerja perusahaan yang diproksikan oleh *return on asset ratio* (ROA) ?.
9. Bagaimana pengaruh Kebijakan dividen yang diproksikan oleh *dividen payout ratio* (DPR) secara parsial terhadap kinerja perusahaan yang diproksikan oleh *return on asset ratio* (ROA) ?.
10. Bagaimana pengaruh Kebijakan utang yang diproksikan oleh *debt equity ratio* (DER) secara parsial terhadap kinerja perusahaan yang diproksikan oleh *return on asset ratio* (ROA) ?.
11. Bagaimana pengaruh *Firm size*, risiko bisnis, *institutional ownership*, kebijakan dividen dan kebijakan utang secara simultan terhadap kinerja perusahaan yang diproksikan oleh *return on asset ratio* (ROA) ?.

C. Tujuan Penelitian

1. Untuk menganalisis dan mengetahui pengaruh *Firm size* secara parsial terhadap kebijakan utang yang diproksikan oleh *debt equity ratio* (DER).
2. Untuk menganalisis dan mengetahui pengaruh Risiko bisnis secara parsial terhadap kebijakan utang yang diproksikan oleh *debt equity ratio* (DER)
3. Untuk menganalisis dan mengetahui pengaruh *Institutional ownership* secara parsial terhadap kebijakan utang yang diproksikan oleh *debt equity ratio* (DER).
4. Untuk menganalisis dan mengetahui pengaruh Kebijakan dividen yang diproksikan oleh *dividen payout ratio* (DPR) secara parsial terhadap kebijakan utang yang diproksikan oleh *debt equity ratio* (DER).
5. Untuk menganalisis dan mengetahui pengaruh *Firm size*, risiko bisnis, *institutional ownership* dan kebijakan dividen secara simultan terhadap kebijakan utang yang diproksikan oleh *debt equity ratio* (DER) .
6. Untuk menganalisis dan mengetahui pengaruh *Firm size* secara parsial terhadap kinerja perusahaan yang diproksikan oleh *return on asset ratio* (ROA).
7. Untuk menganalisis dan mengetahui pengaruh Risiko bisnis secara parsial terhadap kinerja perusahaan yang diproksikan oleh *return on asset ratio* (ROA).
8. Untuk menganalisis dan mengetahui pengaruh *Institutional ownership* secara parsial terhadap kinerja perusahaan yang diproksikan oleh *return on asset ratio* (ROA).
9. Untuk menganalisis dan mengetahui pengaruh Kebijakan dividen yang diproksikan oleh *dividen payout ratio* (DPR) secara parsial terhadap kinerja perusahaan yang diproksikan oleh *return on asset ratio* (ROA) .
10. Untuk menganalisis dan mengetahui pengaruh Kebijakan utang yang diproksikan oleh *debt equity ratio* (DER) secara parsial terhadap kinerja perusahaan yang diproksikan oleh *return on asset ratio* (ROA) .
11. Untuk menganalisis dan mengetahui pengaruh *Firm size*, risiko bisnis, *institutional ownership*, kebijakan dividen dan kebijakan utang secara simultan terhadap kinerja perusahaan yang diproksikan oleh *return on asset ratio* (ROA)

D. Landasan teori dan Operasional Variabel

Operasional variabel dalam penelitian ini didefinisikan sebagai berikut:

1) Ukuran Perusahaan (*Firm Size*) (X1)

Firm size (SIZE) sebagai variable moderator yang merupakan gambaran kemampuan finansial perusahaan dalam suatu periode tertentu. Ukuran perusahaan yang besar, dianggap sebagai suatu indikator yang menggambarkan tingkat risiko bagi investor untuk melakukan investasi pada perusahaan tersebut, karena jika perusahaan memiliki kemampuan finansial yang baik terhadap perusahaan yang tergabung dalam indeks LQ.45 di BEI periode tahun 2011-2015. Satuan pengukuran *Firm's Size* adalah : (IDX-LQ45, 2015)

$$Firm's Size = Ln. (Total Asset) \times 100\%.$$

2) Risiko Bisnis (*Risk*) (X2)

Risiko bisnis adalah ketidakpastian yang dihadapi perusahaan dalam menjalankan kegiatan bisnisnya, dengan kata lain risiko yang timbul akibat perusahaan tidak menggunakan hutang. Bagi perusahaan yang tidak memiliki utang, risiko bisnis dapat diukur oleh variabilitas dalam proyeksi pengembalian atas asset (*return on asset-ROA*), suatu perusahaan tanpa utang (*unlevered*). Perusahaan tidak memiliki utang, maka ROE-nya akan sama dengan ROA, dan salah satu diantara kedua nilai tersebut dapat digunakan untuk mengetimasi risiko bisnis. Brigham dan Houston (2013.ed.11,jil2, h.157).Risiko bisnis dapat diukur dengan devisi standar dari *return on equity* (ROE). Risiko bisnis dalam penelitian ini akan diprosikan dengan (*risk/ROE*). (IDX-LQ45, 2015) Risk menunjukkan seberapa banyak perusahaan telah memperoleh laba atas ekuitas yang diinvestasikan oleh pemegang saham. Satuan pengukuran *risk/ROE* adalah (IDX-LQ45, 2015) :

$$Risk/ROE = str.dev = \frac{Laba Bersih}{Total Equity} \times 100\% .$$

Sumber : Brigham dan Houston (2013.ed.11,jil2,h.157)

3) Kepemilikan Institusional (*institutional ownership*) (X3)

Kepemilikan institusional (*institutional ownership*) sebagai *variable endogen* di proksikan dengan *INST*. yang merupakan perbandingan kepemilikan saham manajemen dengan total saham yang beredar perusahaan yang tergabung dalam indeks LQ.45 di BEI periode tahun 2011-2015. Satuan pengukuran *INST* adalah : (IDX-LQ45, 2015) :

$$INST = \frac{Kepemilikan saham institusional}{Total saham yang beredar} \times 100\%$$

KSI = kepemilikan saham institusional

TSB = total saham yang beredar

4) Kebijakan Dividen (X4)

Kebijakan dividen sebagai *variable indenpenden* yang di proksikan dengan *dividen payout ratio (DPR)* merupakan rasio pada tahun tertentu terhadap tahun sebelumnya perusahaan yang tergabung dalam indeks LQ.45 di BEI periode tahun 2011-2015. *Dividend Payout Ratio* merupakan indikator dalam mengukur kebijakan dividen yang dinyatakan dalam persen (%). (IDX-LQ45, 2015) :

$$Dividend Payout Ratio = \frac{Dividen perShare}{Earning perShare} \times 100\% .$$

Freddy Tanuwijaya (2014)

$$\text{Dividend Payout Ratio} = \frac{\text{Dividen perShare}}{\text{Earning After Tax(EAT)}} \times 100\%$$

5) Kebijakan Hutang (Y)

Kebijakan hutang sebagai *variable intervening* di proksikan dengan *debt to equity value* (DER) yang merupakan perbandingan total utang yang dimiliki perusahaan dengan total ekuitas perusahaan yang tergabung dalam indeks LQ.45 di BEI periode Tahun 2011-2015. Satuan pengukuran DER adalah : (IDX-LQ45, 2015) :

$$\text{Debt Equity Ratio (DER)} = \frac{\text{Total Debt}}{\text{Total Equity}} \times 100\%$$

6) Kinerja Perusahaan (Z).

Kinerja Perusahaan (Profitabilitas) sebagai *variable dependen* yang di proksikan dengan: *return on asset* (ROA) merupakan rasio antara laba bersih setelah pajak terhadap penyertaan modal sendiri pada perusahaan yang tergabung dalam indeks LQ.45 di BEI periode tahun 2011-2015. ROA menunjukkan seberapa banyak perusahaan telah memperoleh laba atas ekuitas yang diinvestasikan oleh pemegang saham. Satuan pengukuran ROA adalah : (IDX-LQ45, 2015)

$$\text{Return on Asset (ROA)} = \frac{\text{NIAT}}{\text{TA}} \times 100\%. \text{ Dimana : NIAT} = \text{Net Income After Tax}$$

dan TA = Total Asset

E. Metodologi Penelitian

Populasi dan sampel penelitian dilakukan di Bursa Efek Indonesia dengan pengambilan data melalui ICMD (*Indonesian Capital Market Directory*) Tahun 2011-2015, Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan yang tergabung dalam indeks LQ.45 yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dari tahun 2011-2015 berdasarkan yang termuat dalam ICMD periode tahun 2011-2015. dan situs internet www.idx.co.id.

Penarikan sampel yang dilakukan adalah dengan menggunakan desain sampel non probabilitas dengan metode *judgment sampling*. *Judgment sampling* adalah salah satu jenis *purposive sampling* dimana dilakukan pemilihan sampel berdasarkan penilaian terhadap beberapa karakteristik anggota populasi yang disesuaikan dengan maksud penelitian (Kuncoro, 2003:119). Kriteria penarikan sampel yang digunakan oleh peneliti adalah :

Jumlah Sampel Berdasarkan Kriteria Penarikan Sampel

No	Kriteria	Jumlah
1.	Perusahaan yang tergabung dalam LQ45 di Bursa Efek Indonesia periode 2011 - 2015	45
2	Perusahaan yang tergabung dalam LQ45 tersebut tidak menerbitkan laporan keuangan dan mempublikasikan laporan keuangannya secara lengkap selama periode tahun 2011 - 2015.	(6)
3	Perusahaan yang tergabung dalam LQ45 yang tidak membagikan dividen selama periode 2011 - 2015.	(15)
Jumlah Sampel		24

Sumber : IDX LQ45 Tahun 2011-2015

Data sekunder diperoleh dari publikasi website resmi Bursa Efek Indonesia (BEI) yaitu www.idx.co.id. Penelitian menggunakan sampel 24 perusahaan yang tergabung dalam indeks LQ.45 yang diambil dengan menggunakan teknik *purposive sampling*.

Metode analisis data yang dilakukan dalam penelitian ini menggunakan metode analisis regresi data panel. Untuk menentukan salah satu dari tiga pendekatan regresi panel yang akan digunakan yaitu *ordinary least square (OLS) atau common effect model, fixed effect model, random effect model*. maka dilakukan *Chow test* dan *Hausman test* dengan teknik estimasi *path analysis* (Nachrowi dan Usman, 2006:310). Untuk mengolah data sekunder yang didapat, peneliti menggunakan program aplikasi bantuan *software* statistik diantaranya *MS.Exel 2010* meliputi pembuatan tabel dan grafik untuk analisis deskriptif. Sedangkan kegiatan pengolahan data dengan *EVIIEWS versi 9.0* digunakan untuk membantu dalam menganalisis data yang digunakan dalam melakukan pengujian signifikansi analisis regresi linier berganda data panel dengan sampel penelitian sebagai berikut :

No	Kode Perusahaan	Nama Perusahaan
1	ADHI	PT. Adhi Karya (Persero) Tbk.
2	ADRO	PT. Adaro Energy Tbk
3	AKRA	PT. Akra Corporindo Tbk
4	ASII	PT. Astra Internasional Tbk
5	BBCA	PT. Bank Central Asia Tbk
6	BBNI	PT. Bank Negara Indonesia (Persero) Tbk
7	BBRI	PT. Bank Negara Indonesia (Persero) Tbk
8	BBTN	PT. Bank Tabungan Negara (Persero) Tbk
9	BMRI	PT. Bank Mandiri (Persero) Tbk
10	CPIN	PT. Charoen Pokhpand Indonesia Tbk
11	GGRM	PT. Gudang Garam Tbk
12	INDF	PT. Indofood Sukses Makmur Tbk
13	INTP	PT. Indocement Tunggul Prakasa Tbk
14	ITMG	PT. Indo Tambang Raya Megah Tbk
15	KLBF	PT. Kalbe Farma Tbk
16	LSIP	PT. PP London Sumatra Indonesia Tbk
17	MPPA	PT. Matahari Putra Prima Tbk
18	PTBA	PT. Tambang Batu Bara Bukit Asam Tbk
19	PWON	PT. Pakuwon Jati Tbk
20	SCMA	PT. Surya Citra Media Tbk
21	SMGR	PT. Semen Indonesia (Persero) Tbk
22	UNTR	PT. United Tractors Tbk
23	UNVR	PT. Unilever Indonesia Tbk
24	WIKA	PT. Wijaya Karya (Persero) Tbk

Sumber : *Indonesian Capital Market Directory* periode Tahun 2011-2015

F. Hasil dan Pembahasan

Penelitian ini melakukan estimasi terhadap determinan kebijakan utang (ukuran perusahaan, risiko bisnis, *institutional ownership* dan kebijakan dividen) Serta Implikasinya Terhadap Kinerja perusahaan, perusahaan yang tergabung dalam indeks LQ.45 yang tercatat di IDX (*Indonesia Stock Exchange*) selama priode 2011-2015.

Determinan Kebijakan Utang

Pemilihan Model Regresi Data Panel untuk *variable intervening* Kebijakan Utang.

Permodelan dalam menggunakan teknik regresi data panel yang digunakan dalam penelitian ini dapat menggunakan tiga pendekatan alternative metode regresi data panel dalam pengolahannya yaitu (1) metode *common-constant (the pooled ordinary least square model (OLS))*, (2) metode efek tetap (*fixed effect model (FEM)*), dan (3) metode efek random (*random effect model (REM)*). Berikut merupakan aplikasi dari pemilihan model yang ditetapkan terhadap model regresi data panel dengan *variable intervening (DER)*.

Uji berpasangan dua model

Berdasarkan pengujian berpasangan terhadap ketiga model regresi data panel, seperti yang ditunjukkan dalam tabel diatas terdapat disimpulkan bahwa model efek tetap dalam regresi data panel digunakan lebih lanjut dalam mengestimasi factor-faktor yang mempengaruhi *variable* dependen kebijakan utang yang diproksikan dengan *DER*

Kesimpulan Pengujian Model Regresi Data Panel

No	Metode	Pengujian	Hasil
1.	Uji Chow-Test	<i>common effect vs fixed effect</i>	<i>fixed effect</i>
2.	<i>Langrage Multiplier (LM-test)</i>	<i>common effect vs random effect</i>	<i>random effect</i>
3.	<i>Haustman Test</i>	<i>fixed effect vs random effect</i>	<i>fixed effect</i>

Hasil Estimasi Model Regresi.

Estimasi terhadap ketiga model regresi data panel, tujuannya untuk memperkuat kesimpulan pengujian berpasangan, yang merekomendasikan penggunaan model efek tetap yang akan dianalisis lebih lanjut dalam penelitian ini.

Analisis Estimasi Model Regresi Data Panel untuk *variable intervening (DER)*.

Berdasarkan hasil estimasi yang terbaik menggunakan kriteria *koefisien* diterminasi R^2 dan koefisien diterminasi yang disesuaikan R^2 , maka model regresi data panel yang digunakan dalam menestimasi faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan utang perusahaan yang tergabung dalam indeks LQ.45 yang tercatat di IDX (*Indonesia Stock Exchange*) adalah model efek tetap.

Estimasi Model Regresi Data Panel secara Parsial (Uji T) dan Simultan (Uji F) *variable intervening (DER)*.

Hasil estimasi factor yang mempengaruhi kebijakan utang yang diproksikan oleh *debt to equity ratio (DER)* yaitu, ukuran perusahaan yang diproksikan oleh *firm size (SIZE)*, risiko bisnis yang diproksikan oleh *risk (ROE)*, kepemilikan institusional (*institutional ownership* kebijakan dividen yang diproksikan oleh *dividen payout ratio (DPR)*, menggunakan model efek tetap seperti yang ditunjukkan dalam tabel dibawah ini dapat ditulis dalam bentuk persamaan berikut ini :

Estimation Equation:

$$DER = C(1)*SIZE + C(2)*RISK + C(3)*INST + C(4)*DPR + C(5) + [CX=F]$$

Substituted Coefficients:

$$DER = 0.0103643745615*SIZE + 0.00788515988104*RISK + 0.0250356600061*INST + 0.000838096498959*DPR + 0.561526567418 + [CX=F]$$

$$Ci = \text{Konstanta Fixed Effect perusahaan Ke-i, } i = 1, \dots, 19$$

Dari data diatas selanjutnya kita melakukan pengujian terhadap kebijakan utang sebagai variable terikat (*dependent variable*) menggunakan model efek tetap seperti yang ditunjukkan dalam tabel berikut ini :

Dependent Variable: DER
 Method: Panel Least Squares
 Date: 06/14/17 Time: 21:12
 Sample: 2011 2015
 Periods included: 5
 Cross-sections included: 24
 Total panel (balanced) observations: 120

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
SIZE	0.010364	0.068495	0.151316	0.8801
RISK	0.007885	0.009174	0.859499	0.3923
INST	0.025036	0.006076	4.120242	0.0001
DPR	0.000838	0.001078	0.777641	0.4388
C	0.561527	1.382412	0.406193	0.6855

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.983194	Mean dependent var	2.456583
Adjusted R-squared	0.978262	S.D. dependent var	2.961989
S.E. of regression	0.436708	Akaike info criterion	1.381858
Sum squared resid	17.54564	Schwarz criterion	2.032272
Log likelihood	-54.91146	Hannan-Quinn criter.	1.645994
F-statistic	199.3462	Durbin-Watson stat	1.349072
Prob(F-statistic)	0.000000		

Uji T (*Uji Signifikansi Parsial*) variable *intervening* (DER)

Uji keberartian koefisien (β_i) dilakukan dengan statistik t. Hal ini digunakan untuk menguji koefisien regresi secara parsial dari variabel independen (mengetahui apakah masing-masing variabel independen secara signifikan berpengaruh terhadap variabel *dependen*).

- Uji T (*parsial*) Hipotesis 1 **Firm Size terhadap Kebijakan Utang.**

Uji signifikansi atau uji-t yang dilakukan pada variabel bebas dapat dilihat dari nilai koefisien regresi dibagi *Std. Error* = *t-statstic*. Berdasarkan uji-t menunjukkan bahwa *variable firm size* dengan koefisien regresi β_1 sebesar 0.010364 dan *t-statistic* sebesar 0.151316 yang menunjukkan bahwa pengaruh tersebut adalah *positif*. Hasil uji t dapat dilihat pada tabel di atas. Nilai *prob. t* hitung sebesar 0.8801 (ditunjukkan pada *Prob.*) lebih besar dari tingkat kesalahan (*alpha*) 0,05 (yang telah ditentukan) maka dapat dikatakan tidak signifikan. Hipotesis variabel bebas yaitu *firm size* yang diajukan diterima atau dikatakan ***positif dan tidak signifikan*** terhadap variabel terikat yaitu kebijakan utang dengan demikian variabel *firm size* tidak mempengaruhi kebijakan utang perusahaan yang tergabung dalam indeks LQ.45 yang tercatat di BEI (Bursa Efek Indonesia) selama priode 2011-2015. Interpretasi nya dari uji kelayakan memastikan bahwa jika perusahaan menaikkan

firm size sebesar 1 persen maka akan meningkatkan kebijakan utang sebesar 0.151316 dengan nilai tidak signifikan. Begitu pula sebaliknya.

- Uji T (*parsial*) Hipotesis 2 **Risiko Bisnis terhadap Kebijakan Utang.**

Uji signifikansi atau uji-t yang dilakukan pada variabel bebas dapat dilihat dari nilai koefisien regresi dibagi *Std. Error = t-statstic*. Berdasarkan uji-t menunjukkan bahwa *variable* risiko bisnis dengan koefisien regresi β_1 sebesar 0.007885 dan *t-statistic* sebesar 0.859499 yang menunjukkan bahwa pengaruh tersebut adalah *positif*. Hasil uji t dapat dilihat pada tabel di atas. Nilai *prob. t* _{hitung} sebesar 0.3923 (ditunjukkan pada *Prob.*) lebih besar dari tingkat kesalahan (*alpha*) 0,05 (yang telah ditentukan) maka dapat dikatakan tidak signifikan. Hipotesis variabel bebas yaitu risiko bisnis yang diajukan diterima atau dikatakan **positif dan tidak signifikan** terhadap variabel terikat yaitu kebijakan utang dengan demikian variabel risiko bisnis tidak mempengaruhi kebijakan utang perusahaan yang tergabung dalam indeks LQ.45 yang tercatat di BEI (Bursa Efek Indonesia) selama priode 2011-2015. Interpretasi nya dari uji kelayakan memastikan bahwa jika perusahaan menaikkan risiko bisnis sebesar 1 persen maka akan meningkatkan kebijakan utang sebesar 0.859499 dengan nilai tidak signifikan. Begitu pula sebaliknya.

- Uji T (*parsial*) Hipotesis 3 **Institutional Ownership terhadap Kebijakan Utang.**

Uji signifikansi atau uji-t yang dilakukan pada variabel bebas dapat dilihat dari nilai koefisien regresi dibagi *Std. Error = t-statstic*. Berdasarkan uji-t menunjukkan bahwa *variable institutional ownership* dengan koefisien regresi β_1 sebesar 0.025036 dan *t-statistic* sebesar 4.120242 yang menunjukkan bahwa pengaruh tersebut adalah *positif*. Hasil uji t dapat dilihat pada tabel di atas. Nilai *prob. t* _{hitung} sebesar 0.0001 (ditunjukkan pada *Prob.*) lebih kecil dari tingkat kesalahan (*alpha*) 0,05 (yang telah ditentukan) maka dapat dikatakan signifikan. Hipotesis variabel bebas yaitu *institutional ownership* yang diajukan diterima atau dikatakan **positif dan signifikan** terhadap variabel terikat yaitu kebijakan utang dengan demikian variabel *institutional ownership* mempengaruhi kebijakan utang perusahaan yang tergabung dalam indeks LQ.45 yang tercatat di BEI (Bursa Efek Indonesia) selama priode 2011-2015. Interpretasi nya dari uji kelayakan memastikan bahwa jika perusahaan menaikkan *institutional ownership* sebesar 1 persen maka akan meningkatkan kebijakan utang sebesar 4.120242 dengan nilai signifikan. Begitu pula sebaliknya.

- Uji T (*parsial*) Hipotesis 4 **Kebijakan Dividen terhadap Kebijakan Utang.**

Uji signifikansi atau uji-t yang dilakukan pada variabel bebas dapat dilihat dari nilai koefisien regresi dibagi *Std. Error = t-statstic*. Berdasarkan uji-t menunjukkan bahwa *variable* kebijakan dividen dengan koefisien regresi β_1 sebesar 0.000838 dan *t-statistic* sebesar 0.777641 yang menunjukkan bahwa pengaruh tersebut adalah *positif*. Hasil uji t dapat dilihat pada tabel di atas. Nilai *prob. t* _{hitung} sebesar 0.4388 (ditunjukkan pada *Prob.*) lebih besar dari tingkat kesalahan (*alpha*) 0,05 (yang telah ditentukan) maka dapat dikatakan tidak signifikan. Hipotesis variabel bebas yaitu kebijakan dividen yang diajukan diterima atau dikatakan **positif dan tidak signifikan** terhadap variabel terikat yaitu kebijakan utang dengan demikian variabel kebijakan dividen tidak mempengaruhi kebijakan utang perusahaan yang tergabung dalam indeks LQ.45 yang tercatat di BEI (Bursa Efek Indonesia) selama priode 2011-2015. Interpretasi nya dari uji kelayakan memastikan bahwa jika perusahaan menaikkan kebijakan dividen sebesar 1 persen maka akan meningkatkan kebijakan utang sebesar 0.777641 dengan nilai tidak signifikan. Begitu pula sebaliknya.

Uji F (Uji Signifikansi Simultan) *variable intervening* (DER)

Uji keterandalan model atau uji kelayakan model atau yang lebih populer disebut sebagai uji f (*uji simultan*) merupakan tahapan awal mengidentifikasi model regresi data panel yang diestimasi layak atau tidak. Layak (*anda*) disini maksudnya adalah model yang diestimasi layak digunakan untuk menjelaskan pengaruh variabel-variabel bebas terhadap variabel terikat. Nama uji ini disebut sebagai uji f, karena mengikuti distribusi f yang kriteria pengujiannya seperti *One Way Anova*.

Uji F (*simultan*) Hipotesis 5 **Pengaruh *firm size*, risiko bisnis, *institutional ownership* dan kebijakan dividen secara bersama-sama (*simultan*) terhadap kebijakan utang.**

Berdasarkan *Uji koefisien regresi* data panel menggunakan *uji-f (simultan)* pengujian persamaan untuk keseluruhan *variable* dalam model dilakukan menggunakan uji-f. hasil pengujian f seperti yang terlihat dalam tabel diatas menunjukkan nilai *f-statistic* sebesar 199.3462 menunjukkan hasil positif. dengan nilai probabilitasnya sebesar 0,00000 lebih kecil dari $\alpha = 0,05$ yang berarti hipotesis yang diajukan layak dan dikatakan signifikan. Dalam menghitung nilai *koefisien determinasi* menggunakan *R-Square* daripada *Adjusted R-Square*. Walaupun variabel bebas lebih dari satu. menunjukkan angka sebesar 0.983194 artinya bahwa variasi perubahan naik turunnya determinan kebijakan utang perusahaan berkontribusi dan dapat dijelaskan oleh variabel *firm size*, risiko bisnis, *institutional ownership* dan kebijakan dividen sebesar 98,32 % sedangkan sisanya 1.68 % (100% - 98,32%) dipengaruhi oleh variabel lain yang tidak ada didalam model regresi data panel dalam penelitian ini, berarti bahwa seluruh *variable independen* yang digunakan dalam penelitian ini dapat menjelaskan **kebijakan utang** perusahaan sebesar 98,32 persen.

Implikasi Terhadap Kinerja Perusahaan

Pemilihan Model Regresi Data Panel untuk *Variable Dependen* Kinerja Perusahaan.

Permodelan dalam menggunakan teknik regresi data panel yang digunakan dalam penelitian ini dapat menggunakan tiga pendekatan alternative metode regresi data panel dalam pengolahannya yaitu (1) metode *common-constant (the pooled ordinary least square model (OLS))*, (2) metode efek tetap (*fixed effect model (FEM)*), dan (3) metode efek random (*random effect model (REM)*). Berikut merupakan aplikasi dari pemilihan model yang ditetapkan terhadap model regresi data panel dengan variabel dependen ROA.

Uji berpasangan dua model

Berdasarkan pengujian berpasangan terhadap ketiga model regresi data panel, seperti yang ditunjukkan dalam tabel dibawah ini, terdapat disimpulkan bahwa model efek tetap dalam regresi data panel digunakan lebih lanjut dalam mengestimasi factor-faktor yang mempengaruhi *variable dependen* kinerja perusahaan yang diprosikan dengan ROA terhadap 24 perusahaan yang tergabung dalam indeks LQ.45 yang tercatat di di BEI (Bursa Efek Indonesia) selama priode 2011-2015.

Kesimpulan Pengujian Model Regresi Data Panel

No	Metode	Pengujian	Hasil
1.	Uji Chow-Test	<i>common effect vs fixed effect</i>	<i>fixed effect</i>
2.	<i>Langrage Multiplier (LM-test)</i>	<i>common effect vs random effect</i>	<i>random effect</i>
3.	<i>Haustman Test</i>	<i>fixed effect vs random effect</i>	<i>fixed effect</i>

Hasil Estimasi Model Regresi.

Estimasi terhadap ketiga model regresi data panel, tujuannya untuk memperkuat kesimpulan pengujian berpasangan, yang merekomendasikan penggunaan model efek tetap yang akan dianalisis lebih lanjut dalam penelitian ini.

Analisis Estimasi Model Regresi Data Panel untuk *variable dependen* (ROA).

Berdasarkan hasil estimasi yang terbaik menggunakan kriteria *koefisien* diterminasi R² dan koefisien diterminasi yang disesuaikan R², maka model regresi data panel yang digunakan dalam menestimasi faktor-faktor yang mempengaruhi kinerja perusahaan yang tergabung dalam indeks LQ.45 yang tercatat di di BEI (Bursa Efek Indonesia) adalah model efek tetap.

Estimasi Model Regresi Data Panel secara Parsial (Uji T) dan Simultan (Uji F) *variable dependen* (ROA).

Hasil estimasi factor yang mempengaruhi kinerja perusahaan yang diproksikan oleh *return on asset ratio* (ROA) yaitu, ukuran perusahaan yang diproksikan oleh *firm size* (SIZE), risiko bisnis yang diproksikan oleh *risk* (std.dev.ROE), kepemilikan institusional (*institutional ownership*), kebijakan dividen yang diproksikan oleh *dividen payout ratio* (DPR), dan kebijakan utang (ROA) menggunakan model efek tetap seperti yang ditunjukkan dalam tabel dibawah ini dapat ditulis dalam bentuk persamaan berikut ini :
stimation Equation:

=====

$$ROA = C(1)*DER + C(2)*SIZE + C(3)*RISK + C(4)*INST + C(5)*DPR + C(6) + [CX=F]$$
 Substituted Coefficients:

=====

$$ROA = -1.73085383914*DER + 0.399527732707*SIZE + 0.810642797878*RISK + 0.00378077147093*INST + 0.00590763976663*DPR - 5.70529051704 + [CX=F]$$

$$C_i = \text{Konstanta Fixed Effect perusahaan Ke-}i, i = 1, \dots, 19$$

Dari data diatas selanjutnya kita melakukan pengujian terhadap kinerja perusahaan sebagai *variable terikat* (*depedent variable*) menggunakan model efek tetap seperti yang ditunjukkan dalam tabel berikut ini :

Dependent Variable: ROA
 Method: Panel Least Squares
 Date: 06/15/17 Time: 04:54
 Sample: 2011 2015
 Periods included: 5
 Cross-sections included: 24
 Total panel (balanced) observations: 120

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
SIZE	0.399528	0.481986	0.828919	0.4093
RISK	0.810643	0.064807	12.50848	0.0000
INST	0.003781	0.046530	0.081255	0.9354

DPR	0.005908	0.007608	0.776521	0.4395
DER	-1.730854	0.733549	-2.359561	0.0204
C	-5.705291	9.735308	-0.586041	0.5593

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.944626	Mean dependent var	11.85275
Adjusted R-squared	0.927587	S.D. dependent var	11.41844
S.E. of regression	3.072656	Akaike info criterion	5.289663
Sum squared resid	859.1504	Schwarz criterion	5.963306
Log likelihood	-288.3798	Hannan-Quinn criter.	5.563232
F-statistic	55.44145	Durbin-Watson stat	2.880209
Prob(F-statistic)	0.000000		

Uji T (Uji Signifikansi Parsial) variable dependen (ROA)

Uji keberartian koefisien (β_i) dilakukan dengan statistik t. Hal ini digunakan untuk menguji koefisien regresi secara parsial dari variabel independen (mengetahui apakah masing-masing variabel independen secara signifikan berpengaruh terhadap variabel dependen).

- Uji T (*parsial*) Hipotesis 6 **Firm Size terhadap Kinerja Perusahaan.**

Uji signifikansi atau uji-t yang dilakukan pada variabel bebas dapat dilihat dari nilai koefisien regresi dibagi *Std. Error = t-statstic*. Berdasarkan uji-t menunjukkan bahwa *variable firm size* dengan koefisien regresi β_1 sebesar 0.399528 dan *t-statistic* sebesar 0.828919 yang menunjukkan bahwa pengaruh tersebut adalah *positif*. Hasil uji t dapat dilihat pada tabel di atas. Nilai *prob. t_{hitung}* sebesar 0.4093 (ditunjukkan pada *Prob.*) lebih besar dari tingkat kesalahan (*alpha*) 0,05 (yang telah ditentukan) maka dapat dikatakan tidak signifikan. Hipotesis variabel bebas yaitu *firm size* yang diajukan diterima atau dikatakan **positif dan tidak signifikan** terhadap variabel terikat yaitu kinerja perusahaan dengan demikian variabel *firm size* tidak mempengaruhi kinerja perusahaan yang tergabung dalam indeks LQ.45 yang tercatat di BEI (Bursa Efek Indonesia) selama priode 2011-2015. Interpretasi nya dari uji kelayakan memastikan bahwa jika perusahaan menaikkan *firm size* sebesar 1 persen maka akan meningkatkan kinerja perusahaan sebesar 0.828919 dengan nilai tidak signifikan. Begitu pula sebaliknya.

- Uji T (*parsial*) Hipotesis 7 **Risiko Bisnis terhadap Kinerja Perusahaan.**

Uji signifikansi atau uji-t yang dilakukan pada variabel bebas dapat dilihat dari nilai koefisien regresi dibagi *Std. Error = t-statstic*. Berdasarkan uji-t menunjukkan bahwa *variable risiko bisnis* dengan koefisien regresi β_1 sebesar 0.810643 dan *t-statistic* sebesar 12.50848 yang menunjukkan bahwa pengaruh tersebut adalah *positif*. Hasil uji t dapat dilihat pada tabel di atas. Nilai *prob. t_{hitung}* sebesar 0.0000 (ditunjukkan pada *Prob.*) lebih besar dari tingkat kesalahan (*alpha*) 0,05 (yang telah ditentukan) maka dapat dikatakan signifikan. Hipotesis variabel bebas yaitu risiko bisnis yang diajukan diterima atau dikatakan **positif dan signifikan** terhadap variabel terikat yaitu kinerja perusahaan dengan demikian variabel risiko bisnis mempengaruhi kinerja perusahaan yang tergabung dalam indeks LQ.45 yang

tercatat di BEI (Bursa Efek Indonesia) selama priode 2011-2015. Interpretasi nya dari uji kelayakan memastikan bahwa jika perusahaan menaikan risiko bisnis sebesar 1 persen maka akan meningkatkan kinerja perusahaan sebesar 12.50848 dengan nilai signifikan. Begitu pula sebaliknya.

- Uji T (*parsial*) Hipotesis 8 **Institutional Ownership terhadap Kinerja Perusahaan.**

Uji signifikansi atau uji-t yang dilakukan pada variabel bebas dapat dilihat dari nilai koefisien regresi dibagi *Std. Error = t-statstic*. Berdasarkan uji-t menunjukkan bahwa *variable institutional ownership* dengan koefisien regresi β_1 sebesar 0.003781 dan *t-statistic* sebesar 0.081255 yang menunjukkan bahwa pengaruh tersebut adalah *positif*. Hasil uji t dapat dilihat pada tabel di atas. Nilai *prob. t_{hitung}* sebesar 0.9354 (ditunjukkan pada *Prob.*) lebih kecil dari tingkat kesalahan (*alpha*) 0,05 (yang telah ditentukan) maka dapat dikatakan tidak signifikan. Hipotesis variabel bebas yaitu *institutional ownership* yang diajukan diterima atau dikatakan **positif dan tidak signifikan** terhadap variabel terikat yaitu kinerja perusahaan dengan demikian variabel *institutional ownership* tidak mempengaruhi kinerja perusahaan yang tergabung dalam indeks LQ.45 yang tercatat di BEI (Bursa Efek Indonesia) selama priode 2011-2015. Interpretasi nya dari uji kelayakan memastikan bahwa jika perusahaan menaikan *institutional ownership* sebesar 1 persen maka akan meningkatkan kinerja perusahaan sebesar 0.081255 dengan nilai tidak signifikan. Begitu pula sebaliknya.

- Uji T (*parsial*) Hipotesis 9 **Kebijakan Dividen terhadap Kinerja Perusahaan.**

Uji signifikansi atau uji-t yang dilakukan pada variabel bebas dapat dilihat dari nilai koefisien regresi dibagi *Std. Error = t-statstic*. Berdasarkan uji-t menunjukkan bahwa *variable kebijakan dividen* dengan koefisien regresi β_1 sebesar 0.005908 dan *t-statistic* sebesar 0.776521 yang menunjukkan bahwa pengaruh tersebut adalah *positif*. Hasil uji t dapat dilihat pada tabel di atas. Nilai *prob. t_{hitung}* sebesar 0.4395 (ditunjukkan pada *Prob.*) lebih besar dari tingkat kesalahan (*alpha*) 0,05 (yang telah ditentukan) maka dapat dikatakan tidak signifikan. Hipotesis variabel bebas yaitu kebijakan dividen yang diajukan diterima atau dikatakan **positif dan tidak signifikan** terhadap variabel terikat yaitu kinerja perusahaan dengan demikian variabel kebijakan dividen tidak mempengaruhi kinerja perusahaan yang tergabung dalam indeks LQ.45 yang tercatat di BEI (Bursa Efek Indonesia) selama priode 2011-2015. Interpretasi nya dari uji kelayakan memastikan bahwa jika perusahaan menaikan kebijakan dividen sebesar 1 persen maka akan meningkatkan kinerja perusahaan sebesar 0.776521 dengan nilai tidak signifikan. Begitu pula sebaliknya.

- Uji T (*parsial*) Hipotesis 10 **Kebijakan Utang terhadap Kinerja Perusahaan.**

Uji signifikansi atau uji-t yang dilakukan pada variabel bebas dapat dilihat dari nilai koefisien regresi dibagi *Std. Error = t-statstic*. Berdasarkan uji-t menunjukkan bahwa *variable kebijakan dividen* dengan koefisien regresi β_1 sebesar -1.730854 dan *t-statistic* sebesar -2.359561 yang menunjukkan bahwa pengaruh tersebut adalah *negatif*. Hasil uji t dapat dilihat pada tabel di atas. Nilai *prob. t_{hitung}* sebesar 0.0204 (ditunjukkan pada *Prob.*) lebih besar dari tingkat kesalahan (*alpha*) 0,05 (yang

telah ditentukan) maka dapat dikatakan signifikan. Hipotesis variabel bebas yaitu kebijakan utang yang diajukan diterima atau dikatakan **negatif dan signifikan** terhadap variabel terikat yaitu kinerja perusahaan dengan demikian variabel kebijakan utang perusahaan mempengaruhi kinerja perusahaan yang tergabung dalam indeks LQ.45 yang tercatat di BEI (Bursa Efek Indonesia) selama periode 2011-2015. Interpretasi nya dari uji kelayakan memastikan bahwa jika perusahaan menaikkan kebijakan utang sebesar 1 persen maka akan menurunkan kinerja perusahaan sebesar 2.359561 dengan nilai signifikan. Begitu pula sebaliknya.

Uji F (Uji Signifikansi Simultan) *variable dependen* (ROA)

Uji keterandalan model atau uji kelayakan model atau yang lebih populer disebut sebagai uji f (*uji simultan*) merupakan tahapan awal mengidentifikasi model regresi data panel yang diestimasi layak atau tidak. Layak (*andal*) disini maksudnya adalah model yang diestimasi layak digunakan untuk menjelaskan pengaruh variabel-variabel bebas terhadap variabel terikat. Nama uji ini disebut sebagai uji f, karena mengikuti mengikuti distribusi f yang kriteria pengujiannya seperti *One Way Anova*.

Penggunaan *software* memudahkan penarikan kesimpulan dalam uji ini. Apabila nilai *prob. f_{hitung}* lebih kecil dari tingkat kesalahan/*error* (*alpha*) 0,05 (yang telah ditentukan) maka dapat dikatakan bahwa model regresi yang diestimasi layak, sedangkan apabila nilai *prob. f_{hitung}* lebih besar dari tingkat kesalahan 0,05 maka dapat dikatakan bahwa model regresi yang diestimasi tidak layak.

Hasil estimasi model regresi data panel secara simultan (*Uji f*) implikasi terhadap kinerja perusahaan yaitu, *firm size*, risiko bisnis, *institutional ownership*, kebijakan dividen dan kebijakan utang perusahaan yang tergabung dalam indeks LQ.45 yang tercatat di BEI (Bursa Efek Indonesia) selama periode 2011-2015.

- Uji F (*simultan*) Hipotesis 11 **Pengaruh *firm size*, risiko bisnis, *institutional ownership*, kebijakan dividen kebijakan utang secara bersama-sama (*simultan*) terhadap kinerja perusahaan.**

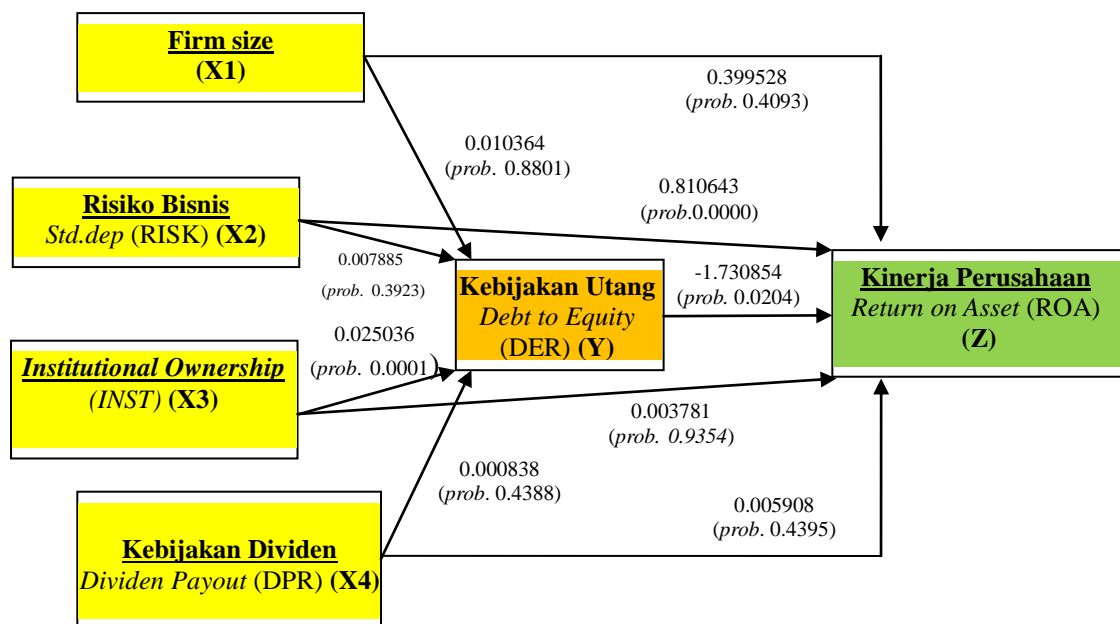
Berdasarkan *Uji koefisien regresi* data panel menggunakan *uji-f (simultan)* pengujian persamaan untuk keseluruhan *variable* dalam model dilakukan menggunakan uji-f. hasil pengujian f seperti yang terlihat dalam tabel diatas menunjukkan nilai *f-statistic* sebesar 55.44145 menunjukkan hasil positif. dengan nilai probabilitasnya sebesar 0,00000 lebih kecil dari $\alpha = 0,05$ yang berarti hipotesis yang diajukan layak dan dikatakan signifikan.. Nilai koefisien determinasi dapat diukur oleh nilai *R-Square (R²)* atau *Adjusted R-Square*. *R-Square* digunakan pada saat variabel bebas lebih dari satu seperti regresi data panel. Dalam menghitung nilai *koefisien determinasi* menggunakan *R-Square* daripada *Adjusted R-Square*. Walaupun variabel bebas lebih dari satu. menunjukkan angka sebesar 0.983194 artinya bahwa variasi perubahan naik turunnya determinan kebijakan utang perusahaan berkontribusi dan dapat dijelaskan oleh variabel *firm size*, risiko bisnis, *institutional ownership* dan kebijakan dividen sebesar 94,46 % sedangkan sisanya 5.54 % (100% - 94,46%) dipengaruhi oleh variabel lain yang tidak ada didalam model regresi data panel dalam penelitian ini, berarti bahwa

seluruh *variable independen* yang digunakan dalam penelitian ini dapat menjelaskan kinerja perusahaan sebesar 94,46 persen.

Pengujian Mediasi Determinan Kebijakan Utang implikasi pada Kinerja Perusahaan

Pengujian mediasi dilakukan untuk menguji apakah sebuah *variable* berperan sebagai *variable* antara atau mediating yang berfungsi memediasi hubungan antara *variable* independen dengan *variable* dependen (Imam Ghazali, 2002). Untuk menguji pengaruh *variable* mediasi (*intervening*) digunakan analisis jalur atau yang dikenal dengan path analysis. Analisis jalur merupakan perluasan dari analisis regresi berganda untuk menaksir hubungan kausalitas antar *variable* (model casual) yang telah ditetapkan sebelumnya berdasarkan teori (Imam Ghazali, 2002). Besarnya pengaruh masing-masing *variable* independen terhadap *variable* dependen ditunjukkan oleh nilai p yang menggambarkan jalur dan koefisien jalur. Koefisien jalur dihitung berdasarkan persamaan struktural yaitu persamaan regresi yang dihipotesiskan. Jika hasil analisis regresi diatas dimasukkan dalam model empirik data panel diatas , maka akan diperoleh hasil analisis jalur (path analysis) seperti pada Gambar berikut ini.

Analisis Jalur Model Empiris Data Panel



Sumber: Hasil pengolahan data dengan EViews 9.0.

Berdasarkan hasil analisis jalur (*path analysis*) pada Gambar di atas, menunjukkan bahwa kebijakan utang (DER) dapat berpengaruh tidak langsung dan berpengaruh langsung terhadap kinerja perusahaan (ROA) dengan hasil sbb :

1) Firm size > Kebijakan utang > Kinerja Perusahaan.

Berdasarkan uji statistic diatas maka hitungan mediasi kebijakan utang (DER) antara *firm size* terhadap kinerja perusahaan (ROA) sebagai berikut :

$c^2 < a \times b$ (memediasi), $c^2 > a \times b$ (tidak memediasi)

$-1.730854^2 >> (0.010364) \times (0.399528)$

2.995856262 > 0.004140708 dengan demikian hasilnya : **tidak memediasi**

2) Risiko bisnis > Kebijakan utang > Kinerja Perusahaan.

Berdasarkan uji statistic diatas maka hitungan mediasi kebijakan utang (DER) antara *risiko bisnis* terhadap kinerja perusahaan (ROA) sebagai berikut :

$c^2 < a \times b$ (memediasi), $c^2 > a \times b$ (tidak memediasi)

$-1.730854^2 > < (0.007885) \times (0.810643)$

2.995856262 > 0.00639192 dengan demikian hasilnya : **tidak memediasi**

3) Institutional ownership > Kebijakan utang > Kinerja Perusahaan.

Berdasarkan uji statistic diatas maka hitungan mediasi kebijakan utang (DER) antara *Institutional ownership* terhadap kinerja perusahaan (ROA) sebagai berikut :

$c^2 < a \times b$ (memediasi), $c^2 > a \times b$ (tidak memediasi)

$-1.730854^2 > < (0.025036) \times (0.003781)$

2.995856262 < 9.46611 dengan demikian hasilnya : **memediasi**

4) Kebijakan dividen > Kebijakan utang > Kinerja Perusahaan.

Berdasarkan uji statistic diatas maka hitungan mediasi kebijakan utang (DER) antara Kebijakan dividen(DPR) terhadap kinerja perusahaan (ROA) sebagai berikut :

$c^2 < a \times b$ (memediasi), $c^2 > a \times b$ (tidak memediasi)

$-1.730854^2 > < (0.000838) \times (0.005908)$

2.995856262 < 4.9509 dengan demikian hasilnya : **memediasi**

Dari hasil pembahasan pengujian mediasi determinan kebijakan utang terhadap kinerja perusahaan mengambil kesimpulan bahwa terjadi mediasi parsial (*parcial mediation*), bukan mediasi penuh (*full mediation*) yaitu mediasi yang variabel bebas tidak semua termediasi oleh variabel *intervening* terhadap variabel terikat

G. Kesimpulan

1. *Firm size* secara parsial berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap kebijakan utang yang diprosikan oleh *debt equity ratio* (DER).
2. Risiko bisnis secara parsial berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap kebijakan utang yang diprosikan oleh *debt equity ratio* (DER).
3. *Institutional ownership* secara parsial berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan utang yang diprosikan oleh *debt equity ratio* (DER).
4. Kebijakan dividen yang diprosikan oleh *dividen payout ratio* (DPR) secara parsial berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap kebijakan utang yang diprosikan oleh *debt equity ratio* (DER).
5. *Firm size*, risiko bisnis, *institutional ownership* dan kebijakan dividen secara simultan terbukti positif dan signifikan terhadap kebijakan utang yang diprosikan oleh *debt equity ratio* (DER).
6. *Firm size* secara parsial berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap kinerja perusahaan yang diprosikan oleh *return on asset ratio* (ROA).
7. Risiko bisnis secara parsial berpengaruh positif dan signifikan terhadap kinerja perusahaan yang diprosikan oleh *return on asset ratio* (ROA).

8. *Institutional ownership* secara parsial berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap kinerja perusahaan yang diproksikan oleh *return on asset ratio* (ROA).
9. Kebijakan dividen yang diproksikan oleh *dividen payout ratio* (DPR) secara parsial berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap kinerja perusahaan yang diproksikan oleh *return on asset ratio* (ROA).
10. Kebijakan utang yang diproksikan oleh *debt equity ratio* (DER) secara parsial berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kinerja perusahaan yang diproksikan oleh *return on asset ratio* (ROA).
11. *Firm size*, risiko bisnis, *institutional ownership*, kebijakan dividen dan kebijakan utang secara simultan terbukti positif dan signifikan terhadap kinerja perusahaan yang diproksikan oleh *return on asset ratio* (ROA).

H. Daftar Pustaka

- Andhika I. Murtiningtyas (2012), *Kebijakan dividen, kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, profitabilitas, risiko bisnis terhadap kebijakan hutang*, Accounting Analysis Journal, Fakultas Ekonomi, Universitas Negeri Semarang
- Apit Susanti dan Sekar Mayangsari (2014), *Faktor yang mempengaruhi kebijakan hutang pada perusahaan non keuangan*. e-Journal Magister Akuntansi Trisakti Volume. 1 Nomor. 1 Februari 2014, Hal. 29-50, ISSN : 2339-0859 Fakultas Ekonomi, Universitas Trisakti
- Ardana R., Wahyudi P. (2015), *Analisis pengaruh risiko bisnis, firm size, pertumbuhan penjualan dan institutional ownership terhadap struktur modal dan dampaknya pada nilai perusahaan*, Universitas Diponegoro
- Bambang Juanda, (2009). *Ekonometrika Permodelan dan Pendugaan* cetakan pertama: Februari 2012 Bogor: Penerbit IPB Press PT.
- Brigham & Houston. (2013). *Essential of Financial Management*. Original edition first published by Cengage Learning 2007, Diterjemahkan oleh: Ali Akbar Yulianto. 2011. *Dasar-dasar Manajemen Keuangan*. Buku 1-2 Jakarta: Salemba Empat.
- Certo Samuel C. & Certo S. Trevis (2009). *Modern Managerial Concept and Skills 11th Edition*. England: Person international Edition 2009
- Fransiska D. Senda (2012) *Pengaruh kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, kebijakan dividen, profitabilitas, leverage financial, dan investment opportunity set terhadap nilai perusahaan*, Universitas Mercubuana
- Guitman LJ, Zutter CJ. (2012). *Principles of Managerial Financial Global Edition 13th Edition*. England: Person Education Limited 2012
- Gujarati Damodar N, Forter Dawn C. (2013). *Basic Econometrics, 5th Edition*. Diterjemahkan oleh: Eugenia Mardanugraha, Sita Mardani, Carlos Mangunsong. (2013). *Dasar-dasar Ekonometrika*. Jakarta: Salemba Empat.
- Suad Husnan dan E. Pujiastuti (2015). *Dasar-dasar Manajemen Keuangan*, edisi keenam, UPP STIM TKPN, Yogyakarta
- Ida BGNS Adiyana (2014), *Pengaruh ukuran perusahaan, risiko bisnis, pertumbuhan aset, profitabilitas dan likuiditas pada struktur modal*, E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana 9.3 (2014): 788-802, ISSN: 2302-8556, Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Udayana (Unud), Bali, Indonesia

- Jensen & Meckling (1976), Agency Theory, *Theory of the firm, Managerial behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, Journal of Financial Economics, October, 1976, V. 3, No. 4, pp. 305-360, also published in Foundations of Organizational Strategy, Michael C. Jensen, Harvard University Press, 1998.
- Joni, Lina (2010) *Faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal(leverage)*, Jurnal Bisnis Dan Akuntansi Vol 12, No. 2, Agustus 2010, Hlm 81-96, STIE Trisakti
- Mafizatun Nurhayati (2012), Faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan hutang dan nilai perusahaan, Jurnal KINERJA Volume 16, No.2, Th. 2012 Hal. 180-194, Fakultas Ekonomi Universitas Mercu Buana Jakarta.
- Mansuri (2016). *Buku Modul Praktikum Eviews* Universitas Borobudur
- Megawati, Suci Kurnia (2015) *pengaruh insider ownership, investment opportunity set (ios), pertumbuhan perusahaan dan risiko bisnis terhadap kebijakan hutang*, Jurnal Kajian Manajemen Bisnis Volume 4, Nomor 1, Maret 2015 Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Padang.
- Mukhtar Latif,. 2014. *Orientasi Kearah Pemahaman Filsafat Ilmu*. Edisi Pertama, Jakarta : Kencana Prenada Media Group, 2014
- Nachrowi dan H. Usman. (2006). *Pendekatan Populer dan Praktis Ekonometrika untuk Analisis Ekonomi dan Keuangan*, Lembaga Penerbit Universitas Indonesia, Jakarta.
- Revi M. Sheisarvian, N. Sudjana dan M.Saifi (2015) *Pengaruh kepemilikan manjerial, kebijakan dividen, propitabilitas terhadap kebijakan hutang*, Jurnal Administrasi Bisnis (JAB)|Vol. 22 No. 1 Mei 2015, Fakultas Ilmu Administrasi, Universitas Brawijaya
- Rirind L.Febia (2013), *Pengaruh leverage dan ukuran perusahaan terhadap propitabilitas perusahaan property*. Jurnal bisnis dan akuntansi, Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Padang.
- Suad Husnan dan E. Pudjiastuti (2015) *Dasar-dasar manajemen keuangan*, edisi keenam, UPP STIM YKPN. ISBN. 979-8170-35-0, Yogyakarta
- Subarmayam KR, Wild John J.(2014). *Financial Statetment Analysis 10th Edition*. Diterjemahkan oleh: Dewi Yanti. 2014. *Analisis Laporan Keuangan*. Jakarta: Salemba Empat.
- Sugiyono. (2012) *Metodologi Penelitian Kuantitatif Kualitaif dan R & D*. Cetakan ke17. Bandung: Alfabeta CV
- Umi Mardiyati, Susi S., Gatot N. Ahmad (2014), *Pengaruh kepemilikan institusional, ukuran perusahaan, propitabilitas terhadap hutang*, Jurnal Riset Manajemen Sains Indonesia (JRMSI) | Vol. 5, No.1, 2014, Fakultas Ekonomi, Universitas Negeri Jakarta
- Van Horne, JC. & Wachowicz JM.(2012). *Fundamental of Financial Management 13th Edition*. Diterjemahkan oleh: Quratul'ain Mubarakah. 2012. *Prinsip-prinsip Manajemen Keuangan*. Jakarta: Salemba Empat.
- Weston, Fred. dan Brigham, Eugene F. (2010). "Dasar-Dasar Manajemen Keuangan," Edisi Kesepuluh, Jilid 2, Erlangga, Jakarta