



**PENGARUH *FREE CASH FLOW*, PERTUMBUHAN
PERUSAHAAN, KEBIJAKAN DEVIDEN DAN
UKURAN PERUSAHAAN TERHADAP KEBIJAKAN
HUTANG PADA PERUSAHAAN MANUFAKTUR DI
BEI TAHUN 2013**

SKRIPSI

**Untuk Memperoleh Gelar Sarjana Ekonomi
pada Universitas Negeri Semarang**

Oleh

Ade Dwi Suryani

NIM 7211411038

**JURUSAN AKUNTANSI
FAKULTAS EKONOMI
UNIVERSITAS NEGERI SEMARANG
2015**



**PENGARUH *FREE CASH FLOW*, PERTUMBUHAN
PERUSAHAAN, KEBIJAKAN DEVIDEN DAN
UKURAN PERUSAHAAN TERHADAP KEBIJAKAN
HUTANG PADA PERUSAHAAN MANUFAKTUR DI
BEI
TAHUN 2013**

SKRIPSI
Untuk Memperoleh Gelar Sarjana Ekonomi
pada Universitas Negeri Semarang

Oleh
Ade Dwi Suryani
NIM 7211411038

JURUSAN AKUNTANSI
FAKULTAS EKONOMI
UNIVERSITAS NEGERI SEMARANG
2015

PERSETUJUAN PEMBIMBING

Skripsi ini telah disetujui oleh Pembimbing untuk diajukan ke sidang panitia ujian skripsi pada :

Hari : RABU .

Tanggal : 24 JUNI 2015

Mengetahui,

Ketua Jurusan Akuntansi



Drs. Fachrurrozie, M.Si
NIP. 196206231989011001

Pembimbing

Dr. Muhammad Khafid, S.Pd., M.Si
NIP. 197510101999031001

PENGESAHAN KELULUSAN

Skripsi ini telah dipertahankandi depan Sidang Panitia Ujian Skripsi Fakultas
Ekonomi Universitas Negeri Semarang pada:

Hari : Kamis

Tanggal : 13 Agustus 2015

Penguji I



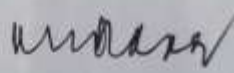
Dr. Agus Wahyudin, S.Pd, M.Si
NIP.196208121987021001

Penguji II



Badingatus Solikhah, SE, M.Si
NIP.198501152010122004

Penguji III



Dr. M. Khafid S.Pd, M.Si
NIP.197510101999031001

Mengetahui,

Dekan Fakultas Ekonomi



Dr. Wahyono, M.M
NIP. 195601031983121001

PERNYATAAN

Saya menyatakan bahwa yang tertulis di dalam skripsi ini benar-benar hasil karya saya sendiri, bukan jiplakan dari karya tulis orang lain, baik sebagian atau seluruhnya. Pendapat atau temuan orang lain yang terdapat dalam skripsi ini dikutip atau dirujuk berdasarkan kode etik ilmiah. Apabila di kemudian hari terbukti skripsi ini adalah hasil jiplakan dari karya tulis orang lain, maka saya bersedia menerima sanksi sesuai dengan ketentuan yang berlaku.

Semarang, Mei 2015



Ade Dwi Suryani
NIM 7211411038

MOTTO DAN PERSEMBAHAN

MOTTO :

1. Segala sesuatu akan selalu menjadi yang terbaik jika kita selalu mengambil yang terbaik akan segala sesuatu hal yang terjadi (Apriliana Nuzul Rahmawati)
2. Ada dua jenis manusia di dunia ini, yakni manusia yang mencari alasan dan yang mencari keberhasilan. Orang yang mencari alasan selalu mencari alasan atas kegagalannya, sedangkan orang yang mencari keberhasilan selalu mencari alasan atas keberhasilannya (Alan Cohen)

PERSEMBAHAN :

1. Bapakku Rokhmad dan Ibuku Khasiana tercinta yang senantiasa memberi dorongan, doa dan kasih sayangnya
2. Kakakku Dina Trisatya Ningrum yang selalu memberi dukungan
3. Keluarga besarku
4. Seseorang yang selalu memberiku semangat dan dukungan
5. Teman-teman Akuntansi A 2011
6. Teman-teman Happy Kost
7. Almamater

PRAKATA

Assalamu'alaikum Wr. Wb.

Puji syukur penulis panjatkan kepada Tuhan Yang Maha Kuasa yang senantiasa melimpahkan rahmatNya sehingga penulis dapat menyelesaikan Skripsi yang berjudul “Pengaruh *Free Cash Flow*, Pertumbuhan Perusahaan, Kebijakan Deviden dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Hutang Pada Perusahaan Manufaktur di BEI Tahun 2013” dengan baik, untuk memenuhi salah satu syarat untuk menyelesaikan Program Sarjana pada Jurusan Akuntansi Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Semarang.

Dalam penulisan skripsi penulis banyak mendapat bantuan baik secara langsung maupun tidak langsung dari berbagai pihak dalam hal membimbing, mengumpulkan data, pengarahan dan saran-saran. Pada kesempatan ini penulis menyatakan ucapan terimakasih kepada :

1. Prof. Dr. Fathur Rokhman, M.Hum, Rektor Universitas Negeri Semarang yang telah memberikan kesempatan kepada penulis untuk belajar di Universitas Negeri Semarang.
2. Dr. Wahyono, M.M, Dekan Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Semarang yang memberikan kesempatan dan fasilitas untuk mengikuti program S1 di Fakultas Ekonomi.
3. Drs. Fachrurrozie, M.Si, Ketua Jurusan Akuntansi Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Semarang yang telah memberikan fasilitas dan pelayanan selama masa studi.

4. Drs. Kusmuriyanto, M.Si Dosen Wali Akuntansi A 2011 yang telah memberikan bimbingan, pengarahan dan motivasi selama penulis menimba ilmu di Universitas Negeri Semarang.
5. Dr. Muhammad Khafid, S.Pd., M.Si Dosen Pembimbing sekaligus Penguji 3 yang telah memberikan bimbingan, arahan dan nasihat kepada penulis, sehingga penulis dapat menyelesaikan skripsi ini dengan lancar.
6. Semua dosen dan staff tata usaha yang telah membantu kelancaran penulis selama menuntut ilmu di Jurusan Akuntansi Fakultas Ekonomi Universtas Negeri Semarang.
7. Seluruh keluarga, sahabat, teman dan pihak-pihak yang sudah membantu namun tidak bisa penulis sebutkan satu per satu. Terima kasih atas bantuan dan doanya.

Penulis memohon maaf apabila dalam penyusunan maupun pembahasan skripsi ini masih jauh dari sempurna karena keterbatasan pengetahuan dan pengalaman. Semoga skripsi ini bermanfaat dan dapat digunakan sebagai tambahan informasi bagi semua pihak yang membutuhkan.

Wassalamu'alaikum Wr.Wb.

Semarang, Mei 2015

Ade Dwi Suryani

SARI

Suryani, Ade Dwi. 2015. “Pengaruh *Free Cash Flow*, Pertumbuhan Perusahaan, Kebijakan Deviden dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Hutang Pada Perusahaan Manufaktur di BEI Tahun 2013”. Skripsi. Jurusan Akuntansi S1. Fakultas Ekonomi. Universitas Negeri Semarang. Pembimbing Dr. Muhammad Khafid, S.Pd., M.Si

Kata Kunci : Kebijakan Hutang, *Free Cash Flow*, Pertumbuhan Perusahaan, Kebijakan Deviden, Ukuran Perusahaan.

Kebijakan hutang merupakan keputusan perusahaan dalam menentukan dana yang bersumber dari eksternal. Manajer harus menentukan proporsi hutang yang tepat dengan memperhatikan risiko dari hutang itu sendiri. Selama tahun 2011-2013 pada perusahaan manufaktur terjadi fluktuasi pada tingkat kebijakan hutang dan beberapa faktor yang mempengaruhinya, diantaranya *free cash flow*, pertumbuhan perusahaan, kebijakan deviden dan ukuran perusahaan. Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh *free cash flow*, pertumbuhan perusahaan, kebijakan deviden dan ukuran perusahaan terhadap kebijakan hutang.

Populasi dalam penelitian ini adalah 137 perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2013. Sampel yang digunakan yaitu sejumlah 66 sampel dikurangi data outlier sebanyak 36. Sehingga unit analisis penelitian ini sebanyak 30. Metode pemilihan sampel menggunakan *purposive sampling*. Teknik analisis yang digunakan adalah regresi berganda.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa terdapat satu variabel yaitu kebijakan deviden yang berpengaruh secara signifikan terhadap kebijakan hutang. Sedangkan, tiga variabel independen lainnya yaitu *free cash flow*, pertumbuhan perusahaan dan ukuran perusahaan menunjukkan pengaruh yang tidak signifikan terhadap kebijakan hutang.

Simpulan dari penelitian yakni kebijakan deviden terbukti dapat meningkatkan kebijakan hutang perusahaan. Penelitian selanjutnya diharapkan dalam mengukur pertumbuhan perusahaan menggunakan total penjualan perusahaan dari tahun satu ke tahun berikutnya. Pengukuran tersebut diharapkan dapat menggambarkan pertumbuhan perusahaan yang sebenarnya.

ABSTRACT

Suryani, Ade Dwi. 2015. "Factors Influencing Debt Policy of Manufacture Company in IDX 2013". Final Project. Accounting Departement. Faculty of Economics. Semarang State University. Advisor Dr. Muhammad Khafid, S.Pd., M.Si

Key Words: Debt Policy, *Free Cash Flow*, Growth of the Company, Dividend Policy and Firm Size.

Debt policy is the company's decision in determining funds from external. Managers must determine the exact proportion of debt with due regard to the risks of the debt. Around 2011-2013 in Manufacture Company which happen fluctuation at the level of debt policy and some factors that influence by them, for example *free cash flow*, growth of the company, dividend policy and firm size. The purpose of this research is to explore how the influence free cash flow, growth of the company, dividend policy and firm size toward the debt policy.

The research population was 137 manufacturing companies listed in Indonesia Stock Exchange in 2013. The sampel used is a number of 66 samples of data outliers reduced as much as 36. So this research is the analysis unit 30. The method of sample selection using purposive sampling. The analysis technique used multiple regression.

The analysis show that they have one variable is dividend policy has positive influence to debt policy. As for the other three variables independent are free cash flow, growth of the company, and firm size that insignificant influence to debt policy.

The conclusions of this study proved that the dividend policy can improve the company's debt policy. Suggestion for future research are expected to measure the growth of the company using the company's total sales from one year to the next. The measurements are expected to describe the growth of actual company.

DAFTAR ISI

	Halaman
HALAMAN JUDUL.....	i
PERSETUJUAN PEMBIMBING.....	ii
PENGESAHAN KELULUSAN	iii
PERNYATAAN.....	iv
MOTTO DAN PERSEMBAHAN	v
PRAKATA	vi
SARI.....	viii
ABSTRACT.....	ix
DAFTAR ISI.....	x
DAFTAR TABEL.....	xiv
DAFTAR GAMBAR	xv
DAFTAR LAMPIRAN.....	xvi
BAB I PENDAHULUAN	1
1.1. Latar Belakang	1
1.2. Rumusan Masalah.....	17
1.3. Tujuan Penelitian	18
1.4. Manfaat Penelitian	18
BAB II LANDASAN TEORI.....	20
2.1. Agency Theory.....	20
2.2. The Pecking Order Theory.....	21
2.3. Kebijakan Hutang	23

2.3.1. Definisi Kebijakan Hutang	23
2.3.2. Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang	26
2.4. <i>Free Cash Flow</i>	32
2.5. Pertumbuhan Perusahaan	35
2.6. Kebijakan Deviden	37
2.7. Ukuran Perusahaan	40
2.8. Penelitian Terdahulu	42
2.9. Kerangka Pemikiran Teoritis	44
2.10. Pengembangan Hipotesis	48
2.10.1. Pengaruh <i>Free Cash Flow</i> Terhadap Kebijakan Hutang	48
2.10.2. Pengaruh Pertumbuhan Perusahaan Terhadap Kebijakan Hutang	50
2.10.3. Pengaruh Kebijakan Deviden Terhadap Kebijakan Hutang	52
2.10.4. Pengaruh Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Hutang	54
BAB III METODE PENELITIAN	57
3.1. Jenis dan Desain Penelitian	57
3.2. Populasi dan Sampel	57
3.3. Variabel Penelitian	58
3.3.1. Kebijakan Hutang	58
3.3.2. <i>Free Cash Flow</i>	59
3.3.3. Pertumbuhan Perusahaan	59

3.3.4. Kebijakan Deviden	59
3.3.5. Ukuran Perusahaan	60
3.4. Metode Pengumpulan Data	61
3.5. Metode Analisis Data	61
3.5.1. Analisis Statistik Deskriptif.....	62
3.5.2. Analisis Statistik Inferensial.....	62
3.5.2.1. Uji Asumsi Klasik	62
3.5.2.2. Analisis Regresi Berganda.....	65
3.5.2.3. Pengujian Hipotesis	66
BAB IV HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN	69
4.1. Hasil Penelitian.....	69
4.1.1. Deskripsi Objek Penelitian	69
4.1.2. Analisis Statistik Deskriptif.....	70
4.1.3. Analisis Statistik Inferensial.....	73
4.1.3.1. Hasil Uji Asumsi Klasik	73
4.1.3.2. Analisis Regresi Berganda.....	79
4.1.3.3. Uji Hipotesis	80
4.2. Pembahasan	84
4.2.1. Pengaruh <i>Free Cash Flow</i> Terhadap Kebijakan Hutang	85
4.2.2. Pengaruh Pertumbuhan Perusahaan Terhadap Kebijakan Hutang	87
4.2.3. Pengaruh Kebijakan Deviden Terhadap Kebijakan Hutang	89

4.2.4. Pengaruh Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Hutang	90
BAB V PENUTUP.....	93
5.1. Simpulan	93
5.2. Saran	94
DAFTAR PUSTAKA	96
LAMPIRAN.....	100

DAFTAR TABEL

	Halaman
Tabel 1.1 Faktor-faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang pada 5 Perusahaan Manufaktur Periode Tahun 2011-2013	8
Tabel 2.1 Penelitian Terdahulu	42
Tabel 3.1 Operasional Variabel Penelitian.....	60
Tabel 4.1 Pemilihan Sampel Penelitian.....	70
Tabel 4.2 Hasil Uji Statistik Deskriptif	71
Tabel 4.3 Hasil Uji Normalitas.....	75
Tabel 4.4 Hasil Uji Multikolinieritas	76
Tabel 4.5 Ringkasan Hasil Uji Multikolinieritas	77
Tabel 4.6 Hasil Uji Heteroskedastisitas	78
Tabel 4.7 Ringkasan Hasil Uji Heteroskedastisitas.....	79
Tabel 4.8 Hasil Persamaan Regresi Berganda.....	79
Tabel 4.9 Hasil Uji Koefisien Determinasi	81
Tabel 4.10 Hasil Uji Pengaruh Simultan.....	82
Tabel 4.11 Hasil Uji Parsial	83
Tabel 4.12 Ringkasan Hasil Uji Hipotesis	84

DAFTAR GAMBAR

	Halaman
Gambar 2.1 Kerangka Pemikiran Penelitian	47

DAFTAR LAMPIRAN

	Halaman
Lampiran 1 Pedomen Dokumentasi	100
Lampiran 2 Daftar Perusahaan Sampel	101
Lampiran 3 Pengukuran Kebijakan Hutang	103
Lampiran 4 Pengukuran <i>Free Cash Flow</i>	105
Lampiran 5 Pengukuran Pertumbuhan Perusahaan.....	107
Lampiran 6 Pengukuran Kebijakan Deviden	109
Lampiran 7 Pengukuran Ukuran Perusahaan	111
Lampiran 8 Hasil Tabulasi Penelitian	113
Lampiran 9 Hasil Output SPSS 21	115

BAB I

PENDAHULUAN

1.1. Latar Belakang

Setiap perusahaan memiliki tujuan untuk memaksimalkan kemakmuran perusahaan. Perusahaan manufaktur yang mendominasi di Indonesia memiliki tujuan yang sama dengan tujuan perusahaan pada umumnya. Perusahaan manufaktur adalah perusahaan yang melakukan usaha mengubah input dasar menjadi produk yang dijual kepada pelanggan individu (Wahyuni dan Soepriyanto, 2009). Banyaknya perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia mendorong terjadinya persaingan yang ketat antar perusahaan manufaktur. Perusahaan bersaing dalam meningkatkan laba perusahaan agar nilai perusahaan dapat meningkat. Tujuan perusahaan menurut Brigham Gapensi (dalam Karinaputri, 2012) menyatakan bahwa “tujuan utama perusahaan adalah meningkatkan nilai perusahaan melalui peningkatan kemakmuran pemilik atau para pemegang saham. Tujuan perusahaan tersebut mendorong peningkatan kinerja perusahaan guna mencapai tujuan yang diinginkan.

Pencapaian tujuan perusahaan dapat terwujud jika pengelolaan seluruh perusahaan dilakukan dengan baik. Pembiayaan merupakan elemen penting dalam sebuah perusahaan. Perusahaan menyerahkan pengelolaan kepada manajer. Pengelolaan *asset* yang telah dipercayakan kepada manajer perusahaan diharapkan bisa memperoleh nilai tambah. Tugas manajer membuat berbagai

kebijakan dalam kegiatan operasional suatu perusahaan. Salah satu kebijakan yang dibuat manajer mengenai struktur modal.

Manajer memiliki tugas untuk mempertimbangkan keputusan pendanaannya. Pertimbangan diperlukan karena masing-masing sumber pendanaan mempunyai konsekuensi yang berbeda-beda. Dana dapat diperoleh dari modal sendiri, yaitu dengan menerbitkan saham yang akan dibeli para investor. Perusahaan juga dapat mendapatkan sumber dana dari kreditur berupa hutang. Kombinasi penggunaan sumber yang berasal dari dalam perusahaan dan luar perusahaan guna memenuhi kebutuhan dana perusahaan yang disebut dengan struktur modal (Rodoni dan Ali, 2014).

Kebijakan dengan menggunakan dana dari luar perusahaan yang disebut dengan kebijakan hutang merupakan tanggung jawab penting manajer. Manajer harus mempertimbangkan kepentingan-kepentingan pihak lain yang terlibat dalam kebijakan yang diambil. Manajemen seharusnya bertindak berdasarkan kepentingan pemilik modal. Dalam hal ini mengenai tanggung jawab manajemen terhadap pengelolaan pendanaan yang diserahkan padanya.

Namun menurut Jensen dan Meckling (1976) pihak manajemen perusahaan atau insider mempunyai tujuan lain yang bertentangan dengan kepentingan pemilik sehingga timbul konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham. Adanya tujuan yang berbeda tersebut disebut konflik keagenan. Tujuan manajemen dalam hal ini mengenai kepentingan mereka sendiri akibat adanya pemisahan kepemilikan perusahaan dengan manajemen. Menurut Wahidahwati (2002), penyebab konflik antar manajer dengan pemegang saham

diantaranya adalah membuat keputusan yang berkaitan dengan aktivitas pencairan dana (*financing decision*).

Konflik dalam keputusan pendanaan ini terjadi karena pemegang saham hanya peduli dengan risiko sistematis dari saham perusahaan yang diinvestasikan. Sedangkan sebaliknya, manajer lebih peduli pada risiko perusahaan secara keseluruhan menyangkut reputasinya (Karinaputri, 2012). Risiko dari kebijakan hutang tersebut yaitu tidak dapat mengembalikan kepada kreditur yang dapat mengancam kelangsungan perusahaan dan reputasi manajer itu sendiri.

Konflik kepentingan dapat dikurangi dengan pengawasan untuk mensejajarkan kepentingan pihak terkait. Adanya pengawasan ini menimbulkan terjadinya *agency cost*. Menurut Bringham *et al.* (1990) (dalam Indahningrum dan Handayani, 2009) *agency cost* adalah biaya yang meliputi semua biaya untuk monitoring tindakan manajer, mencegah tingkah laku manajer yang tidak dikehendaki, dan *opportunity cost* akibat pembatasan yang dilakukan pemegang saham terhadap tindakan manajer.

Menurut Mayangsari (2000) (dikutip dari Indahningrum dan Handayani, 2009) Terdapat beberapa alternatif untuk mengurangi *agency cost* yaitu pertama, dengan meningkatkan kepemilikan saham perusahaan oleh manajemen. Kedua, mekanisme pengawasan dalam perusahaan. Ketiga, dengan meningkatkan *dividen payout ratio* dan keempat, dengan meningkatkan pendanaan dengan hutang.

Upaya perusahaan dalam mengurangi *agency cost* biasanya menggunakan dana yang berasal dari hutang. Keuntungan menggunakan dana dari hutang yaitu karena hutang mempunyai biaya yang relatif lebih kecil dibandingkan biaya

modal sendiri. Selain itu dilihat dari segi pajak penggunaan hutang (jangka panjang), biaya bunga dapat digunakan untuk mengurangi penghasilan yang dikenakan pajak (*tax deductibility of interest payment*). Penghematan pajak merupakan manfaat bagi pemilik perusahaan. Namun, yang terpenting adalah keputusan perusahaan menentukan sumber pembiayaannya haruslah memperhatikan risiko (Rodoni dan Ali, 2014).

Penggunaan hutang yang dapat meningkatkan risiko mendorong manajer untuk berhati-hati dalam mengambil keputusan dalam menggunakan hutang dari luar perusahaan. Kebijakan hutang yang tepat harus diperhatikan oleh manajer untuk memaksimalkan tujuan perusahaan. Kebijakan hutang merupakan kebijakan dalam menentukan dana perusahaan yang bersumber dari eksternal. Manajer harus menentukan proporsi hutang yang tepat dengan memperhatikan risiko dari hutang itu sendiri.

Perusahaan yang mengambil kebijakan hutang harus membuat komposisi yang tepat dari panduan sumber dananya, sehingga diharapkan tingkat pengembalian investasinya dari sumber dana tersebut dapat mempengaruhi harga saham melalui *return* yang diperoleh meningkat. Selain itu, komposisi kebijakan hutang yang optimal dimaksudkan untuk menjaga timbulnya risiko artinya harus membawa keseimbangan antara risiko dan pengembalian (Rodoni dan Ali, 2014).

Brigham *et al.* (1998) dalam Indahningrum dan Handayani, 2009 mengemukakan bahwa penggunaan utang yang berbeban bunga memiliki keuntungan dan kelemahan bagi perusahaan. Keuntungannya antara lain: biaya bunga mengurangi penghasilan kena pajak, sehingga biaya bunga efektif menjadi

lebih rendah, kreditur hanya mendapat biaya bunga yang relatif bersifat tetap, sehingga kelebihan keuntungan merupakan klaim bagi pemilik perusahaan serta *bondholder* tidak memiliki hak suara sehingga pemilik dapat mengendalikan perusahaan dengan dana yang lebih kecil. Sedangkan kelemahannya adalah utang yang semakin tinggi meningkatkan risiko dan bila bisnis perusahaan tidak dalam kondisi yang bagus, pendapatan operasi menjadi rendah dan tidak cukup untuk menutup biaya bunga sehingga kekayaan pemilik berkurang. Pada kondisi ekstrim, kerugian tersebut dapat membahayakan perusahaan karena dapat terancam kebangkrutan.

Perusahaan yang mengalami konflik kepentingan antara manajemen dan investor tidak dapat dilepaskan dari *free cash flow* yang ada di perusahaan. *Free cash flow* merepresentasikan *cash flow* perusahaan yang dihasilkan dalam sebuah periode akuntansi, setelah dikurangi biaya operasi dan pembiayaan yang diperlukan perusahaan. *Cash flow* ini mencerminkan keuntungan atau kembalian bagi para penyedia modal. *Free cash flow* dapat digunakan untuk membayar hutang, membeli kembali saham, membayar dividen atau menahannya untuk kesempatan pertumbuhan di masa depan. Manajer menggunakan *free cash flow* untuk berinvestasi daripada membayar dividen untuk memperoleh keuntungan dari investasinya. Perusahaan menggunakan kelebihan aliran dana untuk mencapai tujuannya tersebut.

Menurut Jensen (1996) menyatakan bahwa tekanan pasar akan mendorong manajer untuk mendistribusikan *free cash flow* kepada pemegang saham. Perusahaan-perusahaan dengan *free cash flow* besar yang mempunyai level hutang yang tinggi

akan menurunkan *agency cost free cash flow*. Di sisi lain, perusahaan dengan tingkat *free cash flow* rendah akan mempunyai level hutang rendah sebab mereka tidak harus mengandalkan hutang sebagai mekanisme untuk menurunkan *agency cost of free cash flow*.

Setiap perusahaan pasti akan mengembangkan perusahaannya sehingga perusahaan mengalami pertumbuhan. Pertumbuhan setiap perusahaan pasti akan berbeda-beda. Menurut Rodoni dan Ali (2014) menyatakan pertumbuhan secara tidak langsung berpengaruh pada pendanaan ekuitas yang signifikan walaupun pada keadaan dimana biaya kebangkrutan rendah. Jadi perusahaan dengan pertumbuhan tinggi akan memiliki *debt ratio* yang lebih rendah dibandingkan dengan perusahaan yang pertumbuhannya rendah. Pertumbuhan pada intinya adalah fitur dari dunia nyata sebagai hasilnya, pendanaan dengan utang tidak optimal.

Selain pertumbuhan perusahaan menjadi salah satu hal penting yang harus dilakukan perusahaan. Pada dasarnya perusahaan memiliki kewajiban untuk membagikan deviden kepada pemegang saham perusahaan. Perusahaan yang membagikan dividen dalam jumlah besar, maka untuk membiayai investasinya diperlukan tambahan dana. Tambahan dana dapat diperoleh melalui hutang. Kebijakan dividen yang diambil oleh perusahaan akan mempengaruhi bagaimana dana proyek perusahaan yang lain dapat diperoleh dari kebijakan hutang yang diambil oleh perusahaan. Menurut Ismiyanti dkk (2003) menyatakan dividen yang tinggi berarti bahwa perusahaan akan lebih banyak menggunakan hutang untuk membiayai investasinya untuk menjaga struktur modalnya.

Hal lain yang menyangkut dengan kebijakan hutang yaitu ukuran perusahaan. Ukuran perusahaan dapat mempengaruhi banyak hal dalam perusahaan. Ukuran perusahaan biasanya diukur melalui nilai total aktiva, total nilai buku *asset*, total penjualan dan jumlah tenaga kerja. Ukuran perusahaan mencerminkan tinggi rendahnya aktivitas perusahaan. Ukuran tersebut dapat menjadi ukuran investor atau kreditur dalam melihat keadaan sebuah perusahaan. ukuran perusahaan yang besar mencerminkan bahwa perusahaan tersebut memerlukan dana yang besar dalam pembiayaan perusahaan. Tingginya dana yang diperlukan dalam pembiayaan maka perusahaan menggunakan hutang untuk memenuhi kebutuhan dananya.

Menurut Smith (1996) dalam Rahmawati (2012) ukuran perusahaan yang besar memiliki pendanaan yang sangat besar, salah satunya dengan menggunakan hutang. Artinya bahwa semakin besar perusahaan, maka semakin tinggi perusahaan menggunakan hutang sehingga nilai perusahaan juga meningkat. perusahaan besar memiliki keuntungan aktivitas serta lebih dikenal oleh publik dibandingkan dengan perusahaan kecil sehingga kebutuhan hutang perusahaan yang besar akan lebih tinggi dalam meningkatkan nilai perusahaan.

Berikut ini dilakukan trial terhadap 5 perusahaan dari variabel kebijakan hutang (DER), *free cash flow* (FCF), pertumbuhan perusahaan (PER), kebijakan deviden (DPR) dan ukuran perusahaan (SIZE) pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI tahun 2011-2013 dapat dilihat pada Tabel 1.1 sebagai berikut:

Tabel 1.1
Hasil Trial pada 5 perusahaan rata-rata Kebijakan Hutang (DER), *Free Cash Flow* (FCF), Pertumbuhan Perusahaan (PER), Kebijakan Deviden (DPR) dan Ukuran Perusahaan (SIZE) pada Perusahaan Manufaktur di BEI Tahun 2011-2013

No.	Variabel	Tahun		
		2011	2012	2013
1	DER	0,25	0,31	0,30
	Perubahan (%)		23,21	-3,72
2	FCF	28,63	27,78	29,08
	Perubahan (%)		-0,03	0,05
3	PER	82,48	133,31	102,39
	Perubahan (%)		61,63	-23,19
4	DPR	4,68	2,53	2,23
	Perubahan (%)		-45,94	-11,86
5	SIZE	143,05	143,23	144,37
	Perubahan (%)		0,12	0,80

Sumber : Laporan Keuangan 2011, 2012, 2013

Tabel 1.1 menunjukkan Rata-rata DER perusahaan manufaktur tahun 2011 sampai 2013 mengalami fluktuasi. Pada tahun 2011 rata-rata DER perusahaan manufaktur mencapai angka 0,25 kemudian pada tahun 2012 mengalami peningkatan sebesar 23,21% sehingga menjadi 0,31. Namun demikian pada tahun 2013 rata-rata DER mengalami penurunan menjadi sebesar 0,30. Fenomena data tersebut menunjukkan bahwa dalam kurun waktu tahun 2011 menuju tahun 2012 terjadi masalah pada perusahaan sehingga mengakibatkan terjadi penambahan hutang pada periode tahun tersebut. Namun demikian pada pergerakan tingkat hutang dari tahun 2012 menuju tahun 2013 kembali terjadi perbaikan perekonomian dengan menurunnya tingkat hutang perusahaan.

Tabel 1.1 juga dapat dilihat bahwa rata-rata tingkat *free cash flow* mengalami fluktuasi. Tahun 2011 rata-rata tingkat *free cash flow* mencapai 28,63.

Pada tahun berikutnya mengalami penurunan di tahun 2012 menjadi 27,78 dan terakhir pada tahun 2013 mengalami peningkatan kembali hingga mencapai 29,08. Data dalam tabel 1.1 ditemukan fenomena bahwa rata-rata DER berfluktuasi berlawanan arah dengan tingkat *free cash flow* yang ada. Data tersebut tidak sesuai dengan teori yang dikemukakan oleh Jensen (1996) bahwa perusahaan dengan *free cash flow* besar yang mempunyai level hutang yang tinggi akan menurunkan *agency cost free cash flow* dan begitu juga sebaliknya.

Tingkat pertumbuhan perusahaan yang diproksikan dengan PER pada perusahaan manufaktur di tabel 1.1 mengalami fluktuasi dari tahun 2011-2013. pertumbuhan secara tidak langsung berpengaruh pada pendanaan ekuitas yang signifikan walaupun pada keadaan dimana biaya kebangkrutan rendah. Jadi perusahaan dengan pertumbuhan tinggi akan memiliki *debt ratio* yang lebih rendah dibandingkan dengan perusahaan yang pertumbuhannya rendah. Teori ini tidak sesuai dengan fenomena data yang ada. Hal ini dapat ditunjukkan pada data tahun 2011 ke tahun 2012 terjadi peningkatan PER sebesar 61,63% yang diikuti pula dengan peningkatan DER sebesar 23,21%. Kemudian hal yang sama terjadi kembali pada tahun 2013, dimana PER mengalami penurunan hingga mencapai -23,19% yang diikuti pula dengan penurunan DER sebesar -3,72%.

Rata-rata DPR perusahaan manufaktur pada tabel 1.1 menunjukkan adanya penurunan dari tahun ke tahun. Dalam penelitian yang dilakukan oleh Indahningrum dan Handayani (2009) dikatakan jika perusahaan meningkatkan pembayaran dividennya maka dana yang tersedia untuk pendanaan (laba ditahan) akan semakin kecil, sehingga untuk memenuhi kebutuhan dananya manajer

cenderung menggunakan hutang. Fenomena data di lapangan ditemukan bahwa terjadi gap dari tahun 2011 menuju tahun 2012 DPR dimana mengalami penurunan sebesar -45,94% berlawanan dengan peningkatan yang terjadi pada DER dari tahun 2011 menuju tahun 2012 sebesar 23,21%. Kejanggalan fenomena terjadi karena terdapat ketidaksesuaiannya dengan teori yang ada.

Tabel 1.1 juga menunjukkan adanya peningkatan ukuran perusahaan dari tahun ke tahun. Peningkatan ukuran perusahaan berlawanan dengan tingkat DER yang fluktuatif. Pada tahun 2011 menuju tahun 2012 SIZE meningkat sebesar 0,12% bersamaan dengan peningkatan DER sebesar 23,21%. Tahun berikutnya yaitu tahun 2012 menuju 2013 SIZE mengalami peningkatan sebesar 0,80% berlawanan dengan penurunan DER sebesar -3,72%. Fenomena tersebut bertentangan dengan penemuan Smith (1996) dalam Rahmawati (2012) bahwa ukuran perusahaan yang besar memiliki pendanaan yang sangat besar, salah satunya dengan menggunakan hutang. Artinya bahwa semakin besar perusahaan, maka semakin tinggi perusahaan menggunakan hutang sehingga nilai perusahaan juga meningkat.

Beberapa penelitian mengenai kebijakan hutang telah dilakukan, dari penelitian tersebut mengungkapkan berbagai faktor yang mempengaruhi kebijakan hutang. Faktor pertama yang mempengaruhi kebijakan hutang yaitu profitabilitas. Menurut Mamduh dalam Hidayat (2013) profitabilitas yaitu perusahaan dengan tingkat pengembalian yang tinggi atas investasinya akan menggunakan utang yang relatif kecil. Laba ditahannya yang tinggi sudah memadai membiayai sebagian besar kebutuhan pendanaan. Perusahaan lebih

mengutamakan menggunakan keuntungan yang diperoleh karena resiko yang akan dihadapi di masa yang akan datang.

Faktor kedua yang mempengaruhi kebijakan hutang yaitu struktur aktiva. Struktur aktiva merupakan besarnya aktiva tetap suatu perusahaan dapat menentukan besarnya penggunaan hutang. Perusahaan yang memiliki aktiva tetap dalam jumlah besar dapat menggunakan hutang dalam jumlah besar karena aktiva tersebut dapat digunakan sebagai jaminan pinjaman. Aktiva umum yang dapat digunakan oleh banyak perusahaan dapat menjadi jaminan yang baik. Menurut Weston dan Copeland (1996) struktur aktiva juga dapat mempengaruhi kebijakan hutang perusahaan. Perusahaan yang mempunyai aktiva tetap jangka panjang, terutama permintaan akan produk mereka cukup meyakinkan misalnya perusahaan umum, akan banyak menggunakan hutang hipotik jangka panjang.

Faktor berikutnya yaitu kendali merupakan faktor yang juga dapat berpengaruh, pertimbangan kendali dapat mengarah pada penggunaan baik itu utang maupun ekuitas karena jenis modal yang memberikan perlindungan terbaik kepada manajemen akan bervariasi dari situasi ke situasi yang lain. Apapun kondisinya, jika manajemen merasa tidak aman, maka manajemen akan mempertimbangkan situasi kendali. Faktor yang selanjutnya yaitu stabilitas penjualan adalah suatu perusahaan yang penjualannya relatif stabil dapat secara aman mengambil utang dalam jumlah yang lebih besar dan mengeluarkan beban tetap yang lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan yang penjualannya tidak stabil.

Faktor lainnya yaitu pajak penghasilan memberikan kelebihan terhadap penggunaan hutang dan nilai sekarang keuntungan perlindungan pajak dari hutang dapat diukur. Kelebihan ini berkurang karena adanya ketidakpastian manfaat perlindungan pajak, terutama jika pengungkit keuangan tinggi. Kedua, Penghasilan Pribadi Kena Pajak yang berarti jika diterapkan penghasilan pribadi kena pajak maka keuntungan pajak atas hutang akan berkurang. Faktor yang terakhir yaitu pengaruh pajak bersih dengan biaya kebangkrutan dan biaya agensi yang mempunyai arti kombinasi antara pengaruh pajak bersih dengan biaya kebangkrutan dan biaya agensi akan menghasilkan struktur modal yang optimal.

Struktur kepemilikan terdiri atas kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional juga turut mempengaruhi kebijakan hutang. Kepemilikan manajerial dapat mempengaruhi kebijakan hutang karena adanya kepemilikan manajerial manajer sekaligus pemegang saham tentunya akan menselaraskan kepentingannya dengan kepentingannya sebagai pemegang saham. Struktur kepemilikan yang kedua adalah kepemilikan institusional yang berarti bahwa semakin besar presentase saham yang dimiliki investor institusional akan menyebabkan usaha monitoring menjadi semakin efektif. Tindakan monitoring tersebut akan mengurangi biaya keagenan karena memungkinkan perusahaan memungkinkan menggunakan tingkat hutang yang lebih rendah.

Faktor lain yang turut serta mempengaruhi kebijakan hutang adalah *free cash flow*. *Free Cash Flow* merupakan *cash flow* perusahaan yang dihasilkan dalam sebuah periode akuntansi, setelah membayar biaya operasi dan pembiayaan yang diperlukan oleh perusahaan. Menurut Wu (2004) Konflik yang terjadi antara

pemegang saham dan manajer pada perusahaan yang menghasilkan *free cash flow* secara substansial biasanya menggunakan utang untuk mengurangi *agency cost* yang timbul akibat dari konflik tersebut. Penggunaan utang memungkinkan manajer untuk secara efektif mengikat janji mereka untuk mengeluarkan arus kas di masa depan.

Pertumbuhan perusahaan merupakan salah satu faktor yang mempengaruhi kebijakan hutang. Setiap perusahaan menginginkan untuk meningkatkan pertumbuhannya. Suatu perusahaan yang mengalami pertumbuhan yang tinggi berarti perusahaan tersebut berhasil meningkatkan nilai perusahaan untuk menghasilkan keuntungan/ laba. Pertumbuhan tersebut menunjukkan bahwa dengan sumber daya yang dimiliki bisa menghasilkan pertumbuhan yang baik. Perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi akan lebih memaksimalkan penggunaan sumber daya yang dimiliki.

Faktor selanjutnya yang mempengaruhi kebijakan hutang yaitu kebijakan deviden. kebijakan deviden akan memiliki pengaruh terhadap tingkat penggunaan hutang suatu perusahaan. Kebijakan deviden yang stabil menyebabkan adanya keharusan bagi perusahaan untuk menyediakan sejumlah dan guna membayar jumlah deviden yang tetap tersebut. Rozzef dalam Indahningrum dan Handayani (2009) menyatakan bahwa pembayaran deviden adalah suatu bagian dari *monitoring* perusahaan. Dengan demikian, tingkat pembagian deviden yang tinggi atau rendah mempengaruhi perusahaan untuk menggunakan hutang untuk membiayai operasional perusahaan.

Ukuran perusahaan merupakan suatu gambaran besar kecilnya perusahaan yang dinyatakan dengan total aktiva atau asset yang dimiliki perusahaan. Menurut Faisal (2004) menyatakan bahwa perusahaan yang memiliki akses sumber dana luar yang lebih besar dan mudah dibanding perusahaan kecil sehingga kemampuan untuk berhutang juga lebih besar. Ukuran perusahaan yang besar juga mampu dalam pemenuhan kewajibannya di masa yang akan datang.

Peneliti sebelumnya telah meneliti faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan hutang. Penelitian-penelitian tersebut ditemukan ketidak-konsistenan beberapa penelitian terdahulu mengenai faktor yang mempengaruhi kebijakan hutang dalam perusahaan manufaktur. sudah dilakukan oleh Pancawati Hardiningsih dan Rachmawati Meita Oktaviani (2012), Ari Hidayat Yulianto (2010), Keni dan Sofia Prima Dewi (2011), Rizka Putri Indahningrum dan Ratih Handayani (2009), Richard Kofi Akoto and Dadson Awunyo-Vitor (2013), Farah Margaretha (2013).

Penelitian yang dilakukan Hardiningsih dan Rachmawati Meita Oktaviani (2012) dengan judul Determinan Kebijakan Hutang (dalam *Agency Theory* dan *Pecking Order Theory*). Penelitian tersebut menemukan hasil bahwa *free cash flow* tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Hasil yang sama ditemukan dalam penelitian Ari Hidayat Yulianto (2010) dengan judul Pengaruh Kepemilikan Institusional, *Free Cash Flow* dan Kebijakan Dividen Terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan. Hasil yang berbeda ditemukan oleh Rizka Putri Indahningrum dan Ratih Handayani (2009) dalam penelitian Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Dividen, Pertumbuhan

Perusahaan, *Free Cash Flow* dan Profitabilitas Terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan bahwa *free cash flow* berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan hutang.

Penelitian tentang pertumbuhan perusahaan yang dilakukan oleh Keni dan Sofia Prima Dewi (2011) dengan judul Pengaruh Kepemilikan Institusional, Pertumbuhan Perusahaan, Struktur Aktiva, Ukuran Perusahaan, *Earning Volatility* dan Kebijakan Deviden terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan menemukan hasil pertumbuhan perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan hutang. Hasil lain ditemukan oleh Hardiningsih dan Rachmawati Meita Oktaviani (2012) bahwa pertumbuhan perusahaan berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan hutang. Hasil yang sama ditemukan oleh Farah Margaretha (2014) dalam penelitian *Determinants Of Debt Policy In Indonesia's Public Company*. Hasil yang berbeda ditemukan oleh Rizka Putri Indahningrum dan Ratih Handayani (2009) bahwa pertumbuhan perusahaan tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang.

Penelitian tentang kebijakan deviden yang dilakukan oleh Hardiningsih dan Rachmawati Meita Oktaviani (2012) menemukan hasil bahwa kebijakan deviden berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan hutang. Hasil yang berbeda ditemukan oleh Ari Hidayat Yulianto (2010) bahwa pertumbuhan perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan hutang. Hasil yang sama ditemukan oleh Keni dan Sofia Prima Dewi (2011) dalam penelitian Pengaruh Kepemilikan Institusional, Pertumbuhan Perusahaan, Struktur Aktiva, Ukuran Perusahaan, *Earning Volatility* dan Kebijakan Deviden terhadap

Kebijakan Hutang Perusahaan. Hasil yang berbeda kembali ditemukan oleh Rizka Putri Indahningrum dan Ratih Handayani (2009) bahwa kebijakan deviden tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang.

Penelitian mengenai ukuran perusahaan yang dilakukan oleh Richard Kofi Akoto and Dadson Awunyo-Vitor (2013) dalam penelitian *What Determines The Debt Policy of Listed Manufacturing Firms in Ghana* menemukan hasil bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang. Hasil yang berbeda ditemukan oleh Keni dan Sofia Prima Dewi (2011) bahwa ukuran perusahaan tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Hasil yang sama ditemukan oleh Farah Margaretha (2014) dalam penelitian *Determinants of Debt Policy in Indonesia's Public Company*.

Penelitian terdahulu biasanya menggunakan total dari keseluruhan hutang hutang yaitu hutang jangka panjang dan hutang jangka pendeknya. Perbedaan penelitian ini dengan penelitian sebelumnya yaitu Debt Equity Ratio yang diukur dengan total hutang jangka panjang dibagi total ekuitas akhir tahun. Pengukuran kebijakan hutang tersebut telah dilakukan oleh Indahningrum dan Handayani (2009). Pengukuran tersebut masih jarang digunakan dalam mengukur kebijakan hutang dengan proxy *Debt Equity Ratio*. Makmun (2003) dalam Indahningrum dan Handayani menggunakan hutang jangka panjang dan total ekuitas untuk menggambarkan berapa bagian hutang jangka panjang dari seluruh total ekuitas yang dimiliki perusahaan. Hal ini mengindikasikan besarnya rasio tersebut mampu memberikan nilai prediksi dari ekuitas masa datang. Serta mampu memprediksi dalam mengembalikan kewajibannya di masa datang.

Berdasarkan fenomena yang terjadi dan hasil penelitian terdahulu tersebut di atas terdapat perbedaan hasil antara peneliti satu dengan yang lain. Penelitian mengenai *free cash flow*, pertumbuhan perusahaan, kebijakan deviden dan ukuran perusahaan menunjukkan hasil berbeda. Penelitian tersebut menunjukkan hasil yang masih inkonsisten. Penelitian ini akan menguji kembali variabel yang memiliki hasil yang berbeda. Tujuan penelitian ini adalah untuk memverifikasi hasil penelitian sebelumnya yang menunjukkan hasil yang berbeda , serta memberikan tambahan referensi terhadap penelitian yang berkaitan dengan kebijakan hutang. Berdasarkan latar belakang masalah di atas, maka penting untuk dilakukan penelitian tentang **Pengaruh *Free Cash Flow*, Pertumbuhan Perusahaan, Kebijakan Deviden dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Hutang Pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia Tahun 2013).**

1.2. Rumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang di atas, masalah-masalah yang diangkat dalam penelitian ini dirumuskan dalam beberapa pertanyaan yang meliputi:

1. Apakah *free cash flow* berpengaruh terhadap kebijakan hutang pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2013?
2. Apakah pertumbuhan perusahaan berpengaruh terhadap kebijakan hutang pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2013?
3. Apakah kebijakan deviden berpengaruh terhadap kebijakan hutang pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2013?

4. Apakah ukuran perusahaan berpengaruh terhadap kebijakan hutang pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2013?

1.3. Tujuan Penelitian

Sesuai dengan permasalahan yang telah diuraikan di atas, adapun tujuan yang ingin dicapai dalam penelitian ini sebagai berikut:

1. Menganalisis pengaruh *free cash flow* terhadap kebijakan hutang pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2013.
2. Menganalisis pengaruh pertumbuhan perusahaan terhadap kebijakan hutang pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2013.
3. Menganalisis pengaruh kebijakan deviden terhadap kebijakan hutang pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2013.
4. Menganalisis pengaruh ukuran perusahaan terhadap kebijakan hutang pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia 2013.

1.4. Manfaat Penelitian

1.4.1. Manfaat Teoritis

Penelitian ini diharapkan dapat memberikan kontribusi dalam meverifikasi tentang *agency theory* dan *pecking order theory* dalam studi tentang pengaruh *free cash flow*, pertumbuhan perusahaan, kebijakan deviden dan ukuran perusahaan terhadap kebijakan hutang. Penelitian ini diharapkan dapat mengembangkan dan memperkuat hasil penelitian sebelumnya yang berkenaan dengan adanya pengaruh *free cash flow*, pertumbuhan perusahaan, kebijakan deviden dan ukuran perusahaan terhadap kebijakan hutang. Penelitian ini dapat dijadikan sebagai salah

satu sumber referensi bagi penelitian selanjutnya. Penelitian tersebut berkaitan dengan *agency theory* dan *pecking order theory* serta penelitian yang berhubungan kebijakan hutang, *free cash flow*, pertumbuhan perusahaan, kebijakan deviden dan ukuran perusahaan, pada masa yang akan datang.

1.4.2. Manfaat Praktis

Adapun manfaat praktis dari penelitian ini antara lain :

1. Bagi Perusahaan

Penelitian ini diharapkan dapat memberikan saran dan masukan terkait dengan permasalahan mengenai *free cash flow*, pertumbuhan perusahaan, kebijakan deviden, dan ukuran perusahaan sebagai bahan pertimbangan untuk mengevaluasi dan meningkatkan kinerja keuangan di masa yang akan datang.

2. Bagi Investor

Sebagai dasar pertimbangan untuk melakukan keputusan bisnis agar tidak hanya melihat ekuitas yang dimiliki oleh perusahaan namun perlu dilihat lebih lanjut kebijakan hutang yang diambil perusahaan tersebut.

BAB II

LANDASAN TEORI

2.1. *Agency Theory*

Agency Theory menjelaskan hubungan kontrak antara prinsipal dengan agen. Hubungan keagenan dapat menimbulkan masalah pada saat pihak-pihak yang bersangkutan mempunyai tujuan yang berbeda, pemilik modal menghendaki bertambahnya kekayaan dan kemakmuran para pemilik modal, sedangkan manajer juga menginginkan bertambahnya kesejahteraan bagi manajer. Dengan demikian munculah konflik kepentingan antara pemilik (investor) dengan manajer (agen). Pemilik lebih tertarik untuk memaksimumkan kompensasinya. Kontrak yang dibuat antara pemilik dengan manajer diharapkan dapat meminimumkan konflik antar kedua kepentingan tersebut (Setyapurnama dan Norpratiwi 2004) dalam Indahningrum dan Handayani (2009).

Jensen dan Meckling (1976) menyebutkan bahwa konflik *agency* terjadi karena perbedaan kepentingan antara pemilik dan manajer. Di satu sisi, pemilik ingin manajer bekerja keras untuk memaksimalkan kepentingan pemilik. Di sisi lain, manajer juga cenderung berusaha untuk memaksimalkan kepentingan mereka sendiri. Menurut Hardiningsih dan Oktaviani (2012) Perbedaan kepentingan antara manajemen dengan pemilik modal akan memunculkan adanya permasalahan antar kepentingan (*conflict of interest*). Sebagai *agent* dari pemilik, manajemen seharusnya bertindak untuk kemakmuran pemilik, namun karena risiko yang kemungkinan akan diterima oleh manajemen, maka mereka dalam

pengambilan keputusan juga mempertimbangkan kepentingannya. Perbedaan kepentingan ini akan memunculkan masalah-masalah keagenan (*agency problem*).

Menurut Karinaputri (2012) konflik keagenan (*agency conflict*) ini dapat diminimalisir dengan mekanisme pengawasan yang mensejajarkan kepentingan pihak-pihak terkait. Dengan adanya mekanisme pengawasan ini menyebabkan munculnya biaya yang sering disebut dengan *agency cost*. Van Horne dan John (1997) dikutip dari Karinaputri (2012) menjelaskan bahwa biaya agensi (*agency cost*) merupakan biaya-biaya yang berhubungan dengan pengawasan manajemen untuk meyakinkan bahwa manajemen bertindak konsisten sesuai dengan perjanjian kontraktual perusahaan dengan kreditur dan pemegang saham.

Menurut Jensen dan Meckling (1976) biaya yang harus dikeluarkan oleh pihak pemegang saham, antara lain biaya keagenan berupa biaya pengawasan yang dikeluarkan oleh *principal* (*the monitoring expenditures by the principal*), biaya jaminan yang dikeluarkan oleh agent (*the bonding expenditures by the agent*), dan kerugian residual (*the residual loss*)

Ada beberapa alternatif untuk mengurangi *agency cost*, yaitu : pertama, dengan cara meningkatkan kepemilikan saham perusahaan oleh manajemen, kedua, mekanisme pengawasan dalam perusahaan, ketiga, dengan meningkatkan *dividen payout ratio* dan keempat, dengan meningkatkan pendanaan dengan hutang (Mayangsari dalam Karina Putri 2012).

2.2. *The Pecking Order Theory*

Pecking Order Theory merupakan penetapan suatu urutan keputusan pendanaan dimana para manajer pertama kali akan memilih untuk menggunakan

laba ditahan, utang dan penerbitan saham sebagai pilihan terakhir. Penggunaan utang lebih disukai karena biaya yang dikeluarkan untuk utang lebih murah dibandingkan dengan biaya penerbitan saham. *Pecking order theory* menjelaskan mengapa perusahaan-perusahaan yang *profitable* (menguntungkan) umumnya meminjam dalam jumlah yang sedikit. Hal tersebut bukan karena perusahaan mempunyai *target debt ratio* yang rendah, tetapi karena memerlukan *external financing* yang sedikit. Sedangkan perusahaan yang kurang *profitable* cenderung mempunyai utang yang lebih besar karena dana internal tidak cukup dan utang merupakan sumber eksternal yang lebih disukai (Hidayat, 2013).

Menurut Myers (1984) dalam menjelaskan suatu perusahaan menentukan hierarki sumber dana yang paling disukai. Teori ini didasarkan pada adanya informasi asimetrik, yaitu suatu situasi dimana pihak manajemen mempunyai informasi yang lebih banyak tentang perusahaan daripada para pemilik modal. Informasi asimetrik ini akan mempengaruhi pilihan antara penggunaan dana internal atau dana eksternal dan antara pilihan penambahan hutang baru atau dengan melakukan penerbitan equitas baru.

Secara singkat teori ini menyatakan bahwa : (a) Perusahaan menyukai *internal financing* (pendanaan dari hasil operasi perusahaan berwujud laba ditahan), (b) Apabila pendanaan dari luar (*eksternal financing*) diperlukan, maka perusahaan akan menerbitkan sekuritas yang paling aman terlebih dulu, yaitu dimulai dengan penerbitan obligasi, kemudian diikuti oleh sekuritas yang berkarakteristik opsi (seperti obligasi konversi), baru akhirnya apabila masih belum mencukupi, saham baru diterbitkan (Pithaloka, 2009).

2.3. Kebijakan Hutang

2.3.1. Definisi Kebijakan Hutang

Kebijakan hutang merupakan keputusan yang sangat penting dalam perusahaan. Dimana kebijakan hutang merupakan salah satu bagian dari kebijakan pendanaan perusahaan. Kebijakan hutang adalah kebijakan yang diambil oleh pihak manajemen dalam rangka memperoleh sumber pembiayaan bagi perusahaan sehingga dapat digunakan untuk membiayai aktivitas operasional perusahaan. Selain itu kebijakan hutang perusahaan juga berfungsi sebagai mekanisme monitoring terhadap tindakan manajer yang dilakukan dalam pengelolaan perusahaan (Pithaloka, 2009).

Menurut Murni dan Andriana (2007) untuk memenuhi kebutuhan pendanaan, pemegang saham lebih menginginkan pendanaan perusahaan dibiayai dengan hutang karena dengan penggunaan hutang, hak pemegang saham terhadap perusahaan tidak akan berkurang dan dapat mencapai keinginan perusahaan. Disamping itu perilaku manajer dan komisaris perusahaan juga dapat dikendalikan. Namun, sebaliknya manajer tidak menyukai pendanaan tersebut dikarenakan hutang mengandung resiko yang tinggi. Manajemen perusahaan mempunyai kecenderungan untuk memperoleh keuntungan sebesar-besarnya dengan biaya pihak lain. Perilaku seperti ini dikenal sebagai keterbatasan rasional (*bounded rationality*).

Jensen dan Meckling (1976) menyatakan bahwa dengan utang maka perusahaan akan melakukan pembayaran periodik atas bunga dan pokok pinjaman. Kebijakan hutang akan memberikan dampak pada pendisiplinan bagi

manajer untuk mengoptimalkan penggunaan dana yang ada, karena utang yang cukup besar akan menimbulkan kesulitan keuangan dan atau risiko kebangkrutan. Perusahaan dinilai berisiko apabila memiliki porsi hutang yang besar dalam struktur modal, namun sebaliknya apabila perusahaan menggunakan utang yang kecil atau tidak sama sekali maka perusahaan dinilai tidak dapat memanfaatkan tambahan modal eksternal yang dapat meningkatkan operasional perusahaan. Ketika perusahaan menggunakan utang yang terus meningkat maka akan semakin besar kewajibannya.

Senada dengan pendapat Jensen dan Meckling (1976) kebijakan hutang mempunyai pengaruh pendisiplinan perilaku manajer. Hutang akan mengurangi konflik agensi dan meningkatkan nilai perusahaan. Peningkatan hutang meningkatkan *leverage* sehingga meningkatkan kemungkinan kesulitan-kesulitan keuangan atau kebangkrutan. Kekhawatiran kebangkrutan mendorong manajer agar efisien, sehingga memperbaiki biaya agensi. Hutang memaksa perusahaan membayar pokok hutang dan bunga sehingga mengurangi *free cash flow* dan menurunkan insentif manajer untuk berperilaku memuaskan diri sendiri. Haris dan Raviv (dikutip dari Panjaitan, 2011) menyimpulkan berdasarkan bukti empirisnya yang menunjukkan konsistensi teori bahwa hutang dapat menurunkan konflik agensi dan meningkatkan nilai perusahaan. Namun, hutang meningkatkan biaya marginal.

Dari uraian tersebut maka dapat disimpulkan bahwa kebijakan hutang adalah praktik dalam mengukur tindakan manajemen perusahaan yang akan mendanai operasional perusahaan dengan menggunakan modal yang berasal dari

hutang. Kebijakan hutang diukur menggunakan DER (Debt Equity Ratio). Ratio ini menggambarkan proporsi suatu perusahaan mendanai operasinya dengan menggunakan hutang (Indahningrum dan Handayani, 2009). Kebijakan hutang juga dapat diukur dengan Leverage yaitu dengan membagi total hutang dengan total aset (Margaretha, 2014).

Dalam penelitian ini rumus yang digunakan untuk pengukuran kebijakan hutang adalah dengan DER (Debt Equity Ratio). Alasan dalam memilih DER karena kebijakan hutang dapat diambil dengan mempertimbangkan ekuitas yang ada dalam perusahaan. Rasio ini dapat menggambarkan seberapa besar hutang yang diambil perusahaan dilihat dari ekuitas yang dimiliki perusahaan. Semakin tinggi rasio ini mengindikasikan bahwa semakin besar hutang yang diambil dalam membiayai kegiatan operasional perusahaan dibandingkan dengan menggunakan ekuitas. Rasio ini menggambarkan hutang yang digunakan sebagai sumber pendanaan yang harus diperhatikan, karena harus memperhatikan ekuitas perusahaan di masa yang akan datang untuk pengembalian hutang yang digunakan.

Biasanya pengukuran DER diukur dengan cara membagi total hutang dengan total ekuitas. Namun, pada penelitian ini pengukuran DER dihitung dengan cara membagi total hutang jangka panjang dengan total ekuitas akhir tahun. Rumus *debt equity ratio* (DER) ini telah digunakan pada penelitian sebelumnya oleh Indahningrum dan Handayani (2009). Rumus ini dapat dikatakan pengukuran yang relatif baru dalam Debt Equity Ratio (DER).

2.3.2. Faktor-faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang

Menurut Mamduh dalam Hidayat (2013) ada beberapa faktor yang memiliki pengaruh terhadap kebijakan utang yaitu NDT (*Non-Debt Tax Shield*) dengan manfaat dari penggunaan utang adalah bunga utang yang dapat digunakan untuk mengurangi pajak perusahaan. Namun untuk mengurangi pajak, perusahaan dapat menggunakan cara lain seperti depresiasi dan dana pensiun. Dengan demikian, perusahaan dengan NDT tinggi tidak perlu menggunakan utang yang tinggi. Kedua, Struktur Aktiva yaitu besarnya aktiva tetap suatu perusahaan dapat menentukan besarnya penggunaan utang. Perusahaan yang memiliki aktiva tetap dalam jumlah besar dapat menggunakan utang dalam jumlah besar karena aktiva tersebut dapat digunakan sebagai jaminan pinjaman.

Faktor lain yang mempengaruhi kebijakan hutang adalah profitabilitas yaitu perusahaan dengan tingkat pengembalian yang tinggi atas investasinya akan menggunakan utang yang relatif kecil. Laba ditahannya yang tinggi sudah memadai membiayai sebagian besar kebutuhan pendanaan. Risiko Bisnis juga salah satu faktor yang mempengaruhi kebijakan hutang yang berarti bahwa perusahaan yang memiliki risiko bisnis yang tinggi akan menggunakan utang yang lebih kecil untuk menghindari risiko kebangkrutan. Kebijakan hutang juga dapat dipengaruhi oleh ukuran perusahaan yaitu perusahaan yang besar cenderung terdiversifikasi sehingga menurunkan risiko kebangkrutan. Di samping itu, perusahaan yang besar lebih mudah dalam mendapatkan pendanaan eksternal. Faktor yang terakhir yaitu kondisi internal perusahaan menentukan kebijakan penggunaan utang dalam suatu perusahaan.

Faktor-faktor kebijakan hutang menurut Panjaitan (2011) yaitu struktur kepemilikan dan *free cash flow*. Struktur kepemilikan terdiri atas kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional. Kepemilikan manajerial dapat mempengaruhi kebijakan hutang karena adanya kepemilikan manajerial manajer sekaligus pemegang saham tentunya akan menselaraskan kepentingannya dengan kepentingannya sebagai pemegang saham. Struktur kepemilikan yang kedua adalah kepemilikan institusional yang berarti bahwa semakin besar presentase saham yang dimiliki investor institusional akan menyebabkan usaha monitoring menjadi semakin efektif. Tindakan monitoring tersebut akan mengurangi biaya keagenan karena memungkinkan perusahaan menggunakan tingkat hutang yang lebih rendah. Faktor yang kedua yaitu *free cash flow* karena dengan adanya hutang dapat digunakan untuk mengendalikan penggunaan *free cash flow* yang berlebihan oleh manajer.

Menurut Hidayat (2013) faktor yang mempunyai pengaruh terhadap kebijakan hutang yaitu kebijakan deviden dengan arti tingkat pembagian deviden yang tinggi atau rendah mempengaruhi perusahaan untuk menggunakan hutang untuk membiayai operasional perusahaan. Senada dengan pendapat Mamduh dalam Hidayat (2013) struktur aktiva juga dapat mempengaruhi kebijakan hutang. Faktor terakhir yaitu pertumbuhan penjualan bahwa perusahaan yang memiliki tingkat pertumbuhan yang tinggi cenderung membutuhkan dana dari sumber eksternal yang besar.

Senada dengan Panjaitan menurut Faisal (2004) *free cash flow* dan kepemilikan manajerial dapat mempengaruhi kebijakan hutang perusahaan. Kedua,

set kesempatan investasi yaitu perusahaan yang mempunyai kesempatan yang lebih besar akan cenderung mempunyai rasio *debt to equity* yang lebih rendah dalam kebijakan struktur modalnya karena lebih memilih pendanaan dengan modal sendiri yang cenderung mengurangi masalah-masalah agensi yang potensial berasosiasi dengan *free cash flow* perusahaan. Faktor terakhir yaitu ukuran perusahaan yang senada dengan pendapat Mamduh dalam Hidayat (2013) yang berarti bahwa perusahaan yang telah berukuran besar akan memiliki akses sumber dana luar yang lebih besar dibanding perusahaan kecil sehingga kemampuan untuk berhutang juga lebih besar.

Menurut Brigham dan Houston (2013) ada beberapa faktor yang mempunyai pengaruh terhadap kebijakan hutang yaitu stabilitas penjualan adalah suatu perusahaan yang penjualannya relatif stabil dapat secara aman mengambil utang dalam jumlah yang lebih besar dan mengeluarkan beban tetap yang lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan yang penjualannya tidak stabil. Kedua, struktur aset perusahaan yang asetnya memadai untuk digunakan sebagai jaminan pinjaman cenderung akan cukup banyak menggunakan utang. Aset umum yang dapat digunakan oleh banyak perusahaan dapat menjadi jaminan yang baik. Faktor yang ketiga yaitu leverage operasi jika hal lain dianggap sama, perusahaan dengan *leverage* operasi yang lebih rendah akan lebih mampu menerapkan *leverage* keuangan karena perusahaan tersebut akan memiliki rasio usaha yang lebih rendah. Faktor selanjutnya adalah tingkat pertumbuhan jika dianggap sama, maka perusahaan yang memiliki pertumbuhan lebih cepat harus lebih mengandalkan diri pada modal eksternal.

Profitabilitas juga memiliki pengaruh terhadap kebijakan hutang bahwa perusahaan dengan tingkat pengembalian atas investasi yang sangat tinggi ternyata menggunakan utang dalam jumlah yang relatif sedikit. Pajak juga menjadi salah satu faktor dengan arti bahwa bunga merupakan suatu beban pengurang pajak, dan pengurangan ini lebih bernilai bagi perusahaan dengan tarif pajak yang tinggi. Jadi, makin tinggi tarif pajak suatu perusahaan, maka makin besar keunggulan dari utang. Kendali adalah faktor yang juga dapat berpengaruh, pertimbangan kendali dapat mengarah pada penggunaan baik itu utang maupun ekuitas karena jenis modal yang memberikan perlindungan terbaik kepada manajemen akan bervariasi dari situasi ke situasi yang lain. Apapun kondisinya, jika manajemen merasa tidak aman, maka manajemen akan mempertimbangkan situasi kendali.

Faktor lain yaitu sikap manajemen dengan anggapan beberapa manajemen cenderung lebih konservatif dibandingkan yang lain, dan menggunakan utang dalam jumlah yang lebih kecil dibandingkan dengan rata-rata perusahaan di dalam industrinya, sementara manajemen yang agresif menggunakan lebih banyak utang dalam usaha mereka untuk mendapat laba yang lebih tinggi. Sikap Pemberi Pinjaman dan Lembaga Pemeringkat yaitu dengan pertimbangan perusahaan sering kali membahas struktur modalnya dengan pihak pemberi pinjaman dan lembaga pemeringkat serta sangat memperhatikan saran mereka.

Kebijakan hutang juga dapat dipengaruhi oleh kondisi pasar, yaitu pasar saham dan obligasi kondisi pasar saham dan obligasi mengalami perubahan dalam jangka panjang maupun jangka pendek yang dapat memberikan arah penting pada

struktur modal optimal suatu perusahaan. Kondisi internal perusahaan juga salah satu pengaruh. Perusahaan lebih memilih melakukan pendanaan utang ketika laba yang lebih tinggi dari program belum diantisipasi oleh investor, jika laba yang lebih tinggi terwujud dan tercermin pada harga saham, selanjutnya perusahaan dapat menjual penerbitan saham biasa, menggunakan hasilnya untuk melunasi utang dan kembali kepada sasaran struktur modalnya. Faktor terakhir yaitu fleksibilitas keuangan. Menurut Modigliani dan Miller dalam (Husnan dan Pudjiastuti, 1994) menyatakan faktor yang mempengaruhi kebijakan hutang yaitu pajak. Penggunaan hutang akan selalu lebih menguntungkan apabila dibandingkan dengan penggunaan modal sendiri.

Faktor-faktor kebijakan hutang yang berbeda dinyatakan oleh Husnan dan Pudjiastuti (1994) yaitu Ketidak-sempurnaan Pajak, Keengganan kreditor dan *personal tax*. Ketidaksempurnaan pajak yaitu struktur modal dengan menggunakan hutang sebanyak-banyaknya tidaklah merupakan struktur yang optimal. Keengganan kreditor adalah kreditor yang memberikan kredit yang makin banyak akan membuat perusahaan sulit untuk bekerja dengan *extreme leverage*. *Personal Tax* yang berarti bahwa sumber dana yang dipergunakan akan berbentuk modal sendiri ataukah hutang. Apabila pemodal lebih menyukai membeli saham, maka bagi perusahaan tentu akan lebih mudah menerbitkan saham. Sekelompok pemodal mungkin lebih memilih saham, karena mereka dapat menunda pembayaran *personal tax* mereka.

Pendapat yang lain dinyatakan oleh Van Horne dan Wachowicz (1995) ada beberapa pengaruh terhadap kebijakan hutang yaitu pajak penghasilan yaitu

memberikan kelebihan terhadap penggunaan hutang dan nilai sekarang keuntungan perlindungan pajak dari hutang dapat diukur. Kelebihan ini berkurang karena adanya ketidakpastian manfaat perlindungan pajak, terutama jika pengungkit keuangan tinggi. Kedua, Penghasilan Pribadi Kena Pajak yang berarti jika diterapkan penghasilan pribadi kena pajak maka keuntungan pajak atas hutang akan berkurang. Faktor yang terakhir yaitu pengaruh pajak bersih dengan biaya kebangkrutan dan biaya agensi yang mempunyai arti kombinasi antara pengaruh pajak bersih dengan biaya kebangkrutan dan biaya agensi akan menghasilkan struktur modal yang optimal.

Faktor-faktor kebijakan hutang yang terakhir adalah menurut Weston dan Copeland (1996) yaitu tingkat pertumbuhan penjualan merupakan ukuran sampai sejauh mana laba per saham dari suatu perusahaan dapat ditingkatkan oleh leverage. Faktor yang kedua senada dengan pendapat Brigham dan Houston yaitu stabilitas penjualan, yang berarti stabilitas penjualan dan laba lebih besar, maka beban hutang tetap yang terjadi pada suatu perusahaan akan mempunyai risiko yang lebih kecil dibandingkan dengan perusahaan yang penjualan dan labanya menurun tajam. Bila laba kecil, maka perusahaan akan menemui kesulitan untuk membayar bunga tetap dari obligasinya.

Karakteristik industri juga mempunyai pengaruh terhadap kebijakan hutang dengan alasan kemampuan untuk membayar hutang tergantung pada profitabilitas dan juga volume penjualan. Dengan demikian, stabilitas margin laba adalah sama pentingnya dengan stabilitas penjualan. Menurut Weston dan Copeland struktur aktiva juga dapat mempengaruhi kebijakan hutang

perusahaan. Perusahaan yang mempunyai aktiva tetap jangka panjang, terutama permintaan akan produk mereka cukup meyakinkan misalnya perusahaan umum, akan banyak menggunakan hutang hipotik jangka panjang.

Senada dengan Brigham dan Houston (2013) yaitu sikap manajemen dan sikap pemberi pinjaman. Sikap manajemen yang paling berpengaruh dalam memilih cara pembiayaan adalah sikapnya terhadap pengendalian perusahaan dan resiko. Pemilik perusahaan sekaligus manajer perusahaan kecil dan perusahaan besar akan memiliki keputusan yang berbeda dalam memilih pembiayaan perusahaan. Sikap Pemberi Pinjaman yang berarti bahwa perusahaan akan membicarakan struktur keuangannya dengan pemberi pinjaman dan hal ini banyak mempengaruhi advis mereka. Jika manajemen ingin menggunakan leverage melampaui batas normal untuk bidang industrinya, pemberi pinjaman tidak bersedia untuk memberi tambahan pinjaman.

2.4. *Free Cash Flow*

Free cash flow oleh Jensen (1986) diartikan sebagai *cash flow* perusahaan yang dihasilkan dalam sebuah periode akuntansi, setelah membayar biaya operasi dan pembiayaan yang diperlukan oleh perusahaan. *Cash flow* ini mencerminkan keuntungan atau kembalian bagi para penyedia modal, termasuk utang atau equity. *Free cash flow* dapat digunakan untuk membayar utang, membeli kembali saham, membayar dividen atau menahannya untuk kesempatan pertumbuhan di masa depan. *Free cash flow* memudahkan perusahaan untuk mengukur pertumbuhan bisnis dan pembayaran kepada *shareholders*.

Menurut Jensen mendefinisikan *free cash flow* adalah aliran kas yang merupakan sisa dari pendanaan seluruh proyek yang menghasilkan *net present value* (NPV) positif yang didiskontokan pada tingkat biaya modal yang relevan. *Free cash flow* ini yang sering menjadi pemicu timbulnya perbedaan kepentingan antara pemegang saham dan manajer. *Free cash flow* atau aliran kas bebas merupakan kas lebih perusahaan yang dapat didistribusikan kepada kreditor atau pemegang saham yang tidak diperlukan lagi untuk modal kerja atau investasi pada asset tetap Ross et al, 2000 dalam Panjaitan (2011).

Menurut Jensen (1986) pemegang saham mengharapkan dana tersebut dibagikan sebagai dividen sehingga menambah kesejahteraan mereka. Di sisi lain, manajer lebih menginginkan dana ditahan sebagai persediaan dana internal perusahaan yang dapat digunakan untuk membiayai investasi. Manajer dapat meningkatkan kesejahteraan mereka dengan investasi pada perusahaan dengan *free cash flow* pada kesempatan investasi yang *unprofitable* daripada membayar dividen ke pemegang saham.

Konflik yang terjadi antara pemegang saham dan manajer pada perusahaan yang menghasilkan *free cash flow* secara substansial biasanya menggunakan utang untuk mengurangi *agency cost* yang timbul akibat dari konflik tersebut. Penggunaan utang memungkinkan manajer untuk secara efektif mengikat janji mereka untuk mengeluarkan arus kas di masa depan. Utang dapat merupakan suatu substitusi yang efektif untuk dividen. Sehingga utang dapat mengurangi *agency cost* pada *free cash flow* dengan pengurangan arus kas yang tersedia dengan membelanjakan sesuai kebutuhan manajer perusahaan (Wu, 2004) .

Free cash flow dikatakan mempunyai kandungan informasi bila *free cash flow* memberi signal bagi pemegang saham. Dapat dikatakan pula bahwa *free cash flow* yang mempunyai kandungan informasi menunjukkan bahwa *free cash flow* mampu mempengaruhi hubungan antara rasio pembayaran dividen dan pengeluaran modal dengan *earnings response coefficients* Uyara dan Tuasikal (2003). Pengukuran *free cash flow* menurut Penman (2007) yaitu dengan:

$$FCF = CFO - CFI$$

Keterangan :

$FCF = free\ cash\ flow$

$CFO = arus\ kas\ operasi$

$CFI = arus\ kas\ investasi$

Pengukuran *free cash flow* yang lain menurut Rahmawati (2012) yang dalam satuan rupiah (2000), yaitu :

$$FCFit = AKOit - PMit - NWCit$$

Keterangan :

$FCFi : Free\ cash\ flow$

$AKOit : aliran\ kas\ operasi\ perusahaan\ i\ pada\ tahun\ t$

$PMit : pengeluaran\ modal\ perusahaan\ i\ pada\ tahun\ t$

$NWCit : modal\ kerja\ bersih\ perusahaan\ i\ pada\ tahun\ t$

Pernyataan-pernyataan tersebut diatas dapat disimpulkan bahwa *free cash flow* adalah aliran kas bebas merupakan kas lebih perusahaan yang dapat didistribusikan kepada kreditor atau pemegang saham yang tidak diperlukan lagi untuk modal kerja atau investasi pada asset tetap. Penelitian ini menggunakan

rumus yang dikemukakan oleh Penman (2007) free cash flow diperoleh dari arus kas operasi dikurangi dengan arus kas investasi.

2.5. Pertumbuhan perusahaan

Pertumbuhan perusahaan merupakan gambaran bagaimana perkembangan usaha yang dilakukan periode sekarang dibandingkan dengan periode sebelumnya. Suatu perusahaan yang mengalami pertumbuhan yang tinggi berarti perusahaan tersebut berhasil meningkatkan nilai perusahaan untuk menghasilkan keuntungan/ laba. Pertumbuhan tersebut menunjukkan bahwa dengan sumber daya yang dimiliki bisa menghasilkan pertumbuhan yang baik. Perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi akan lebih memaksimalkan penggunaan sumber daya yang dimiliki (Hardiningsih dan Oktaviani, 2012). Menurut Steven dan Lina (2011) dalam Keni dan Dewi (2011) pertumbuhan perusahaan (GROWTH) adalah tingkat perubahan total aktiva dari tahun ke tahun.

Setiap perusahaan pasti akan mengembangkan perusahaannya sehingga perusahaan mengalami pertumbuhan. Pertumbuhan setiap perusahaan pasti akan berbeda-beda. Menurut Rodoni dan Ali (2014) menyatakan pertumbuhan secara tidak langsung berpengaruh pada pendanaan ekuitas yang signifikan walaupun pada keadaan dimana biaya kebangkrutan rendah. Jadi perusahaan dengan pertumbuhan tinggi akan memiliki *debt ratio* yang lebih rendah dibandingkan dengan perusahaan yang pertumbuhannya rendah. Pertumbuhan pada intinya adalah fitur dari dunia nyata sebagai hasilnya, pendanaan dengan utang tidak optimal.

Tingkat pertumbuhan suatu perusahaan akan menunjukkan sampai seberapa jauh perusahaan akan menggunakan hutang sebagai sumber pembiayaannya. Dalam hubungannya dengan *leverage*, perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi sebaiknya menggunakan ekuitas sebagai sumber pembiayaannya agar tidak terjadi biaya keagenan (*agency cost*) antara pemegang saham dengan manajemen perusahaan, sebaliknya perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang rendah sebaiknya menggunakan hutang sebagai sumber pembiayaan karena penggunaan hutang akan mengharuskan perusahaan tersebut membayar bunga secara tetatur (Kusumajaya, 2011).

Menurut Ratnawati (2007) (dikutip dari Deitiana, 2011) pertumbuhan perusahaan yang berkelanjutan adalah tingkatan dimana penjualan perusahaan dapat tumbuh tergantung pada bagaimana dukungan *asset* terhadap peningkatan penjualan. Selain melalui tingkat penjualan, pertumbuhan perusahaan dapat juga diukur dari pertumbuhan aset atau dengan kesempatan investasi yang diprosikan dengan berbagai macam kombinasi nilai set kesempatan investasi (*Investment Opportunity Set*).

Pendekatan pertumbuhan perusahaan merupakan suatu komponen untuk menilai prospek perusahaan pada masa yang akan datang. Dapat disimpulkan bahwa pertumbuhan perusahaan merupakan komponen untuk menilai prospek perusahaan pada masa yang akan datang dan dalam manajemen keuangan diukur berdasarkan perubahan total penjualan perusahaan (Murni dan Andriana, 2007)

Menurut Chung (dalam Karinaputri, 2012) pertumbuhan perusahaan (PER) dapat diukur dengan rumus yaitu:

$$\text{PER} = \frac{\text{Harga penutup saham per lembar}}{\text{Laba bersih per saham}}$$

Rumus lain dikemukakan oleh Faisal (2000) dalam Murni dan Andriana (2007), pertumbuhan perusahaan dirumuskan sebagai berikut :

$$\text{GROW} = \frac{\text{Total aset akhir tahun}}{\text{Total aset awal tahun}}$$

Pernyataan diatas mengenai pertumbuhan perusahaan dapat disimpulkan bahwa pertumbuhan perusahaan adalah tingkat perubahan total aktiva dari tahun ke tahun yang menggambarkan bagaimana perkembangan usaha yang dilakukan periode sekarang dibandingkan dengan periode sebelumnya. Penelitian ini menggunakan rumus yang dikemukakan oleh Chung (dalam Karinaputri, 2012) dengan rumus pertumbuhan perusahaan yang diproxikan dalam *Price Earning Ratio* (PER).

2.6. Kebijakan Deviden

Deviden merupakan bagian laba yang dibagikan kepada pemegang saham. Biasanya dividen dibagikan dengan interval waktu yang tetap, tetapi kadang-kadang diadakan pembagian dividen tambahan pada waktu yang bukan biasanya. Besarnya dividen biasanya berkisar antara nol sampai sebesar laba bersih tahun berjalan atau tahun lalu. Baik waktu maupun besarnya dividen yang dibagikan ditentukan melalui Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS) (Yulianto, 2010).

Gitman (2003) memberikan definisi kebijakan dividen sebagai suatu perencanaan tindakan perusahaan yang harus dituruti ketika keputusan dividen harus dibuat. Sedangkan Lee dan Finerty (1990) mengartikan kebijakan dividen

sebagai suatu keputusan perusahaan apakah akan membagikan *earnings* yang dihasilkan kepada para pemegang saham atau akan menahan *earnings* untuk kegiatan reinvestasi dalam perusahaan (Rosdini 2009). Kebijakan dividen menurut Weston & Brigham 1985 dalam Jusriani (2013) adalah menentukan berapa banyak dari keuntungan harus dibayarkan kepada pemegang saham dan berapa banyak yang harus ditanam kembali di dalam perusahaan

Menurut Indahningrum dan Handayani (2009) kebijakan deviden akan memiliki pengaruh terhadap tingkat penggunaan hutang suatu perusahaan. Kebijakan deviden yang stabil menyebabkan adanya keharusan bagi perusahaan untuk menyediakan sejumlah dan guna membayar jumlah deviden yang tetap tersebut. Rozzef (1982) dalam Indahningrum dan Handayani (2009) menyatakan bahwa pembayaran deviden adalah suatu bagian dari *monitoring* perusahaan. Dalam kondisi demikian, perusahaan cenderung membayar deviden lebih besar jika *insider* memiliki proporsi saham yang lebih rendah.

Menurut Moh'd *et. al.* (1998) yang menyatakan bahwa pembayaran dividen muncul sebagai pengganti utang dalam keputusan pendanaan. Sedangkan Rozeff (1982) menyatakan bahwa pembayaran dividen adalah bagian dari *monitoring* aktivitas perusahaan oleh principal terhadap pihak manajemen sebagai agent. Easterbrook (1984) juga menyatakan bahwa pembayaran dividen kepada pemegang saham akan mengurangi sumber-sumber dana yang dikendalikan oleh manajemen. Semakin tinggi dividen yang dibayarkan kepada pemegang saham maka *free cash flow* dalam perusahaan semakin kecil. Hal ini mengakibatkan manajemen harus memikirkan cara untuk memperoleh sumber dana yang relevan

dengan utang. Dengan demikian akan mengurangi kekuasaan manajer. Pengukuran kebijakan deviden menurut Indahningrum dan Ratih (2009) dengan rumus sebagai berikut :

$$\text{DPR} = \frac{\text{DPS}}{\text{EPS}}$$

Kebijakan deviden Menurut Susanto (2011) dalam kebijakan deviden (DIV) adalah bagian yang dibagikan oleh perusahaan kepada masing-masing pemegang saham. Pengukuran kebijakan hutang dikemukakan oleh Wahidahwati (2002) dengan rumus sebagai berikut:

$$\text{DIV} = \frac{\text{Deviden}}{\text{Laba setelah pajak}}$$

Dapat disimpulkan bahwa kebijakan deviden merupakan suatu keputusan perusahaan apakah akan membagikan *earnings* yang dihasilkan kepada para pemegang saham atau akan menahan *earnings* untuk kegiatan reinvestasi dalam perusahaan. Dalam penelitian ini variabel kebijakan dividen dilambangkan dengan *dividend payout ratio* (DPR), yang merupakan rasio antara pembayaran dividen yang diproyeksikan dengan DPS (*dividend per share*) terhadap EPS (*earning per share*) Indahningrum dan Ratih (2009). Adapun syarat optimalisasi kebijakan deviden menurut Ross (1977) dalam Jusriani (2013) yaitu :

1. Manajemen harus selalu mempunyai insentif yang sesuai untuk mengirimkan sinyal yang jujur, meskipun beritanya buruk.
2. Sinyal dari suatu perusahaan yang sukses tidak mudah untuk diikuti oleh pesaingnya perusahaan yang kurang sukses.

3. Sinyal itu harus mempunyai hubungan yang cukup berarti dengan kejadian yang diamati (misalnya dividen yang tinggi saat ini akan dihubungkan dengan arus kas yang tinggi di masa mendatang).
4. Tidak ada cara menekan biaya yang relatif lebih efektif untuk mengirimkan sinyal yang sama.

2.7. Ukuran Perusahaan

Ukuran perusahaan (SIZE) adalah kekayaan perusahaan yang diukur dari total aktiva perusahaan. Ukuran perusahaan menjadi faktor yang perlu dipertimbangkan dalam menentukan tingkat hutang perusahaan. Perusahaan-perusahaan besar cenderung lebih mudah untuk memperoleh pinjaman dari pihak ketiga, karena kemampuan mengakses kepada pihak lain atau jaminan yang dimiliki berupa aktiva bernilai lebih besar dibandingkan perusahaan kecil (Susanto, 2011). Perusahaan besar dapat mengakses pasar modal karena kemudahan tersebut maka berarti bahwa perusahaan memiliki fleksibilitas dan kemampuan untuk mendapatkan dana. Ukuran perusahaan dapat diartikan sebagai besar kecilnya perusahaan dilihat dari besarnya nilai *equity*, nilai perusahaan, ataupun hasil nilai total aktiva dari suatu perusahaan (Riyanto, 1995)

Ukuran perusahaan menggambarkan besar kecilnya suatu perusahaan yang dapat dinyatakan dengan total aktiva atau total penjualan bersih. Semakin besar total aktiva maupun penjualan maka semakin besar pula ukuran suatu perusahaan. Semakin besar aktiva maka semakin besar modal yang ditanam, sementara semakin banyak penjualan maka semakin banyak juga perputaran uang dalam perusahaan. Dengan demikian, ukuran perusahaan merupakan ukuran atau

besarnya asset yang dimiliki oleh perusahaan. Ukuran perusahaan secara langsung mencerminkan tinggi rendahnya aktivitas operasi suatu perusahaan. Pada umumnya semakin besar suatu perusahaan maka akan semakin besar pula aktivitasnya. Dengan demikian, ukuran perusahaan juga dapat dikaitkan dengan besarnya kekayaan yang dimiliki oleh perusahaan (Nisa Fidyati, 2003) dalam Rahmawati (2012).

Tingkat pertumbuhan perusahaan juga merupakan faktor yang mempengaruhi struktur modal, perusahaan yang memiliki tingkat pertumbuhan pesat cenderung lebih banyak menggunakan hutang daripada perusahaan yang memiliki tingkat pertumbuhan yang lebih lambat. Pertumbuhan perusahaan berbanding lurus dengan ukuran perusahaan, sehingga semakin cepat pertumbuhan perusahaan maka semakin besar pula ukuran perusahaan, sehingga ukuran perusahaan berpengaruh terhadap struktur modal karena perusahaan yang lebih besar akan mudah memperoleh pinjaman dibandingkan perusahaan kecil. Perusahaan yang besar akan lebih aman dalam memperoleh hutang karena perusahaan mampu dalam pemenuhan kewajibannya dengan adanya diversifikasi yang lebih luas dan memiliki arus kas yang stabil. Pengukuran ukuran perusahaan menurut Faisal (2004) diukur dengan total aktiva. Pengukuran lain dalam penelitian Margaretha (2014) diukur dengan total penjualan.

Disimpulkan bahwa ukuran perusahaan merupakan ukuran atau besarnya asset yang dimiliki oleh perusahaan. Penelitian ini akan mengukur ukuran perusahaan dengan total aktiva yaitu dengan rumus \ln total aktiva.

2.8. Penelitian Terdahulu

TABEL 2.1 Penelitian Terdahulu

No	Peneliti	Judul Penelitian	Metode Analisis	Hasil
1.	Pancawati Hardiningsih dan Rachmawati Meita Oktaviani (2012)	Determinan kebijakan hutang (dalam agency theory dan pecking order theory)	Regresi linier berganda	<ul style="list-style-type: none"> - Kepemilikan manajerial, <i>Free cash flow</i> tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang - Kebijakan deviden, Pertumbuhan perusahaan berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan hutang - Profitabilitas berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan hutang
2.	Ari Hidayat Yulianto (2010)	Pengaruh kepemilikan Institusional, <i>free cash flow</i> dan kebijakan dividen terhadap kebijakan utang perusahaan	Regresi linier berganda	<ul style="list-style-type: none"> - Kepemilikan institusional berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan hutang - Kebijakan dividen berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan hutang - <i>Free cash flow</i> tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang
3.	Keni dan Sofia Prima Dewi (2012)	Pengaruh kepemilikan institusional, pertumbuhan perusahaan, stuktur aktiva, ukuran perusahaan, earning volatility dan kebijakan deviden terhadap kebijakan hutang perusahaan	Regresi linier berganda	<ul style="list-style-type: none"> - Kepemilikan institusional berpengaruh negatif signifikan tidak terhadap kebijakan hutang - Pertumbuhan perusahaan, Struktur aktiva, Kebijakan deviden berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan hutang - Ukuran perusahaan, Earning volatility tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang

No	Peneliti	Judul Penelitian	Metode Analisis	Hasil
4.	Rizka Putri Indahningrum dan Ratih Handayani (2009)	Pengaruh kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, dividen, pertumbuhan perusahaan, <i>free cash flow</i> , dan profitabilitas terhadap kebijakan hutang perusahaan	Multiple Regresi	<ul style="list-style-type: none"> - Kepemilikan institusional, Free cash flow berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan hutang - Kepemilikan manajerial, Dividen, Pertumbuhan Perusahaan tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang - Profitabilitas berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan hutang
5.	Richard Kofi Akoto and Dadson Awunyo-Vitor (2013)	What Determines The Debt Policy Of Listed Manufacturing Firms in Ghana?	Panel Regression	<ul style="list-style-type: none"> - Struktur aktiva, Ukuran perusahaan, Profitabilitas berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan hutang - Likuiditas tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang
6.	Farah Margaretha (2012)	Determinants of Debt Policy in Indonesia's Public Company	Multiple Regression	<ul style="list-style-type: none"> - Tangibilitas aset berpengaruh positif signifikan terhadap hutang - Profitabilitas, Pertumbuhan perusahaan berpengaruh negatif signifikan terhadap hutang - Ukuran perusahaan, Persentase pajak, Pajak non hutang, Klasifikasi perusahaan tidak berpengaruh terhadap hutang

Sumber : Disarikan dari berbagai jurnal

2.9. Kerangka Pemikiran Teoritis

Kebijakan Hutang (DER) dalam penelitian ini merupakan variabel dependen yang menjadi pusat perhatian peneliti. Variabel dependen tersebut keragamannya dijelaskan oleh variabel-variabel independen yaitu *Free Cash Flow*, Pertumbuhan Perusahaan, Kebijakan Deviden dan Ukuran Perusahaan. Laporan tahunan merupakan salah satu proxy yang menggambarkan mengenai kebijakan perusahaan terkait kebijakan hutang.

Free cash flow merupakan kas lebih perusahaan yang dapat didistribusikan kepada kreditor atau pemegang saham yang tidak diperlukan lagi untuk modal kerja atau investasi pada asset tetap (Ross et al, 2000 dalam Panjaitan, 2011). *free cash flow* ini berkaitan dengan teori agensi yaitu hubungan antara manajer dan pemegang saham terkait *cash flow* dalam perusahaan. Konflik agensi terjadi karena pemegang saham mengharapkan dana tersebut dibagi sebagai deviden, sedangkan manajer menginginkan dana ditahan sebagai persediaan dana internal perusahaan sebagai investasi perusahaan.

Menurut Wu (2004) menyatakan bahwa konflik yang terjadi antara pemegang saham dan manajer biasanya menggunakan hutang untuk mengurangi *agency cost* dari konflik tersebut. Hutang memungkinkan manajer untuk mengeluarkan arus kas di masa depan. Hal tersebut menunjukkan hutang dapat mengurangi *agency cost* pada *free cash flow*, sehingga arus kas dibelanjakan sesuai kebutuhan manajer perusahaan. Hal-hal yang telah dijelaskan diatas dapat disimpulkan bahwa perusahaan-perusahaan dengan *free cash flow* besar yang

mempunyai level hutang yang tinggi. Di sisi lain, perusahaan dengan tingkat *free cash flow* rendah akan mempunyai level hutang rendah.

Pertumbuhan perusahaan merupakan hal penting dalam kelangsungan hidup perusahaan. Setiap perusahaan pasti menginginkan setiap tahun mengalami pertumbuhan. Pertumbuhan perusahaan dapat diwujudkan dengan menggunakan operasional yang dibiayai dengan modal sendiri atau dengan hutang. Keputusan dalam memperoleh pendanaan guna pertumbuhan perusahaan yang diharapkan, dapat dikaitkan dengan *pecking order theory*. Teori tersebut merupakan penetapan suatu urutan keputusan pendanaan dimana manajer pertama memilih menggunakan laba ditahan, utang dan penerbitan saham sebagai pilihan terakhir.

Secara singkat teori ini menyatakan bahwa perusahaan menyukai *internal financing* berwujud laba ditahan. Apabila pendanaan dari luar (*eksternal financing*) diperlukan, maka perusahaan akan menerbitkan sekuritas yang paling aman terlebih dulu, yaitu dimulai dengan penerbitan obligasi, kemudian diikuti oleh sekuritas yang berkarakteristik opsi (seperti obligasi konversi), baru akhirnya apabila masih belum mencukupi, saham baru diterbitkan (Phitaloka, 2009). Hal tersebut di atas dapat diartikan, bahwa perusahaan dengan pertumbuhan yang tinggi lebih menyukai menggunakan dana internal perusahaan terlebih dahulu dibandingkan menggunakan hutang. Sedangkan perusahaan yang pertumbuhannya rendah menggunakan hutang yang lebih untuk mencukupi dana perusahaan.

Selain itu, kebijakan deviden juga mempengaruhi kebijakan hutang yang diambil perusahaan. Perusahaan yang membagikan deviden dalam jumlah besar,

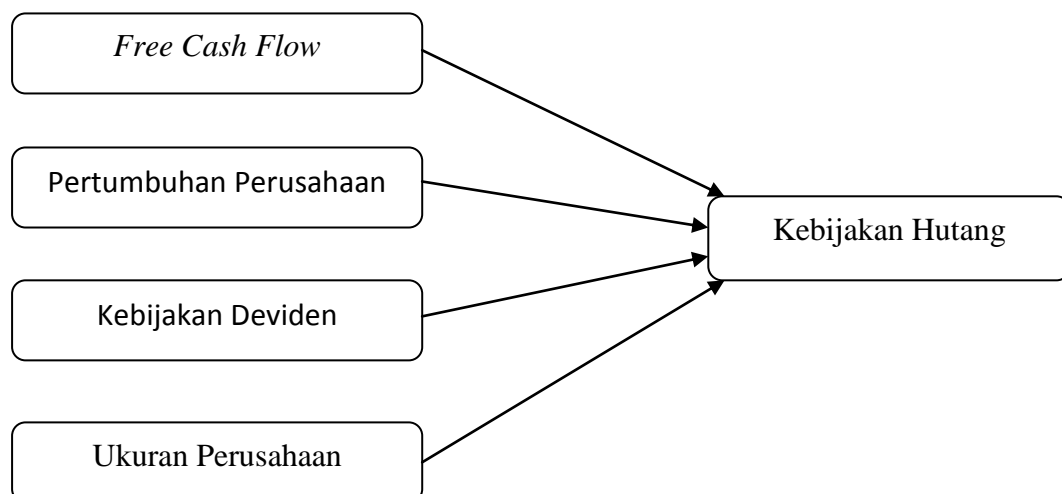
maka untuk membiayai investasinya diperlukan tambahan dana yang dapat diperoleh melalui hutang. *Pecking order theory* yang menyatakan bahwa manajer pertama kali memilih menggunakan laba ditahan, hutang, dan penerbitan saham sebagai pilihan terakhir. Berkaitan dengan kebijakan deviden yang diambil perusahaan *pecking order theory* sebagai acuan untuk pengambilan keputusan. Jika dengan membagikan deviden kepada pemegang saham yang mengakibatkan laba ditahan berkurang, maka untuk mendapatkan dana operasional perusahaan dapat menetapkan keputusan pendanaan selanjutnya menggunakan hutang.

Teori yang lain sebagai pendukung kebijakan deviden ini adalah teori agensi karena terjadi hubungan kontrak antara pemegang saham dan manajer. Hubungan tersebut juga dapat menimbulkan konflik karena pemegang saham lebih menginginkan pendanaan perusahaan dibiayai dengan hutang karena dengan penggunaan hutang hak pemegang saham tidak berkurang. Namun, manajer lebih menyukai menginvestasikan laba ditahan daripada membagikan kepada pemegang saham, dikarenakan manajer menginginkan keuntungan dari investasi tersebut. Disimpulkan bahwa semakin besar deviden yang dibagikan kepada pemegang saham maka untuk mendapatkan dana proyek perusahaan yang lain dapat diperoleh dari kebijakan hutang yang lebih banyak diambil oleh perusahaan.

Ukuran perusahaan diprediksi memberikan pengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan. Ukuran perusahaan mencerminkan tinggi rendahnya aktivitas perusahaan. Ukuran tersebut dapat menjadi ukuran investor atau kreditur dalam melihat keadaan sebuah perusahaan. Ukuran perusahaan yang besar

mencerminkan bahwa perusahaan tersebut memerlukan dana yang besar dalam pembiayaan perusahaan. Penetapan keputusan pendanaan dapat didasari oleh *pecking order theory* yaitu menggunakan laba ditahan, hutang dan pilihan terakhir yaitu penerbitan saham. Perusahaan yang besar menunjukkan bahwa asset aktivitas dalam perusahaan tersebut besar.

Aktivitas perusahaan yang besar mencerminkan bahwa kebutuhan dana untuk aktivitas operasional banyak, sehingga laba ditahan akan kurang untuk memenuhinya. *Pecking order theory* menyatakan bahwa jika laba ditahan tidak mencukupi untuk operasional perusahaan, maka untuk menutupi pendanaannya dapat menggunakan hutang sebagai keputusan selanjutnya. Jadi, jika ukuran perusahaan besar maka perusahaan tersebut dapat menggunakan hutang untuk operasional perusahaan. Sebaliknya, jika perusahaan kecil hanya mempunyai aktivitas yang sedikit sehingga untuk operasional perusahaan dapat dipenuhi dengan dana sendiri. Berdasarkan penjelasan di atas dapat digambarkan kerangka pemikiran sebagai berikut:



Gambar 2.1 Kerangka Pemikiran Penelitian

2.10. Pengembangan Hipotesis

2.10.1. Pengaruh *Free Cash Flow* Terhadap Kebijakan Hutang

Free cash flow yaitu *cash flow* perusahaan yang dihasilkan dalam sebuah periode akuntansi, setelah membayar biaya operasi dan pembiayaan yang diperlukan oleh perusahaan. *Cash flow* ini mencerminkan keuntungan atau kembalian bagi para penyedia modal, termasuk utang atau equity. *Cash flow* ini berperan penting dalam keputusan kebijakan hutang perusahaan. Keputusan yang diambil harus memperhatikan *cash flow* yang ada di perusahaan, sehingga tidak terjadi penggunaan arus kas yang tidak dibutuhkan perusahaan. Dalam memutuskan kebijakan hutang harus memperhatikan keinginan dari pemegang saham.

Menurut Jensen (1986) menyatakan bahwa tekanan pasar akan mendorong manajer untuk mendistribusikan *free cash flow* kepada pemegang saham. Pemegang saham mengharapkan dana tersebut dibagikan sebagai deviden sehingga menambah kesejahteraan mereka. Di sisi lain, manajer lebih menginginkan dana ditahan sebagai persediaan dana internal yang digunakan untuk membiayai investasi agar dapat meningkatkan kesejahteraan mereka. Menurut Jensen dan Meckling (1976) dalam teori keagenannya menyatakan bahwa hal tersebut adalah konflik keagenan (*agency conflict*) yaitu terjadi perbedaan kepentingan antara pemilik dan manajer.

Menurut Karinaputri (2012) menyatakan bahwa dalam teori keagenan, konflik keagenan dapat diminimalisir dengan mekanisme pengawasan yang mensejajarkan kepentingan-kepentingan pihak terkait. Dengan adanya mekanisme

pengawasan ini menyebabkan munculnya biaya yang disebut dengan *agency cost*. Biaya ini merupakan biaya yang berhubungan dengan pengawasan manajemen untuk bertindak konsisten sesuai dengan perjanjian kontraktual dengan kreditur dan pemegang saham (Van Horne dan John dikutip dari Karinaputri, 2012).

Konflik yang terjadi karena perusahaan menghasilkan *free cash flow*, biasanya menggunakan hutang untuk mengurangi *agency cost* akibat timbulnya konflik tersebut (Wu, 2004). Penggunaan utang merupakan kebijakan yang efektif untuk membagikan deviden. Adanya deviden tersebut mengartikan bahwa *cash flow* yang ada di perusahaan berkurang. Hal tersebut mendorong manajer menggunakan hutang untuk membelanjakan sesuai kebutuhan. Adanya hutang tersebut dapat mengurangi *agency cost* pada *free cash flow*.

Indahningrum dan Handayani (2009) menemukan bukti bahwa *free cash flow* berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan hutang. Artinya, semakin tinggi *free cash flow* yang ada di perusahaan maka perusahaan akan membagikan *cash flow* tersebut kepada pemegang saham. Jika perusahaan telah membagikan kepada pemegang saham, maka perusahaan akan menggunakan hutang untuk pembiayaan operasional perusahaan sesuai kebutuhan. Kebijakan hutang tersebut diambil agar dapat mengurangi konflik agensi antara manajemen dan pemegang saham.

Berdasarkan uraian di atas, maka hipotesis pertama yang diajukan untuk penelitian ini adalah:

H₁ Free cash flow berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang pada perusahaan manufaktur di BEI

2.10.2. Pengaruh Pertumbuhan Perusahaan Terhadap Kebijakan Hutang

Pertumbuhan perusahaan merupakan gambaran bagaimana perkembangan usaha yang dilakukan periode sekarang dibandingkan periode sebelumnya (Hardiningsih dan Oktaviani, 2012). Setiap perusahaan pasti akan selalu mengupayakan agar perusahaan terus tumbuh setiap tahunnya. Tingkat pertumbuhan suatu perusahaan akan menunjukkan sampai seberapa jauh perusahaan akan menggunakan hutang sebagai sumber pembiayaannya.

Pertumbuhan perusahaan kaitannya dengan *pecking order theory* yang menyatakan bahwa penetapan suatu urutan keputusan pendanaan dimana manajer pertama memilih menggunakan laba ditahan, utang dan penerbitan saham sebagai pilihan terakhir. Secara singkat teori ini menyatakan bahwa perusahaan menyukai *internal financing* berwujud laba ditahan. Apabila pendanaan dari luar (*eksternal financing*) diperlukan, maka perusahaan akan menerbitkan sekuritas yang paling aman terlebih dulu, yaitu dimulai dengan penerbitan obligasi, kemudian diikuti oleh sekuritas yang berkarakteristik opsi (seperti obligasi konversi), baru akhirnya apabila masih belum mencukupi, saham baru diterbitkan (Phitaloka, 2009). *Pecking order theory* merupakan penetapan suatu urutan keputusan pendanaan dimana manajer pertama memilih menggunakan laba ditahan, utang dan penerbitan saham sebagai pilihan terakhir. Secara singkat teori ini menyatakan bahwa perusahaan menyukai *internal financing* berwujud laba ditahan. Apabila pendanaan dari luar (*eksternal financing*) diperlukan, maka perusahaan akan menerbitkan sekuritas yang paling aman terlebih dulu, yaitu dimulai dengan penerbitan obligasi, kemudian diikuti oleh sekuritas yang berkarakteristik opsi

(seperti obligasi konversi), baru akhirnya apabila masih belum mencukupi, saham baru diterbitkan (Phitaloka, 2009).

Menurut Kusumajaya (2011) menyatakan dalam hubungannya dengan *leverage*, perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi sebaiknya menggunakan ekuitas sebagai sumber pembiayaan agar tidak terjadi biaya keagenan antara pemegang saham dengan manajemen perusahaan. Sebaliknya, perusahaan dengan tingkat pertumbuhan rendah sebaiknya menggunakan hutang sebagai sumber pembiayaan karena penggunaan hutang akan mengharuskan perusahaan tersebut membayar hutang secara teratur.

Hal-hal tersebut diatas mengartikan bahwa perusahaan dengan pertumbuhan yang tinggi lebih menyukai menggunakan dana internal perusahaan dahulu dibandingkan menggunakan hutang. Sedangkan perusahaan yang pertumbuhannya rendah menggunakan hutang yang lebih untuk mencukupi dana perusahaan.

Suatu perusahaan yang mengalami pertumbuhan yang tinggi berarti perusahaan tersebut berhasil meningkatkan nilai perusahaan untuk menghasilkan keuntungan/ laba. Perusahaan yang mempunyai pertumbuhan yang tinggi menunjukkan bahwa dengan sumber daya yang dimiliki bisa menghasilkan pertumbuhan yang baik. Perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi akan lebih memaksimalkan penggunaan sumber daya yang dimiliki (Hardiningsih dan Oktaviani, 2012). Menurut Rodoni dan Ali (2014) menyatakan pertumbuhan secara tidak langsung berpengaruh pada pendanaan ekuitas yang signifikan. Jadi

perusahaan dengan pertumbuhan tinggi akan memiliki *debt ratio* yang lebih rendah dibandingkan dengan perusahaan yang pertumbuhannya rendah.

Hal ini didukung hasil penelitian yang dilakukan oleh Margaretha (2013) yang menghasilkan hubungan pertumbuhan perusahaan negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang. Hasil penelitian yang mendukung lainnya oleh Hardiningsih dan Oktaviani (2012) yang menemukan pertumbuhan perusahaan berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan hutang. Dengan demikian, perusahaan dengan tingkat pertumbuhan tinggi akan menggunakan hutang yang rendah. Hal tersebut mengartikan bahwa perusahaan mampu memenuhi kegiatan operasionalnya dengan dana internal yang dimiliki.

Berdasarkan uraian tersebut, maka hipotesis yang diajukan untuk penelitian ini adalah:

H₂ Pertumbuhan perusahaan berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang pada perusahaan manufaktur di BEI

2.10.3. Pengaruh Kebijakan Deviden Terhadap Kebijakan Hutang

Deviden merupakan bagian laba yang dibagikan kepada pemegang saham. Baik waktu maupun besarnya dividen yang dibagikan ditentukan melalui Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS) (Yulianto, 2010). Kebijakan deviden diartikan sebagai suatu keputusan perusahaan apakah akan membagikan *earning* yang dihasilkan kepada para pemegang saham atau akan menahan *earnings* untuk kegiatan reinvestasi dalam perusahaan (Rosdini, 2009).

Sesuai dengan *pecking order theory* yang menyebutkan bahwa manajer pertama kali memilih menggunakan laba ditahan, hutang, dan penerbitan saham

sebagai pilihan terakhir. Perusahaan yang membagikan dividen dalam jumlah besar, maka untuk membiayai investasinya diperlukan tambahan dana yang dapat diperoleh melalui hutang. Jika dengan membagikan deviden kepada pemegang saham yang mengakibatkan laba ditahan berkurang, maka untuk mendapatkan dana operasional perusahaan dapat menetapkan keputusan pendanaan selanjutnya yaitu dengan menggunakan hutang.

Teori pendukung lain dalam kebijakan deviden ini adalah teori agensi karena terjadi hubungan kontrak yang dapat menimbulkan konflik. Konflik tersebut yaitu pemegang saham lebih menginginkan pendanaan perusahaan dibiayai dengan hutang karena dengan penggunaan hutang hak pemegang saham tidak berkurang. Namun, manajer lebih menyukai menginvestasikan laba ditahan daripada membagikan kepada pemegang saham, dikarenakan manajer menginginkan keuntungan dari investasi tersebut.

Kebijakan dividen akan memiliki pengaruh terhadap tingkat penggunaan hutang suatu perusahaan. Hal ini dapat diperkuat dengan *Pecking Order Theory* yang menjelaskan urutan perusahaan dalam mengambil keputusan pendanaan. Dimana untuk pertama kalinya perusahaan akan memanfaatkan pendanaan dari laba ditahan, apabila laba ditahan tidak mencukupi maka barulah akan digunakan pendanaan dengan hutang. Dengan demikian jika perusahaan meningkatkan pembayaran dividennya maka dana yang tersedia untuk pendanaan perusahaan dalam bentuk laba ditahan akan semakin kecil. Sehingga untuk memenuhi kebutuhan dana perusahaan, manajer lebih cenderung untuk menggunakan hutang lebih banyak (Indahningrum dan Handayani, 2009). Melalui

teori tersebut dapat dikatakan bahwa kebijakan dividen berpengaruh terhadap kebijakan hutang.

Hal tersebut didukung oleh penelitian yang dilakukan oleh Yulianto (2010) menemukan bahwa kebijakan deviden berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan hutang. Hasil yang lain yang mendukung adalah penelitian oleh Keni dan dewi (2012) bahwa kebijakan deviden berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan hutang. Dengan demikian, perusahaan yang membagikan devidennya kepada pemegang saham, akan mempunyai laba di tahan yang sedikit. Sehingga manajemen dapat menggunakan hutang untuk kelangsungan perusahaan.

Berdasarkan uraian tersebut, maka hipotesis yang diajukan untuk penelitian ini adalah:

H₃ Kebijakan deviden berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang pada perusahaan manufaktur di BEI

2.10.4. Pengaruh Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Hutang

Ukuran perusahaan diartikan sebagai besar kecilnya perusahaan dilihat dari besarnya nilai equity, nilai perusahaan, ataupun hasil nilai total aktiva dari suatu perusahaan (Riyanto, 1995). Semakin total aktiva maupun penjualan maka semakin besar pula ukuran suatu perusahaan. Ukuran perusahaan secara langsung mencerminkan tinggi rendahnya aktivitas operasi perusahaan. Pada umumnya semakin besar suatu perusahaan maka akan semakin besar pula aktivitas. Seluruh aktivitas. Seluruh aktivitas pasti memerlukan dana untuk dapat berjalan dengan baik. Ukuran perusahaan yang besar pasti memerlukan dana yang lebih banyak dibandingkan perusahaan yang kecil.

Dana internal yang dimiliki dalam perusahaan akan tidak mencukupi untuk kegiatan operasional, maka perusahaan dapat menggunakan dana yang bersumber dari eksternal yaitu hutang. Keputusan ini berkaitan dengan *peking order theory* yang menyebutkan jika dengan laba ditahan tidak mencukupi, maka hutang menjadi keputusan selanjutnya. Jadi, jika ukuran perusahaan besar maka perusahaan tersebut dapat menggunakan hutang untuk operasional perusahaan. Sebaliknya, jika perusahaan kecil hanya mempunyai aktivitas yang sedikit sehingga untuk operasional perusahaan dapat dipenuhi dengan dana sendiri. Menurut Smith dalam Rahmawati (2012) menyatakan bahwa ukuran perusahaan yang besar memiliki pendanaan yang sangat besar, salah satunya dengan menggunakan hutang. Artinya bahwa semakin besar perusahaan, maka semakin tinggi perusahaan menggunakan menggunakan hutang sebagai pendanaan aktivitas perusahaan tersebut.

Uraian tersebut dapat disimpulkan bahwa ukuran kecil perusahaan akan mempengaruhi struktur modal didasarkan pada kenyataan bahwa semakin besar suatu perusahaan akan memiliki tingkat pertumbuhan yang tinggi, sehingga perusahaan lebih bersedia untuk mengeluarkan saham baru dan juga cenderung menggunakan jumlah pinjaman akan meningkat. Hal ini didukung penelitian yang dilakukan oleh Akoto dan Awunyo-Vitor (2013) menemukan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan hutang. Dengan demikian, ukuran perusahaan yang besar mencerminkan aktivitas perusahaan banyak, sehingga perusahaan dapat menggunakan hutang dalam mendanai aktivitas tersebut.

Berdasarkan uraian tersebut, maka hipotesis yang diajukan untuk penelitian ini adalah:

H₄ Ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang pada perusahaan manufaktur di BEI.

BAB III

METODE PENELITIAN

3.1. Jenis dan Desain Penelitian

Penelitian ini merupakan penelitian kuantitatif yang dilakukan untuk membuktikan adanya faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan hutang yaitu *free cash flow*, pertumbuhan perusahaan, kebijakan deviden dan ukuran perusahaan. Data yang digunakan merupakan data sekunder yang bersumber dari laporan keuangan yang telah dipublikasikan dan tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI) tahun 2013, dimana data tersebut dapat diperoleh di Pusat Informasi Pasar Modal (www.idx.co.id).

3.2. Populasi dan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Dasar pertimbangan pemilihan perusahaan manufaktur karena sektor manufaktur memiliki data yang cukup untuk memperoleh data dalam penelitian ini. Selain itu, jumlah populasi perusahaan manufaktur relatif besar, sehingga diharapkan dengan menggunakan perusahaan manufaktur dapat diperoleh jumlah sampel yang mencukupi.

Sampel penelitian yang digunakan dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI yang menerbitkan laporan keuangan tahun 2013, maka akan diperoleh kelengkapan data yang akan digunakan dalam penelitian.

Pemilihan sampel dilakukan dengan metode *purposive sampling* dengan kriteria sebagai berikut :

1. Perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI tahun 2013 yang dapat diakses (tidak *underconstruction*) saat pengumpulan data dilakukan.
2. Perusahaan manufaktur yang mempublikasikan laporan keuangan tahunan untuk tahun 2013
3. Perusahaan manufaktur memiliki data keuangan lengkap yang memuat informasi yang dibutuhkan dalam pengukuran selama tahun 2013

3.3. Variabel Penelitian

3.3.1. Kebijakan Hutang

Variabel dependen dalam penelitian ini adalah kebijakan hutang. Hutang adalah pengorbanan manfaat ekonomi yang akan timbul di masa yang akan datang yang disebabkan oleh kewajiban-kewajiban di saat sekarang dari suatu badan usaha yang akan dipenuhi dengan memindahkan aktiva atau memberikan jasa kepada badan usaha lain di masa datang sebagai akibat dari transaksi-transaksi yang sudah lalu (Baridwan dalam Wahyu, 2011). Kebijakan hutang perusahaan adalah tindakan manajemen perusahaan yang akan mendanai operasional perusahaan dengan menggunakan modal yang berasal dari hutang (Karinaputri, 2012). Dalam penelitian ini ukuran kebijakan hutang diukur menggunakan *proxy Debt Equity Ratio* (DER). *Debt Equity Ratio* dirumuskan dengan sebagai berikut:

$$\text{DER} = \frac{\text{Hutang Jangka Panjang}}{\text{Total Ekuitas akhir tahun}}$$

3.3.2. *Free cash flow*

Free cash flow merupakan kas lebih perusahaan yang dapat didistribusikan kepada kreditor atau pemegang saham yang tidak diperlukan lagi untuk modal kerja atau investasi pada asset tetap. *Free cash flow* dihitung menggunakan rumus yaitu :

$$\mathbf{FCF} = \mathbf{CFO} - \mathbf{CFI}$$

Keterangan :

FCF = *free cash flow*

CFO = arus kas operasi

CFI = arus kas investasi

3.3.3. **Pertumbuhan Perusahaan**

Pertumbuhan perusahaan adalah tingkat perubahan total aktiva dari tahun ke tahun yang menggambarkan bagaimana perkembangan usaha yang dilakukan periode sekarang dibandingkan dengan periode sebelumnya. Pertumbuhan perusahaan tersebut dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$\mathbf{PER} = \frac{\text{Harga penutup saham per lembar}}{\text{Laba bersih per saham}}$$

3.3.4. **Kebijakan Deviden**

Kebijakan deviden merupakan suatu keputusan perusahaan apakah akan membagikan *earnings* yang dihasilkan kepada para pemegang saham atau akan menahan *earnings* untuk kegiatan reinvestasi dalam perusahaan

Dalam penelitian ini variabel kebijakan dividen dilambangkan dengan *dividend payout ratio* (DPR), yang merupakan rasio antara pembayaran dividen

yang diproxykan dengan DPS (*dividend per share*) terhadap EPS (*earning per share*) Indahningrum dan Handayani (2009). Rumus DPR dapat dituliskan sebagai berikut:

$$\text{DPR} = \frac{\text{DPS}}{\text{EPS}}$$

3.3.5. Ukuran Perusahaan

Ukuran perusahaan merupakan ukuran atau besarnya asset yang dimiliki oleh perusahaan, pengukuran terhadap ukuran perusahaan di *proxy* dengan nilai logaritma natural dari total aktiva.

$$\text{Ukuran Perusahaan} = \text{Ln total aktiva}$$

Tabel 3.1 Operasional Variabel Penelitian

No	Nama Variabel	Definisi Operasional	Pengukuran Variabel	Skala Data
1.	Kebijakan Hutang	Praktik mengukur tindakan manajemen perusahaan yang akan mendanai operasional perusahaan dengan menggunakan modal yang berasal dari hutang	DER = $\frac{\text{Hutang Jangka Panjang}}{\text{Total Ekuitas Akhir Tahun}}$	Rasio
2.	<i>Free Cash Flow</i>	Kelebihan dana yang diperlukan untuk mendanai semua proyek yang memiliki <i>net present value</i> positif	FCF = CFO – CFI	Rasio
3.	Pertumbuhan Perusahaan	Perbandingan antara nilai pasar saham dengan nilai bukunya	PER = $\frac{\text{Harga penutup saham/lembar}}{\text{Laba Bersih/saham}}$	Rasio

No	Nama Variabel	Definisi Operasional	Pengukuran Variabel	Skala Data
4.	Kebijakan Dividen	Pengukuran keputusan laba yang diperoleh perusahaan akhir tahun dibagi kepada pemegang saham atau akan ditahan untuk modal investasi masa datang	$DPR = \frac{DPS}{EPS}$	Rasio
5.	Ukuran Perusahaan	Pengukuran ukuran perusahaan dengan total aktiva yang dimiliki perusahaan	Ukuran perusahaan = Ln total aktiva	Rasio

3.4. Metode Pengumpulan Data

Penelitian ini menggunakan data sekunder yang dikumpulkan dengan metode studi dokumentasi berupa data yang berhubungan dengan DER, *free cash flow*, PER, DPR, dan ukuran perusahaan yang diperoleh dari Laporan Keuangan Tahunan di Pusat Informasi Pasar Modal, akses internet (www.idx.co.id) tahun 2013. Laporan keuangan tahunan digunakan karena pada laporan tahunan terdapat sumber informasi yang dilaporkan oleh perusahaan yang penting dan bermanfaat bagi *stakeholder* dalam pengambilan keputusan.

3.5. Metode Analisis Data

Penelitian tentang kebijakan hutang ini, metode analisis data yang digunakan adalah dengan analisis kuantitatif. Analisis ini dilakukan pada data yang diperoleh dari laporan keuangan perusahaan-perusahaan yang diteliti. Data ini berupa angka-angka yang kemudian diolah menggunakan metode statistik.

Proses analisis kuantitatif ini dilakukan menggunakan alat perhitungan statistik, sebagai berikut:

3.5.1. Analisis Statistik Deskriptif

Analisis deskriptif digunakan untuk menggambarkan atau mendeskripsikan data terkait penelitian yang telah dikumpulkan dilihat dari nilai rata-raya standar deviasi, maksimum, dan minimum. Dengan demikian, analisis ini berguna untuk memberi gambaran tentang kebijakan hutang, *free cash flow*, pertumbuhan perusahaan, kebijakan deviden, dan ukuran perusahaan dilihat dari nilai rata-rata, standar deviasi, maksimum, dan minimum.

3.5.2. Analisis Statistik Inferensial

Analisis statistik inferensial digunakan untuk pengujian hipotesis yang dilakukan. Pengujian hipotesis dalam penelitian ini menggunakan analisis regresi berganda. Ghozali (2012 : 96) menjelaskan bahwa analisis regresi digunakan untuk mengukur kekuatan hubungan antara dua variabel atau lebih, dan juga digunakan untuk menunjukkan arah hubungan antara variabel dependen dengan variabel independen. Variabel dependen diasumsikan random, yang berarti mempunyai distribusi probabilistik. Variabel independen diasumsikan memiliki nilai tetap (dalam pengambilan sampel yang berulang).

3.5.2.1. Uji Asumsi Klasik

Asumsi klasik adalah suatu pengujian hipotesis yang digunakan dalam suatu penelitian yang menunjukkan bahwa model regresi tersebut layak atau tidak untuk dilakukan ke pengujian selanjutnya (Ghozali, 2007: 63). Adapun penyimpangan asumsi klasik ada empat antara lain:

1. Uji Normalitas

Uji normalitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi, variabel pengganggu atau residual memiliki distribusi normal (Ghozali, 2013:160). Model regresi yang baik adalah memiliki distribusi data normal atau mendekati normal. Untuk menguji apakah distribusi data normal atau tidak, maka dapat dilakukan analisis grafik atau dengan melihat *normal probability plot* yang membandingkan distribusi kumulatif dan distribusi normal. Distribusi normal akan membentuk satu garis lurus diagonal, dan plotting data residual akan dibandingkan dengan garis normal. Jika distribusi data residual normal, maka garis yang menggambarkan data sesungguhnya akan mengikuti garis diagonal. Untuk mendeteksi normalitas data dapat juga dilakukan dengan uji *Kolmogorov-Smirnov* (Ghozali, 2005). Hal ini dilakukan dengan cara menentukan terlebih dahulu hipotesis pengujian yaitu:

H₀ : data terdistribusi secara normal.

H₁ : data tidak terdistribusi secara normal.

Apabila nilai signifikansi yang dihasilkan dari uji *Kolmogorov-Smirnov* menunjukkan hasil kurang dari 0,05 maka H₀ ditolak dan H₁ diterima. Demikian juga sebaliknya apabila nilai signifikansi lebih dari 0,05 maka H₀ diterima dan H₁ ditolak.

2. Uji Multikolinieritas

Uji multikolinieritas bertujuan untuk menguji apakah dalam suatu model regresi ditemukan adanya korelasi antara variabel bebas (independen). Model regresi yang baik seharusnya tidak terjadi korelasi diantara variabel independen.

Jika variabel independen saling berkorelasi, maka variabel-variabel ini tidak ortogonal. Variabel ortogonal adalah variabel independen yang nilai korelasi antar sesama variabel independen sama dengan nol. Untuk mendeteksi ada atau tidaknya multikolinieritas di dalam model regresi adalah sebagai berikut (Ghozali, 2013:105):

1. Nilai R² yang dihasilkan oleh suatu estimasi model regresi empiris sangat tinggi, tetapi secara individual variabel-variabel independen banyak yang tidak signifikan mempengaruhi variabel dependen.
2. Menganalisis matrik korelasi variabel-variabel independen. Jika antar variabel independen terdapat nilai korelasi yang cukup tinggi (umumnya di atas 0,90), maka hal ini merupakan indikasi adanya multikolinieritas.
3. Multikolinieritas dapat dilihat dari nilai *tolerance* dan *variance inflation factor* (VIF). *Tolerance* mengukur variabilitas variabel independen yang terpilih yang tidak dijelaskan oleh variabel independen lainnya. Nilai *tolerance* yang rendah sama dengan nilai VIF yang tinggi (karena $VIF = 1/tolerance$). Nilai *cutoff* yang umum dipakai untuk menunjukkan adanya multikolinieritas adalah apabila nilai *tolerance* $< 0,1$ atau sama dengan nilai $VIF > 10$.

3. Uji Heteroskedastisitas

Uji heteroskedastisitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi ketidaksamaan *variance* dari residual satu pengamatan ke pengamatan lain (Ghozali, 2013:139). Jika *variance* dari residual suatu pengamatan ke pengamatan lain tetap, maka disebut Homokedastisitas dan jika berbeda disebut

Heteroskedastisitas. Model regresi yang baik adalah yang Homokedastisitas atau tidak terjadi Heteroskedastisitas.

Mendeteksi adanya heterokedastisitas dapat dilihat dari gambar *scatterplots* yang membentuk pola tertentu, seperti titik-titik yang ada membentuk pola tertentu yang teratur (bergelombang, melebar kemudian menyempit). Sebaliknya, apabila gambar *scatterplots* tidak menunjukkan ada pola yang jelas, serta titik-titik menyebar diatas dan di bawah angka 0 pada sumbu Y, maka heterokedastisitas tidak terdeteksi.

Selain itu, untuk menguji heterokedastisitas juga dilakukan uji Glesjer. Cara bekerja uji Glesjer adalah dengan meregres nilai absolut residual terhadap variabel independen (Gujarati dalam Ghozali, 2011). Jika variabel independen signifikan secara statistik mempengaruhi variabel dependen, maka ada indikasi terjadi heterokedastisitas.

3.5.2.2. Analisis Regresi Berganda

Analisis regresi berganda digunakan untuk mengetahui signifikan tidaknya pengaruh variabel bebas *free cash flow*, pertumbuhan perusahaan, kebijakan deviden dan ukuran perusahaan terhadap variabel terikat yaitu kebijakan hutang. Persamaan fungsinya dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$Y = \alpha + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \beta_4 X_4 + e$$

Dimana :

Y = kebijakan hutang

X1 = *free cash flow*

X2 = pertumbuhan perusahaan

X3 = kebijakan deviden

X4 = ukuran perusahaan

$\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4$ = koefisien regresi

α = konstanta

e = standar eror

3.5.2.3. Pengujian Hipotesis

Analisis regresi linear berganda adalah analisis regresi linear digunakan untuk menguji hubungan antara 2 atau lebih variabel independen dengan variabel dependen yang ditampilkan dalam bentuk persamaan regresi. Kemudian dilakukan Uji Koefisiensi Determinasi (R^2), Uji Signifikansi Simultan (Uji Statistik F), dan Uji Signifikan Parameter Individual (Uji Statistik t).

1. Uji Koefisiensi Determinasi (R^2)

Koefisien determinasi (R^2) pada intinya mengukur seberapa jauh kemampuan model dalam menerangkan variasi variabel dependen (Ghozali, 2013:97). Nilai koefisien determinasi adalah antara nol dan satu. Nilai R^2 yang kecil berarti kemampuan variabel-variabel independen dalam menjelaskan variasi variabel dependen amat terbatas. Nilai yang mendekati satu berarti variabel-variabel independen hampir memberikan semua informasi yang dibutuhkan untuk memprediksi variasi variabel dependen.

Kelemahan mendasar penggunaan koefisien determinasi adalah bias terhadap jumlah variabel independen yang dimasukkan ke dalam model. Oleh karena itu, banyak peneliti menganjurkan untuk menggunakan nilai adjusted R^2 pada saat mengevaluasi mana model regresi terbaik. Menurut Ghozali (2013),

jika dalam uji empiris didapat nilai adjusted R^2 negatif maka nilai adjusted R^2 dianggap bernilai 0. Secara matematis jika nilai $R^2 = 1$, maka *adjusted* $R^2 = R^2 = 1$ sedangkan $R^2 = 0$, maka *Adjusted* $R^2 = (1-k)/(n-k)$. Jika $k > 1$, maka *adjusted* R^2 akan bernilai negatif.

2. Uji Statistik F (Uji Signifikansi Simultan)

Pengujian ini dimaksudkan untuk mengetahui apakah semua variabel independen secara bersama-sama mempengaruhi secara signifikan terhadap variabel dependen. Kriteria pengujian koefisien regresi secara simultan ini adalah jika H_0 diterima atau H_a ditolak apabila nilai F-hitung lebih kecil dari F-tabel maka menunjukkan bahwa variabel independen secara simultan tidak berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen, begitu sebaliknya. Sebaliknya, H_0 ditolak atau H_a diterima apabila F hitung lebih besar dari F-tabel maka menunjukkan bahwa variabel independen secara simultan memiliki pengaruh yang signifikan terhadap variabel dependen. Uji statistik F dapat dilakukan dengan melihat *probability value*. Apakah *probability value* < 0,05, maka H_0 ditolak atau H_a diterima > 0,05, maka H_0 diterima atau H_a ditolak (tidak terdapat pengaruh secara simultan).

3. Uji Statistik t (Uji Signifikan Parameter Individual)

Uji statistik t digunakan untuk mengetahui besarnya pengaruh masing masing variabel independen terhadap variabel dependen, dengan asumsi variabel lainnya konstan. Kriteria pengujian koefisien regresi parsial ini adalah jika H_0 diterima atau H_a ditolak apabila t-hitung < t-tabel. Ini menunjukkan bahwa variabel independen secara parsial tidak berpengaruh terhadap variabel dependen.

Sebaliknya, H_0 ditolak atau H_a diterima apabila t -hitung (nilai mutlak) lebih besar dari t -tabel (t -hitung $>$ t -tabel) maka menunjukkan bahwa variabel independen secara parsial berpengaruh terhadap variabel dependen atau dengan melihat tingkat signifikansi pada hasil regresi. Pada penelitian ini menggunakan tingkat signifikansi 5% , jadi variabel yang mempunyai tingkat signifikansinya kurang dari 0,05 dinyatakan mempunyai pengaruh yang signifikan.

BAB V

PENUTUP

5.1. Simpulan

Berdasarkan hasil analisis dan pengujian atas data dalam penelitian mengenai pengaruh free cash flow, pertumbuhan perusahaan, kebijakan deviden dan ukuran perusahaan tahun 2013, maka diperoleh kesimpulan sebagai berikut:

1. Variabel *free cash flow* terbukti tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan artinya setiap kenaikan *free cash flow* tidak diikuti dengan kebijakan hutang perusahaan. Hubungan yang tidak signifikan antara *free cash flow* disebabkan karena perusahaan akan mengutamakan penggunaan dana internal untuk kebutuhan investasi dan kegiatan operasionalnya, sehingga jika perusahaan mempunyai dana internal yang cukup maka perusahaan tidak akan menggunakan dana eksternal untuk mencukupi kebutuhan pendanaannya.
2. Variabel pertumbuhan perusahaan terbukti tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang artinya setiap kenaikan pertumbuhan perusahaan tidak diikuti dengan kebijakan hutang perusahaan. Hal ini disebabkan perusahaan yang bertumbuh akan lebih banyak menggunakan sumber pendanaan dari modal sendiri atau ekuitas daripada hutang. Hal ini disebabkan jika pertumbuhan perusahaan dibiayai dengan hutang, manajer tidak akan melakukan investasi yang optimal (*underinvestment*) karena para kreditur

3. akan memperoleh klaim pertama kali terhadap aliran kas dari proyek investasi tersebut.
4. Variabel Kebijakan Deviden terbukti berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang artinya semakin tinggi tingkat kebijakan deviden semakin tinggi kebijakan hutang perusahaan. Hal tersebut karena pertama kalinya perusahaan akan memanfaatkan pendanaan dari laba ditahan, apabila laba ditahan tidak mencukupi maka barulah akan digunakan pendanaan dengan hutang. Dengan demikian jika perusahaan meningkatkan pembayaran dividennya maka dana yang tersedia untuk pendanaan perusahaan dalam bentuk laba ditahan akan semakin kecil yang menimbulkan penggunaan hutang.
5. Ukuran perusahaan perusahaan terbukti tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang artinya setiap kenaikan ukuran perusahaan tidak diikuti dengan kebijakan hutang perusahaan. ukuran perusahaan yang besar tidak menjamin perusahaan untuk meminjam dana untuk memenuhi kebutuhan pendanaannya, karena bisa saja perusahaan menggunakan dana internal dalam pendanaannya. Penggunaan dana internal kemungkinan atas dasar resiko masa datang.

5.2. Saran

Saran yang dapat diberikan dalam penelitian ini berdasarkan hasil penelitian dan pembahasan pada bab sebelumnya adalah yang sebagai berikut:

1. Penelitian ini hanya menggunakan data pada laporan tahunan perusahaan untuk menghitung item kebijakan hutang. Penelitian selanjutnya jika ingin

menghitung item variabel sendiri, dapat menggunakan situs *website* perusahaan dalam menghitung item kebijakan hutang.

2. Penelitian ini memperoleh data untuk menghitung variabel-variabel penelitian ini dari laporan keuangan di Bursa Efek Indonesia (www.idx.co.id). Penelitian selanjutnya diharapkan dalam memperoleh data dari *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD) karena data yang diperlukan sudah tersedia dan akurat serta tidak perlu melakukan perhitungan sendiri.
3. Salah satu variabel dalam penelitian ini adalah variabel kebijakan deviden terhadap kebijakan hutang yang berakibat perusahaan yang diteliti terbatas karena adanya kriteria perusahaan yang membagikan deviden. Penelitian selanjutnya disarankan untuk meneliti faktor lain selain variabel kebijakan deviden agar perusahaan yang tidak membagi deviden dapat ikut diteliti.
4. Penelitian ini menggunakan pengukuran *Price Earnings Ratio* (PER) dalam mengukur pertumbuhan perusahaan. Penelitian selanjutnya diharapkan dalam mengukur pertumbuhan perusahaan menggunakan total penjualan perusahaan dari tahun satu ke tahun berikutnya. Pengukuran tersebut diharapkan dapat mencerminkan pertumbuhan perusahaan yang sebenarnya

DAFTAR PUSTAKA

- Akoto and Awunyo-Vitor. 2014. "What Determines the Debt Policy of Listed Manufacturing Firms in Ghana". *International Business Research*. Vol. 7. No. 1. p. 42-48.
- Brigham, Eugene F. dan Louis C. Gapenski. 1996. *Intermediate Financial Management*. Fifth Edition. New York: The Dryden Press.
- Brigham and Houston. 2013. *Dasar-dasar Manajemen Keuangan*. Jakarta: Salemba Empat.
- Deitiana, Tita. 2011. Pengaruh Struktur Modal Dan Pertumbuhan Perusahaan Terhadap Profitabilitas Dan Nilai Perusahaan Pada Perusahaan Manufaktur Di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*. Vol. 13. No. 1. Hlm. 57-66.
- Easterbrook, Frank H. 1984. Two Agency-cost Explanations of Dividends. *American Economics Review*. Vol. 74. Hal. 650-659.
- Faisal. 2004. Analisis Agency Cost, Struktur Kepemilikan dan Mekanisme Corporate Governance, *Simposium Nasional Akuntansi Indonesia VII*. Hlm. 197-208.
- Faisal, Muhammad. 2004. Analisis Pengaruh *Free Cash Flow*, Set Kesempatan Investasi, Kepemilikan Manajerial, dan Ukuran Perusahaan Terhadap Hutang Studi Empiris Pada Perusahaan-perusahaan Sektor Industri Manufaktur di Bursa Efek Jakarta. *Jurnal Magister Manajemen Universitas Diponegoro*.
- Gitman, Lawrence J. 2003. *Principles of Managerial Finance*. 10th edition: Addison Wesley.
- Gitman, Lawrence J. and Zutter, Chat J. 2012. *Principle of Management Finance*. 13th Edition: The Addison Wesley.
- Ghozali, Imam. 2013. *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program IBM SPSS 21 Update PLS Regresi*. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Gitosudarmo dan Basri. 2000. *Manajemen Keuangan*. Yogyakarta: BPFE Fakultas Ekonomi UGM.

- Hardiningsih dan Oktaviani. 2012. Determinan Kebijakan Hutang dalam *Agency Theory Dan Pecking Order Theory*. *Dinamika Akuntansi, Keuangan dan Perbankan*. Hal. 11 – 24.
- Hidayat, M. Syaifudin. 2013. Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kebijakan Dividen, Struktur Aktiva, Pertumbuhan Penjualan, Dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Utang. *Jurnal Ilmu Manajemen* Volume 1. Nomor 1.
- Husnan dan Pudjiastuti. 1994. *Dasar-dasar Manajemen Keuangan*. Yogyakarta: Unit Penerbit dan Percetakan (UPP) AMP YKPN.
- Indahningrum dan Handayani. 2009. Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Deviden, Pertumbuhan Perusahaan, *Free Cash Flow*, dan Profitabilitas terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan, *Jurnal Bisnis dan Akuntansi* Vol. 11 No. 3. Hlm. 189-207.
- Ismiyanti, Fitri dan Hanafi, Mamduh H. 2003. Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Risiko, Kebijakan Utang Dan Kebijakan Dividen: Analisis Persamaan Simultan. *Simposium Nasional Akuntansi (SNA), VI* : Ikatan Akuntansi Indonesia.
- Jensen dan Meckling. 1976 Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Jurnal of Financial Economics*. V.3. No 4. p. 305-360.
- Jensen, Michael C. 1986. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *American Economic Review*. vol. 76(2): 323-329.
- Jusriani, Ika Fanindya. 2013. Analisis Pengaruh Profitabilitas, Kebijakan Dividen, Kebijakan Utang, Dan Kepemilikan Manajerial Terhadap Nilai Perusahaan Studi Empiris Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Periode 2009 – 2011. *Skripsi* Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro.
- Karinaputri, Nanda. 2012. Analisis Pengaruh Kepemilikan Institusional, Kebijakan Deviden, Profitabilitas, dan Pertumbuhan Perusahaan Terhadap Kebijakan Hutang Studi Pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI Tahun 2008-2010. *Skripsi*. Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro.
- Keni dan Sofia Prima Dewi. 2012. Pengaruh Kepemilikan Institusional, Pertumbuhan Perusahaan, Struktur Aktiva, Ukuran Perusahaan, *Earning Volatility* Dan Kebijakan Deviden Terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan. *Skripsi*. Ekonomi Universitas Tarumanegara.

- Kusumajaya, Dewa Kadek Oka. 2011. Pengaruh Struktur Modal Dan Pertumbuhan Perusahaan Terhadap Profitabilitas Dan Nilai Perusahaan Pada Perusahaan Manufaktur Di Bursa Efek Indonesia. *Tesis*. Magister Manajemen Universitas Udayana Denpasar.
- Lee dan Finerty. 1990. *Corporate Finance Theory, Methods and Applications*. Harcourt BraceJovanovich. USA.
- Margaretha, Farah. 2014. Determinants of Debt Policy in Indonesia's Public Company. *Rev.Integr. Bus. Econ. Res.* Vol 3(2), p. 10-16.
- Myers S. (1984). The Capital Structure Puzzle. *Journal of Finance*. 39;575-592.
- Moh'd, M.A. *et. al.* 1998. The Impact of Ownership Structure On Corporate Debt Policy: A Time-Series Cross-Sectional Analysis. *The Financial Review*, 33. p.85-98.
- Murni, Sri dan Andriana. 2007. Pengaruh Insider Ownership, Instiusional Investor, Dividend payments, dan Firm Growth Terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan (Studi Kasus pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta). *Jurnal Akuntansi dan Bisnis*. Vol. 1. Hlm. 15-24.
- Panjaitan, M. 2011. Faktor-faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang. *Skripsi*. Ekonomi Universitas Sebelas Maret.
- Penman, Stephen H. 2007. *Financial Statement analysis and Security Valuation*. 3rd Edition: McGraw-Hill.
- Pithaloka, Nina Diah. 2009. Pengaruh Faktor-Faktor Intern Perusahaan Terhadap Kebijakan Hutang: Dengan Pendekatan Pecking Order Theory. *Skripsi* Ekonomi Universitas Bandar Lampung.
- Rahmawati, Apriliana Nuzul. 2012. Analisis Faktor Kebijakan Hutang yang Mempengaruhi Nilai Perusahaan Studi Pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI Periode 2006-2010. *Skripsi*. Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro.
- Riyanto, Bambang. 1995. *Dasar-dasar Pembelanjaan Perusahaan*. BPFE: Yogyakarta.
- Rodoni, Ahmad dan Herni Ali. 2014 *Manajemen Keuangan Modern*, Jakarta: Mitra Wacana Media.
- Rosdini, Dini. 2009. Pengaruh *Free Cash Flow* Terhadap Dividend Payout Ratio, *Research Days, Faculty of Economics*. *Skripsi*. Padjajaran University.

- Susanto, Yulius Kurnia. 2011. Pengaruh Faktor-Faktor Intern Perusahaan Terhadap Kebijakan Hutang: Dengan Pendekatan Pecking Order Theory, *Jurnal Bisnis dan Akuntansi* Vol. 13. No. 3. Hlm. 195-210.
- Uyara, Ali Sani dan Askam Tuasikal. 2003. Moderasi Aliran Kas Bebas terhadap Hubungan Rasio Pembayaran Dividen dan Pengeluaran Modal dengan EarningsResponse Coefficients. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*. Vol 6 No. 2. Hal. 86-97.
- Van Horne and Wachowicz. 1997. *Prinsip-prinsip Manajemen Keuangan*. edisi Indonesia. Jakarta: Salemba Empat
- Wahidahwati. 2002. Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Institusional pada Kebijakan Hutang Perusahaan: sebuah Perspektif Theory Agency, *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, Vol.5. No.1. Hlm. 1-16
- Wahyu, Bagus Guntur. 2011. Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Institusional Terhadap Kebijakan Hutang Pada Perusahaan Manufaktur di Indonesia. *Skripsi*. Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro
- Weston and Copeland. 1996. *Manajemen Keuangan*. Jakarta: Erlangga
- Wu, lingling. 2004. The Impact of Ownership Structure on Debt Financing of Japanese Firms With the agency cost of Free Cash Flow. Available on line at www.ssrn.com (Diakses tanggal 10 Februari 2015).
- Yeniatie dan Destriana. 2010. Pengaruh Struktur Modal Dan Pertumbuhan Perusahaan Terhadap Profitabilitas Dan Nilai Perusahaan Pada Perusahaan Manufaktur Di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi* Vol.12, No. 1. Hlm. 1-16.
- Yulianto, Ari Hidayat. 2010. Pengaruh Kepemilikan Institusional, *Free Cash Flow* Dan Kebijakan Dividen Terhadap Kebijakan Utang Perusahaan. *Skripsi*. Ekonomi Universitas Sebelas Maret

LAMPIRAN 1

PEDOMAN DOKUMENTASI

Nama Perusahaan	
Kode Perusahaan	
Sektor Industri	
Tanggal listing	

NO	DATA LAPORAN KEUANGAN	TAHUN 2013
1	Kebijakan Hutang <ul style="list-style-type: none"> • <i>Debt Equity Ratio</i> (DER) <ul style="list-style-type: none"> • Total Hutang Jangka Panjang • Total Ekuitas 	
2	<i>Free Cash Flow</i> <ul style="list-style-type: none"> • FCF <ul style="list-style-type: none"> • Arus Kas Operasi • Arus Kas Investasi 	
3	Pertumbuhan Perusahaan <ul style="list-style-type: none"> • <i>Price Earning Ratio</i> (PER) <ul style="list-style-type: none"> • Harga Penutup Saham per Lembar • Laba Bersih per Saham 	
4	Kebijakan Deviden <ul style="list-style-type: none"> • Dividend Payout Ratio (DPR) <ul style="list-style-type: none"> • <i>Dividend per Share</i> • <i>Earning per Share</i> 	
5	Ukuran Perusahaan <ul style="list-style-type: none"> • Total Aset 	

LAMPIRAN 2**DAFTAR PERUSAHAAN SAMPEL**

**(Perusahaan Industri Manufaktur yang Listed di Bursa Efek Indonesia
Tahun 2013)**

NO.	NAMA PERUSAHAAN	KODE
1	Alumindo Light Metal Industry Tbk.	ALMI
2	Asahimas Flat Glass Tbk.	AMFG
3	Arwana Citramulia Tbk.	ARNA
4	Astra Otoparts Tbk.	AUTO
5	Duta Pertiwi Nusantara Tbk.	DPNS
6	Darya-Varia Laboratoria Tbk.	DVLA
7	Ekadharma International Tbk.	EKAD
8	Goodyear Indonesia Tbk.	GDYR
9	Indopoly Swakarsa Industry Tbk.	IPOL
10	Jembo Cable Company Tbk.	JECC
11	Kimia Farma (Persero) Tbk.	KAEF
12	KMI Wire and Cable Tbk.	KBLI
13	Keramika Indonesia Assosiasi Tbk.	KIAS
14	Kalbe Farma Tbk.	KLBF
15	Lion Metal Works Tbk.	LION
16	Lionmesh Prima Tbk.	LMSH
17	Malindo Feedmill Tbk.	MAIN
18	Martina Berto Tbk.	MBTO
19	Merck Tbk.	MERK
20	Supreme Cable Manufacturing&Commerce Tbk.	SCCO
21	Sekar Laut Tbk.	SKLT

NO.	NAMA PERUSAHAAN	KODE
22	Semen Baturaja e f rsero) Tbk.	SMBR
23	Selamat Sempurna Tbk.	SMSM
24	Mandom Indonesia Tbk.	TCID
25	Surya Toto Indonesia Tbk.	TOTO
26	Trisula International Tbk.	TRIS
27	Trias Sentosa Tbk.	TRST
28	Tempo Scan Pacific Tbk.	TSPC
29	Unggul Indah Cahaya Tbk.	UNIC
30	Wismilak Inti Makmur Tbk.	WIIM

LAMPIRAN 3

PENGUKURAN KEBIJAKAN HUTANG

No.	Kode Perusahaan	Hutang Jangka Panjang (A)	Total Ekuitas (B)	DER (A) / (B)
1	ALMI	267.772.373.122	657.341.556.453	0,41
2	AMFG	304.706.000.000	2.760.727.000.000	0,11
3	ARNA	101.461.711.355	1.624.354.688.981	0,06
4	AUTO	397.612.000.000	9.558.754.000.000	0,04
5	DPNS	16.520.452.726	223.427.964.789	0,07
6	DVLA	59.878.026.000	914.702.952.000	0,07
7	EKAD	7.538.510.774	237.707.561.355	0,03
8	GDYR	20.036.558.550	685.337.568.200	0,03
9	IPOL	367.409.699.400	1.844.655.396.000	0,20
10	JECC	39.578.114.000	147.660.344.000	0,27
11	KAEF	101.461.711.355	1.624.354.688.981	0,06
12	KBLI	90.755.151.929	886.649.700.731	0,10
13	KIAS	83.328.449.578	2.047.100.560.910	0,04
14	KLBF	174.513.285.703	8.499.957.965.575	0,02
15	LION	19.054.879.192	415.784.337.843	0,05
16	LMSH	3.710.535.219	110.468.094.376	0,03
17	MAIN	365.444.048.000	862.483.189.000	0,42
18	MBTO	46.766.782.179	451.318.464.718	0,10
19	MERK	36.909.443.000	512.218.622.000	0,07
20	SCCO	11.058.522.445	707.611.129.154	0,02
21	SKLT	36.627.023.044	139.650.353.636	0,26
22	SMBR	50.828.295.000	2.466.956.754.000	0,02

No.	Kode Perusahaan	Hutang Jangka Panjang (A)	Total Ekuitas (B)	DER (A) / (B)
23	SMSM	171.256.915.653	1.006.799.010.307	0,17
24	TCID	79.641.192.763	1.182.990.689.957	0,07
25	TOTO	214.032.439.472	1.035.650.413.675	0,21
26	TRIS	16.974.678.141	282.306.467.893	0,06
27	TRST	506.168.679.552	1.709.677.140.374	0,30
28	TSPC	197.540.096.162	3.862.951.854.240	0,05
29	UNIC	189.135.067.500	1.772.656.411.000	0,11
30	WIIM	38.645.846.041	781.359.304.525	0,05

LAMPIRAN 4

PENGUKURAN FREE CASH FLOW

No.	Kode Perusahaan	Arus Kas Operasi (A)	Arus Kas Investasi (B)	FCF (A) – (B)
1	ALMI	713.749.446.281	148.703.653.856	565.045.792.425
2	AMFG	551.871.000.000	329.214.000.000	222.657.000.000
3	ARNA	253.783.664.733	172.809.468.261	80.974.196.472
4	AUTO	551.756.000.000	765.309.000.000	-213.553.000.000
5	DPNS	660.730.802	17.645.060.537	-16.984.329.735
6	DVLA	106.931.180.000	53.931.973.000	52.999.207.000
7	EKAD	23.212.236.950	29.475.171.484	-6.262.934.534
8	GDYR	229.912.794.100	128.605.736.800	101.307.057.300
9	IPOL	203.748.313.300	51.544.635.990	152.203.677.310
10	JECC	119.083.783.000	52.169.982.000	66.913.801.000
11	KAEF	253.783.664.733	172.809.468.261	80.974.196.472
12	KBLI	27.123.241.057	25.117.474.434	2.005.766.623
13	KIAS	202.177.490.839	63.578.494.628	138.598.996.211
14	KLBF	927.163.654.212	882.146.088.037	45.017.566.175
15	LION	52.556.704.619	29.204.752.798	23.351.951.821
16	LMSH	13.814.790.256	8.975.089.665	4.839.700.591
17	MAIN	109.333.001.000	352.925.827.000	-243.592.826.000
18	MBTO	2.863.783.370	87.284.641.055	-84.420.857.685
19	MERK	133.099.062.000	13.067.643.000	120.031.419.000
20	SCCO	20.804.645.848	44.591.916.078	-23.787.270.230
21	SKLT	26.893.558.457	31.821.277.181	-4.927.718.724
22	SMBR	298.064.307.000	138.585.110.000	159.479.197.000

No.	Kode Perusahaan	Arus Kas Operasi (A)	Arus Kas Investasi (B)	FCF (A) – (B)
23	SMSM	449.576.533.100	206.919.223.180	242.657.309.920
24	TCID	253.851.906.566	245.211.375.407	8.640.531.159
25	TOTO	320.627.072.830	156.296.552.762	164.330.520.068
26	TRIS	22.942.969.215	29.827.239.776	-6.884.270.561
27	TRST	135.466.939.215	204.866.823.069	-69.399.883.854
28	TSPC	448.669.480.614	182.308.265.278	266.361.215.336
29	UNIC	23.952.482.010	56.334.084.140	-32.381.602.130
30	WIIM	45.910.615.406	88.323.792.562	-42.413.177.156

LAMPIRAN 5

PENGUKURAN PERTUMBUHAN PERUSAHAAN

No.	Kode Perusahaan	Harga Penutup Saham/lembar (A)	Laba Bersih/saham (B)	PER (A) / (B)
1	ALMI	600	84,8	7,08
2	AMFG	7.000	780	8,97
3	ARNA	820	38,63	21,23
4	AUTO	3.650	222	16,44
5	DPNS	470	174,82	2,69
6	DVLA	2.200	149	14,77
7	EKAD	390	56	6,96
8	GDYR	19.000	1340,79	14,17
9	IPOL	107	17,0646	6,27
10	JECC	2.850	151,64	18,79
11	KAEF	590	38,63	15,27
12	KBLI	142	18,35	7,74
13	KIAS	155	4,7	32,98
14	KLBF	1.250	41	30,49
15	LION	12.000	1245	9,64
16	LMSH	8.000	1498	5,34
17	MAIN	3.175	142	22,36
18	MBTO	305	15,11	20,19
19	MERK	189.000	7832	24,13
20	SCCO	4.400	509	8,64
21	SKLT	180	16,56	10,87
22	SMBR	330	37	8,92

No.	Kode Perusahaan	Harga Penutup Saham/lembar (A)	Laba Bersih/saham (B)	PER (A) / (B)
23	SMSM	3.450	214	16,12
24	TCID	11.900	796	14,95
25	TOTO	7.700	478	16,11
26	TRIS	400	32,13	12,45
27	TRST	250	12	20,83
28	TSPC	3.250	141	23,05
29	UNIC	1.910	268,158	0,01
30	WIIM	670	62,93	10,65

LAMPIRAN 6

PENGUKURAN KEBIJAKAN DEVIDEN

No.	Kode Perusahaan	DPS (A)	EPS (B)	DPR (A) / (B)
1	ALMI	19,92	84,80	0,23
2	AMFG	80	780	0,10
3	ARNA	2,77	38,63	0,07
4	AUTO	34,00	222	0,15
5	DPNS	13,74	174,82	0,08
6	DVLA	47	149	0,32
7	EKAD	7,71	56	0,14
8	GDYR	340,47	1340,79	0,25
9	IPOL	4,69	17,0646	0,27
10	JECC	113,24	151,64	0,75
11	KAEF	2,77	38,63	0,07
12	KBLI	5,58	18,35	0,30
13	KIAS	0,24	4,7	0,05
14	KLBF	19,21	41	0,47
15	LION	395,21	1245	0,32
16	LMSH	116,99	1498	0,08
17	MAIN	36	142	0,25
18	MBTO	0,0002	15,11	0,00002
19	MERK	3542,71	7832	0,45
20	SCCO	249,44	509	0,49
21	SKLT	3,00	16,56	0,18
22	SMBR	6,07	37	0,16
23	SMSM	110,13	214	0,51

No.	Kode Perusahaan	DPS (A)	EPS (B)	DPR (A) / (B)
24	TCID	369,74	796	0,46
25	TOTO	197,06	478	0,41
26	TRIS	8,98	32,13	0,28
27	TRST	10,53	12	0,88
28	TSPC	21,63	141	0,153
29	UNIC	46,42	268,158	0,17
30	WIIM	3,60	62,93	0,06

LAMPIRAN 7

PENGUKURAN UKURAN PERUSAHAAN

No.	Kode Perusahaan	Total Aset	Log Natural Total Aset
1	ALMI	2.752.078.229.707	28,64
2	AMFG	3.539.393.000.000	28,89
3	ARNA	2.471.939.548.890	28,54
4	AUTO	12.617.678.000.000	30,17
5	DPNS	256.372.669.050	26,27
6	DVLA	1.190.054.288.000	27,81
7	EKAD	343.601.504.089	26,56
8	GDYR	1.353.566.071.000	27,93
9	IPOL	3.382.550.448.000	28,85
10	JECC	1.239.821.716.000	27,85
11	KAEF	2.471.939.548.890	28,54
12	KBLI	1.337.022.291.951	27,92
13	KIAS	2.270.904.910.518	28,45
14	KLBF	11.315.061.275.026	30,06
15	LION	498.567.897.161	26,94
16	LMSH	141.697.598.705	25,68
17	MAIN	2.214.398.692.000	28,43
18	MBTO	611.769.745.328	27,14
19	MERK	696.946.318.000	27,27
20	SCCO	1.762.032.300.123	28,20
21	SKLT	301.989.488.699	26,43
22	SMBR	2.711.416.335.000	28,63
23	SMSM	1.701.103.245.176	28,16

No.	Kode Perusahaan	Total Aset	Log Natural Total Aset
24	TCID	1.465.952.460.752	28,01
25	TOTO	1.746.177.682.568	28,19
26	TRIS	449.008.821.261	26,83
27	TRST	3.260.919.505.192	28,81
28	TSPC	5.407.957.915.805	29,32
29	UNIC	3.282.130.592.000	28,82
30	WIIM	1.229.011.260.881	27,84

LAMPIRAN 8**HASIL TABULASI PENELITIAN**

No.	Kode	DER	FCF	PER	DPR	SIZE
1	ALMI	0,41	565.045.792.425	7,08	0,23	28,64
2	AMFG	0,11	222.657.000.000	8,97	0,10	28,89
3	ARNA	0,06	80.974.196.472	21,23	0,07	28,54
4	AUTO	0,04	-213.553.000.000	16,44	0,15	28,45
5	DPNS	0,07	-16.984.329.735	2,69	0,08	28,19
6	DVLA	0,07	52.999.207.000	14,77	0,32	28,64
7	EKAD	0,03	-6.262.934.534	6,96	0,14	26,94
8	GDYR	0,03	101.307.057.300	14,17	0,25	25,68
9	IPOL	0,20	152.203.677.310	6,27	0,27	26,27
10	JECC	0,27	66.913.801.000	18,79	0,75	26,56
11	KAEF	0,06	80.974.196.472	15,27	0,07	28,82
12	KBLI	0,10	2.005.766.623	7,74	0,30	28,85
13	KIAS	0,04	138.598.996.211	32,98	0,05	28,81
14	KLBF	0,02	45.017.566.175	30,49	0,47	28,43
15	LION	0,05	23.351.951.821	9,64	0,32	30,17
16	LMSH	0,03	4.839.700.591	5,34	0,08	27,93
17	MAIN	0,42	-243.592.826.000	22,36	0,25	28,16
18	MBTO	0,10	-84.420.857.685	20,19	0,00002	26,83
19	MERK	0,07	120.031.419.000	24,13	0,45	27,85
20	SCCO	0,02	-23.787.270.230	8,64	0,49	27,92
21	SKLT	0,26	-4.927.718.724	10,87	0,18	28,2
22	SMBR	0,02	159.479.197.000	8,92	0,16	26,43
23	SMSM	0,17	242.657.309.920	16,12	0,51	27,84
24	TCID	0,07	8.640.531.159	14,95	0,46	27,81

No.	Kode	DER	FCF	PER	DPR	SIZE
25	TOTO	0,21	164.330.520.068	16,11	0,41	28,54
26	TRIS	0,06	-6.884.270.561	12,45	0,28	30,06
27	TRST	0,30	-69.399.883.854	20,83	0,88	27,27
28	TSPC	0,05	266.361.215.336	23,05	0,153	29,32
29	UNIC	0,11	-32.381.602.130	0,01	0,17	27,14
30	WIIM	0,05	-42.413.177.156	10,65	0,06	28,01

LAMPIRAN 9**HASIL OUTPUT SPSS 21****ANALISIS STATISTIK DESKRIPTIF****Hasil Analisis Deskriptif Kebijakan Hutang, Free Cash Flow, Pertumbuhan Perusahaan, Kebijakan Deviden, dan Ukuran Perusahaan**

Descriptive Statistics					
	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
DER	30	,0200	,4200	,116667	,1127809
FCF	30	-243592826000	565045792425	58459374375,80	150792786768,506
PER	30	2,69	32,98	14,5073	7,48785
DPR	30	,00002	,88000	,2701007	,20899413
Size	30	25,68	30,17	28,0213	1,05935
Valid N (listwise)	30				

HASIL UJI ASUMSI KLASIK

Hasil Uji Normalitas

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

		Unstandardized Residual
N		30
Normal Parameters ^{a,b}	Mean	,0000000
	Std. Deviation	,10280090
	Absolute	,205
Most Extreme Differences	Positive	,205
	Negative	-,124
Kolmogorov-Smirnov Z		1,121
Asymp. Sig. (2-tailed)		,162

a. Test distribution is Normal.

b. Calculated from data.

Hasil Uji Multikolinieritas

Coefficients^a

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics		
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF	
	(Constant)	,175	,566				,309	,760
1	FCF	2,166E-013	,000	,156	,830	,414	,942	1,061
	PER	-,001	,003	-,061	-,307	,761	,854	1,171
	DPR	,209	,100	,395	2,084	,048	,926	1,080
	Size	-,004	,021	-,036	-,183	,856	,844	1,185

a. Dependent Variable: DER

Hasil Uji Heteroskedastisitas

Coefficients^a

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
(Constant)	,215	,391		,550	,587
1 FCF	1,068E-013	,000	,014	,070	,945
PER	,001	,002	,084	,398	,694
DPR	,063	,069	,184	,907	,373
Size	-,006	,014	-,091	-,428	,672

a. Dependent Variable: Abs_res

HASIL UJI HIPOTESIS

Hasil Uji Koefisien Determinasi (Adjusted R²)

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,411 ^a	,169	,036	,1107200

a. Predictors: (Constant), Size, DPR, FCF, PER

Hasil Uji Pengaruh Simultan (Uji F)

ANOVA^a

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	,062	4	,016	1,272	,307 ^b
	Residual	,306	25	,012		
	Total	,369	29			

a. Dependent Variable: DER

b. Predictors: (Constant), Size, DPR, FCF, PER

Hasil Uji Pengaruh Parsial (Uji t)

Coefficients ^a						
Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	
	B	Std. Error	Beta			
1	(Constant)	,175	,566		,309	,760
	FCF	2,166E-013	,000	,156	,830	,414
	PER	-,001	,003	-,061	-,307	,761
	DPR	,209	,100	,395	2,084	,048
	Size	-,004	,021	-,036	-,183	,856

a. Dependent Variable: DER

ANALISIS REGRESI BERGANDA

Hasil Analisis Regresi Berganda

Coefficients ^a						
Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	
	B	Std. Error	Beta			
1	(Constant)	,175	,566		,309	,760
	FCF	2,166E-013	,000	,156	,830	,414
	PER	-,001	,003	-,061	-,307	,761
	DPR	,209	,100	,395	2,084	,048
	Size	-,004	,021	-,036	-,183	,856

a. Dependent Variable: DER