



PENGARUH PERTUMBUHAN PERUSAHAAN, *FREE CASH FLOW*, STRUKTUR ASET, LIKUIDITAS, PROFITABILITAS, DAN RISIKO BISNIS TERHADAP KEBIJAKAN HUTANG

(Studi Empiris pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar Secara Konsisten di BEI)

SKRIPSI

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

Oleh

Ganda Yani Sinaga

7211413103

UNNES

UNIVERSITAS NEGERI SEMARANG

JURUSAN AKUNTANSI

FAKULTAS EKONOMI

UNIVERSITAS NEGERI SEMARANG

2017

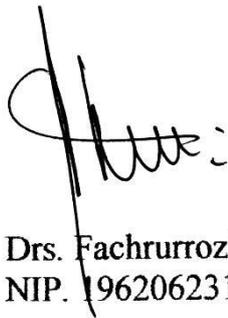
PERSETUJUAN PEMBIMBING

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

Hari : Senin

Tanggal : 4 September 2017

Pembimbing I



Drs. Fachrurrozie, M.Si.
NIP. 196206231989011001

Pembimbing II



Linda Agustina, S.E., M.Si.
NIP. 197708152000122001

Mengetahui,

Ketua Jurusan Akuntansi



Drs. Fachrurrozie, M.Si.
NIP. 196206231989011001

UNNES
UNIVERSITAS NEGERI SEMARANG

PENGESAHAN KELULUSAN

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

Hari : Selasa

Tanggal : 18 September 2017

Penguji I

Drs. Subowo, M.Si
NIP. 195504161984031003

Penguji II

Drs. Fachrurrozie, M.Si.
NIP. 196206231989011001

Penguji III

Linda Agustina, S.E., M.Si.
NIP. 197708152000122001

Mengetahui,
Dekan Fakultas Ekonomi



Wahyono, M.M.
NIP. 195601031983121001

PERNYATAAN

Saya yang bertanda tangan di bawah ini:

Nama : Ganda Yani Sinaga

NIM : 7211413103

Tempat Tanggal Lahir : Panei Tongah, 6 September 1995

Alamat : Jln. Seribudolok No. 261 Panei Tongah,
Kab.Simalungun, Sumatera Utara.

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, 4 September 2017


Ganda Yani Sinaga

UNN
UNIVERSITAS NEGERI SEMARANG

MOTTO DAN PERSEMBAHAN

Motto

“Apapun juga yang kamu perbuat, perbuatlah dengan segenap hatimu seperti untuk Tuhan dan bukan untuk manusia.” (Kolose 3 : 23)

“Dan apa saja yang kamu minta dalam doa dengan penuh kepercayaan, kamu akan menerimanya.” (Matius 21 : 22)

“Learn from yesterday, live for today, and hope for tomorrow” (Albert Einstein)

Persembahan

Skripsi ini kupersembahkan untuk :

1. Tuhan Yesus Kristus,
2. Ayah dan ibuku tercinta
3. Kakak dan abangku terkasih
4. Sahabat-sahabatku tersayang
5. Sepupu, tante dan juga tulang
6. Teman-teman Akuntansi B 2013
7. Teman-teman UKK UNNES
8. Almamaterku, Universitas Negeri Semarang

PRAKATA

Puji syukur kehadirat Tuhan Yang Maha Esa atas berkat dan rahmat-Nya, sehingga skripsi ini dapat terselesaikan dengan baik. Penulis menyusun skripsi dengan judul “Pengaruh Pertumbuhan Perusahaan, *Free Cash Flow*, Struktur Aset, Likuiditas, Profitabilitas dan Resiko Bisnis terhadap Kebijakan Hutang pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2013-2015”. Skripsi ini disusun dalam rangka memenuhi salah satu syarat untuk menyelesaikan program Sarjana (S1) pada Program Sarjana Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Semarang. Penulis menyadari sepenuhnya bahwa dalam penyusunan skripsi ini penulis memperoleh bantuan, saran, bimbingan, dan dukungan dari berbagai pihak. Oleh karena itu, dengan rasa hormat penulis ingin menyampaikan ucapan terimakasih kepada :

1. Prof. Dr. Fathur Rokhman, M.Hum, Rektor Universitas Negeri Semarang.
2. Dr. Wahyono, M.M, Dekan Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Semarang.
3. Drs. Fachrurrozie, M.Si, Ketua Jurusan Akuntansi Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Semarang dan juga sebagai Dosen Pembimbing I yang telah berkenan memberikan, pengarahan, dukungan dan motivasi dalam penyelesaian skripsi ini.
4. Linda Agustina, S.E., M.Si., Dosen Pembimbing II yang telah berkenan memberikan, pengarahan, dukungan dan motivasi dalam penyelesaian skripsi ini.

5. Agung Yulianto, S.Pd.,M.Si., Dosen Wali Akuntansi B 2013 yang telah berkenan memberikan pengarahan dan motivasi dalam menyelesaikan skripsi ini.
6. Seluruh Bapak dan Ibu Dosen Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Semarang yang telah memberikan bimbingan, pengarahan dan bantuan selama penulis menimba ilmu di Universitas Negeri Semarang.
7. Seluruh staf dan karyawan Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Semarang yang telah membantu dalam proses perkuliahan.
8. Orangtua, abang, kakak, dan sahabat-sahabat yang telah memberikan dukungan doa, motivasi, dan juga bantuan sehingga penulis dapat menyelesaikan skripsi ini.
9. Semua pihak yang telah membantu dalam proses penyelesaian skripsi ini.

Semoga Tuhan Yang Maha Esa senantiasa memberi berkat yang berlimpah-limpah. Semoga skripsi ini dapat bermanfaat bagi pihak-pihak yang berkepentingan.

Semarang, September 2017

UNNES
Penulis
UNIVERSITAS NEGERI SEMARANG

SARI

Sinaga, Ganda Yani. 2017. “Pengaruh Pertumbuhan Perusahaan, *Free Cash Flow*, Struktur Aset, Profitabilitas, Likuiditas dan Resiko Bisnis Terhadap Kebijakan Hutang”. Skripsi. Jurusan Akuntansi. Fakultas Ekonomi. Universitas Negeri Semarang. Pembimbing I Drs. Fachrurrozie, M.Si. II. Linda Agustina S.E.,Msi.

Kata Kunci : Pertumbuhan Perusahaan, *Free Cash Flow*, struktur aset, likuiditas, profitabilitas, resiko bisnis dan Kebijakan Hutang

Hutang merupakan salah satu sumber pendanaan eksternal yang paling efisien agar perusahaan tepat sasaran dalam mendanai kegiatan operasionalnya. Selama tahun penelitian perusahaan manufaktur mengalami fluktuasi pada tingkat kebijakan hutang dan beberapa faktor yang mempengaruhinya, diantaranya pertumbuhan perusahaan, *free cash flow*, struktur aset, likuiditas, profitabilitas dan resiko bisnis. Tujuan penelitian ini adalah untuk menganalisis pengaruh variabel pertumbuhan perusahaan, *free cash flow*, struktur aset, likuiditas, profitabilitas, dan resiko bisnis terhadap kebijakan hutang pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

Populasi penelitian adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI. Teknik pengambilan sampel yang digunakan adalah *purposive sampling* yang menghasilkan sampel sebanyak 45 perusahaan Sehingga unit analisis penelitian sebanyak 45 perusahaan dikalikan 3 tahun penelitian yakni 135 unit analisis. Penelitian ini menggunakan data sekunder yang berupa *annual report*. Teknik analisis yang digunakan adalah analisis statistik deskriptif dan analisis regresi berganda.

Hasil penelitian secara parsial menunjukkan bahwa pertumbuhan perusahaan dan risiko bisnis memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan hutang. Struktur aset, likuiditas, dan profitabilitas berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang. Sedangkan, *free cash flow* tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Hasil pengujian secara simultan menunjukkan bahwa pertumbuhan perusahaan, *free cash flow*, struktur aset, likuiditas, profitabilitas, dan risiko bisnis memiliki pengaruh terhadap kebijakan hutang.

Saran yang diajukan yaitu peneliti selanjutnya adalah mencoba pengukuran lain terkait kebijakan hutang, menggunakan variabel lain seperti ukuran perusahaan untuk meningkatkan nilai koefisien determinasi, menggunakan sampel yang berbeda yakni perusahaan sektor lainnya dan juga menambah variabel moderating.

ABSTRACT

Sinaga, Ganda Yani. 2017. *“The Effects of Company Growth, Free Cash Flow, Asset Structure, Liquidity, Profitability, and Business risk to Debt Policy.* Final Project. Accounting Major. Economics Faculty. Semarang State University. Supervisor I Dr. Fachrurrozie, M.Si. II. Linda Agustina

Keywords : Company Growth, Free Cash Flow, Asset Structure, Liquidity, Profitability, Business risk and Debt Policy

Debt is one of the most effective external funding sources which allow the company funding the operational activities appropriately. During the years of study, manufacturing companies experience fluctuations in policy levels and several factors affecting company growth, free cash flow, asset structure, liquidity, profitability and business risk. The purpose of this study is to analyze the influence of company growth, free cash flow, asset structure, liquidity, profitability, and business risk variables to debt policy at manufacturing company listed in Bursa Efek Indonesia.

The population in study is manufacturing companies listed on BEI. The sampling technique that used is purposive sampling which resulted from 45 companies. So the unit of analysis of research is 45 companies multiplied by 3 years of research ie 135 units of analysis. Study used secondary data in the form of the annual report. The analysis technique used is descriptive statistics analyze and multiple regression analyze.

Partial test results of this study showed that growth companies and business risk have positive and significant influence to debt policy. Structure asset, liquidity, and profitability have negative and significant influence to debt policy. While, the free cash flow variable has no effect on debt policy. Simultaneous test results showed that growth companies, *free cash flow*, asset structure, liquidity, profitability, and business risk have effect to debt policy.

The suggestion given for further research is to consider other measurements related debt policy, use the other variables such as firm size to increase the coefficient of determination (R^2), use other samples and add moderating variable.

UNNES
UNIVERSITAS NEGERI SEMARANG

DAFTAR ISI

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.....	xv
DAFTAR GAMBAR	xvi
DAFTAR LAMPIRAN.....	xvii
BAB I PENDAHULUAN	1
1.1 Latar Belakang	1
1.2 Identifikasi Masalah	15
1.3 Cakupan Masalah	16
1.4 Rumusan Masalah	16
1.5 Tujuan Penelitian.....	17
1.6 Manfaat Penelitian	17
1.4.1 Manfaat teoritis	17
1.4.2 Manfaat Praktis	18
1.7 Orisinalitas Penelitian.....	18
BAB II KAJIAN PUSTAKA DAN HIPOTESIS PENELITIAN	20
2.1 Kajian Teori Utama (<i>Grand Theory</i>)	20
2.1.1 Teori Keagenan (Agency Theory)	20

2.1.2 Pecking Order theory	22
2.2 Kajian Variabel Penelitian.....	22
2.2.1 Kebijakan Hutang	22
1. Defenisi Kebijakan Hutang	23
2. Faktor-faktor Kebijakan Hutang	29
2.2.2 Pertumbuhan Perusahaan	35
2.2.3 <i>Free Cash Flow</i>	37
2.2.4 Struktur Aset	40
2.2.5 Likuiditas	41
2.2.6 Profitabilitas	43
2.2.7 Resiko Bisnis	45
2.3 Kajian Penelitian Terdahulu	47
2.4 Kerangka Berpikir	55
2.4.1 Pengaruh Pertumbuhan perusahaan terhadap kebijakan hutang	55
2.4.2 Pengaruh <i>Free Cash Flow</i> terhadap kebijakan hutang	56
2.4.3 Pengaruh Struktur Aset terhadap kebijakan hutang	58
2.4.4 Pengaruh Likuiditas terhadap kebijakan hutang	59
2.4.5 Pengaruh Profitabilitas terhadap kebijakan hutang	61
2.4.6 Pengaruh Resiko Bisnis terhadap kebijakan hutang	62
2.6 Hipotesis Penelitian	64
BAB III METODE PENELITIAN	66
3.1 Jenis dan Desain Penelitian	66
3.2 Populasi dan sampel Penelitian	66
3.2.1 Populasi Penelitian	66
3.2.2 Sampel Penelitian	67
3.2.3 Teknik Pengambilan Sampel	67
3.3 Defenisi Operasional Variabel	69

3.3.1 Kebijakan Hutang	69
3.3.2 Pertumbuhan perusahaan	70
3.3.3 <i>Free Cash Flow</i>	70
3.3.4 Struktur Aset	71
3.3.5 Likuiditas	71
3.3.6 Profitabilitas	72
3.3.7 Resiko Bisnis	72
3.4 Teknik Pengumpulan data	74
3.5 Teknik Analisis data	74
3.5.1 Analisis Data Statistik Deskriptif	74
3.5.2 Analisis Data Statistik Inferensial	75
1. Uji Asumsi Klasik	75
2. Uji Normalitas	76
3. Uji Multikolinearitas	76
4. Uji Autokorelasi	77
5. Uji Heteroskedastisitas	78
3.5.3 Teknik Analisis Regresi Berganda	79
3.5.4 Pengujian Hipotesis	80
1. Uji Statistik F (Uji Signifikansi Simultan	80
2. Uji Pengaruh Langsung (Uji t)	80
3. Koefisien Determinasi Secara Parsial (R^2)	81
BAB IV HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN	82
4.1 Hasil Penelitian.....	82
4.1.1 Deskripsi Objek Penelitian	82
4.1.2 Analisis Statistik Deskriptif	84
4.1.3 Uji Asumsi Klasik.....	89
1. Uji Asumsi Klasik setelah Transformasi Data.....	89

2. Uji Normalitas setelah Transformasi Data.....	90
3. Uji Multikolinearitas setelah Tranformasi Data	91
4. Uji Autokorelasi setelah Transformasi Data.....	93
5. Uji Heteroskedastisitas setelah Transformasi Data.....	94
4.1.4 Analisi Regresi Berganda	95
4.1.5 Uji Hipotesis	98
1. Uji Parsial (Uji t).....	98
2. Uji Pengaruh Simultan (Uji F).....	101
3. Koefisien Determinasi (R^2).....	102
4.2 Pembahasan	104
4.2.1 Pengaruh Pertumbuhan Perusahaan terhadap Kebijakan Hutang	104
4.2.2 Pengaruh <i>Free Cash Flow</i> terhadap Kebijakan Hutang.....	107
4.2.3 Pengaruh Strukrur Aset terhadap Kebijakan Hutang	109
4.2.4 Pengaruh Likuiditas terhadap Kebijakan Hutang	111
4.2.5 Pengaruh Profitabilitas terhadap Kebijakan Hutang	113
4.2.6 Pengaruh Resiko Bisnis terhadap Kebijakan Hutang	115
BAB V PENUTUP.....	118
5.1 Simpulan.....	118
5.2 Saran	120
DAFTAR PUSTAKA	121
LAMPIRAN	126

DAFTAR TABEL

Tabel 1.1 Hasil Trial pada 5 perusahaan	vi
Tabel 2.1 Ringkasan Penelitian Terdahulu	50
Tabel 3.1 Proses Pemilihan Sampel Penelitian	68
Tabel 3.2 Ringkasan Variabel Penelitian dan Defenisi Operasional	73
Tabel 4.1 Hasil Analisis Statistik Deskriptif Kebijakan Hutang	83
Tabel 4.2 Hasil Analisis Kelas Interval Variabel Kebijakan Hutang.....	84
Tabel 4.3 Hasil Analisis Statistik Deskriptif Pertumbuhan Perusahaan ...	85
Tabel 4.4 Hasil Analisis Kelas Interval Pertumbuhan Perusahaan	86
Tabel 4.5 Hasil Analisis Statistik Deskriptif <i>Free Cash Flow</i>	87
Tabel 4.6 Hasil Analisis Kelas Interval <i>Free Cash Flow</i>	88
Tabel 4.7 Hasil Analisis Statistik Deskriptif Struktur Aset	88
Tabel 4.8 Hasil Analisis Kelas Interval Struktur Aset.....	89
Tabel 4.9 Hasil Analisis Statistik Deskriptif Likuiditas	90
Tabel 4.10 Hasil Analisis Kelas Interval Likuiditas	91
Tabel 4.11 Hasil Analisis Statistik Deskriptif Profitabilitas	92
Tabel 4.12 Hasil Analisis Kelas Interval Profitabilitas.....	93

Tabel 4.13 Hasil Analisis Statistik Deskriptif Risiko Bisnis	94
Tabel 4.14 Hasil Analisis Kelas Risiko Bisnis	94
Tabel 4.15 Uji Normalitas setelah Transformasi Data.....	96
Tabel 4.16 Uji Multikolinieritas setelah Transformasi Data.....	98
Tabel 4.17 Ringkasan Hasil Uji Multikolinearitas.....	99
Tabel 4.18 Uji Autokorelasi setelah Transformasi Data.....	99
Tabel 4.19 Uji Heteroskedastisitas setelah Transformasi Data.....	100
Tabel 4.20 Hasil Persamaan Regresi Berganda	101
Tabel 4.21 Hasil Uji Pengaruh Parsial	104
Tabel 4.22 Ringkasan Hasil Pengujian Hipotesis	106
Tabel 4.23 Hasil Uji Pengaruh Simultan	107
Tabel 4.24 Uji Koefisien Determinasi (R^2).....	108

DAFTAR GAMBAR

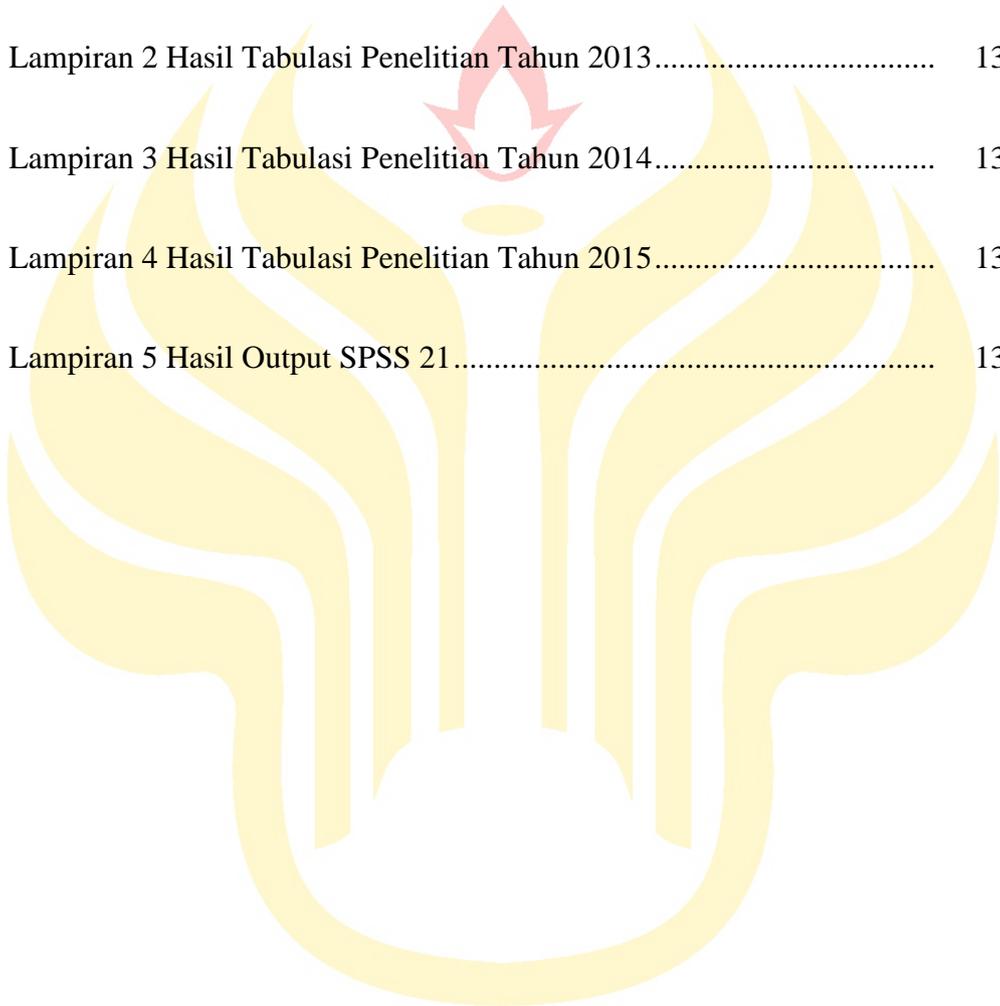
Gambar 2.1 Kerangka Berpikir	64
Gambar 4.1 Uji Statistik <i>P-PLOT of Regression</i> Setelah Transformasi ...	91



UNNES
UNIVERSITAS NEGERI SEMARANG

DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran 1 Sampel Perusahaan yang Terdaftar di BEI tahun 2013-2015	128
Lampiran 2 Hasil Tabulasi Penelitian Tahun 2013.....	130
Lampiran 3 Hasil Tabulasi Penelitian Tahun 2014.....	132
Lampiran 4 Hasil Tabulasi Penelitian Tahun 2015.....	134
Lampiran 5 Hasil Output SPSS 21.....	13



UNNES
UNIVERSITAS NEGERI SEMARANG

BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang

Seiring dengan berkembangnya kemajuan zaman menuntut perusahaan untuk selalu memperkuat fundamental manajemen sehingga diharapkan mampu bersaing dengan perusahaan lainnya dalam mengantisipasi globalisasi. Perusahaan dituntut untuk mengembangkan inovasi, melakukan perbaikan kinerja perusahaan dan terus melakukan perluasan usaha agar dapat terus bertahan dalam persaingan tersebut. Perusahaan yang tidak dapat memperkuat fundamental manajemen perusahaannya dalam mengikuti perkembangan global akan mengalami penurunan pendapatan yang pada akhirnya dapat mengakibatkan mengalami kebangkrutan perusahaan. Jika perusahaan mengalami kebangkrutan, maka perusahaan tersebut tidak dapat memenuhi tujuan perusahaan.

Setiap perusahaan memiliki tujuan untuk memaksimalkan kemakmuran perusahaan. Tujuan utama perusahaan adalah meningkatkan nilai perusahaan melalui peningkatan kemakmuran pemilik atau para pemegang saham (Brigham dan Gapenski, 1996). Perusahaan manufaktur yang mendominasi di Indonesia memiliki tujuan yang sama dengan tujuan perusahaan pada umumnya. Perusahaan manufaktur merupakan perusahaan yang mendominasi di Bursa Efek Indonesia (BEI). 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 ada

telah menciptakan persaingan yang ketat pada setiap masing-masing perusahaan. Perusahaan bersaing dalam meningkatkan laba perusahaan agar nilai perusahaan dapat meningkat dan dapat mewujudkan tujuan perusahaan.

Untuk mewujudkan tujuan perusahaan diperlukan pengelolaan perusahaan yang baik. Perkembangan perusahaan menuju pada tingkatan yang lebih besar mendorong perusahaan untuk menggunakan suatu strategi pengelolaan baru. Pengelolaan perusahaan yang semakin dipisahkan dari kepemilikan perusahaan merupakan salah satu ciri perekonomian modern, dimana para pemilik perusahaan harus berani mengambil keputusan untuk menyerahkan pengelolaan perusahaan kepada tenaga profesional (sering disebut sebagai manajemen atau agen) yang lebih mengerti dalam menjalankan bisnis (Harjito, 2006 dalam Setyawati, 2014).

Menurut Jensen dan Meckling (1976) pemberian kepercayaan oleh pemilik perusahaan kepada manajer dianggap sebagai bentuk pemisahan fungsi *decision making*. Bentuk pemisahan fungsi ini akan menimbulkan konflik-konflik antara pemilik perusahaan sebagai *prinsipal* dan manajer selaku *agent*. Pemegang saham sebagai pemilik perusahaan merupakan pihak yang menyediakan dana dan fasilitas operasional perusahaan. Sedangkan manajer merupakan pihak yang mengelola dana dan fasilitas yang disediakan oleh *prinsipal* dengan kemampuan profesionalnya. Dengan adanya perbedaan posisi tersebut, jelas akan mendatangkan bentuk kepentingan-kepentingan yang bertolak belakang diantara kedua belah pihak.

Jensen dan Meckling (1976) menyatakan bahwa pemegang saham mempunyai kepentingan untuk mengamankan dana yang diinvestasikan serta

mendapatkan keuntungan dari dana yang diinvestasikan tersebut, sedangkan manajer sebagai pihak *agent* berkepentingan terhadap gaji dan bentuk-bentuk kompensasi yang lain sebagai imbalan terhadap pengelolaan perusahaan yang dilakukannya. Menurut Adam Smith dalam Jensen dan Meckling (1976) pada kenyataannya, manajer akan lebih mengutamakan kepentingan untuk mencapai tingkatan gaji dan kompensasi yang tinggi dibanding berusaha untuk memaksimalkan kemakmuran pemilik perusahaan. Salah satu tindakan manajer adalah membebankan biaya-biaya untuk kepentingan manajer di luar usaha untuk memaksimalkan kemakmuran pemilik terhadap perusahaan sehingga akan membawa dampak penurunan deviden yang akan diperoleh perusahaan. Kondisi ini merupakan bentuk adanya *agency conflict*.

Penyebab lain terjadinya konflik antara manajer dengan pemegang saham adalah keputusan pendanaan. Manajer harus mempertimbangkan keputusan pendanaannya dengan teliti dan cermat. Pertimbangan diperlukan karena masing-masing sumber pendanaan mempunyai konsekuensi yang berbeda-beda. Manajer harus meneliti sifat, biaya dan sumber dana yang nantinya akan digunakan. Salah satu sumber pendanaan yang sering digunakan adalah kebijakan hutang. Apabila keputusan yang dibuat oleh manajer hanya menguntungkan pihaknya saja, maka akan terjadi konflik antara manajer (*manager*) dan pemegang saham (*stockholder*) yang sering disebut dengan konflik keagenan (*agency conflict*).

Konflik keagenan dapat dikurangi dengan pengawasan untuk mensejajarkan kepentingan pihak terkait. Adanya pengawasan ini akan menimbulkan terjadinya *agency cost*. Menurut Bringham *et al.* (1990) *agency cost*

adalah biaya yang meliputi semua biaya untuk memonitoring tindakan manajer, mencegah tingkah laku manajer yang tidak dihendaki, dan *opportunity cost* akibat pembatasan yang dilakukan pemegang saham terhadap tindakan manajer. Biaya keagenan (*agency cost*) adalah biaya yang terkait dengan manajemen pengawasan guna memastikan bahwa manajer berperilaku dengan cara yang konsisten dengan perjanjian kontrak perusahaan dengan pemegang saham dan kresitur (Van Home dan Wachowics, 2013 dalam Ariyanto 2014).

Beberapa cara yang dapat dilakukan untuk mengurangi biaya keagenan (*agency cost*) di dalam teori keagenan menurut Crutchley dan Hansen (1986) dalam Kurniati (2007) yaitu:

1. Meningkatkan tingkat kepemilikan saham perusahaan oleh pihak manajemen

Dengan cara meningkatkan kepemilikan saham perusahaan oleh manajemen, akan mendorong para manajer lebih berhati-hati dalam mengambil keputusan, karena manajer akan ikut bertanggung jawab atas resiko yang akan terjadi akibat keputusan tersebut. Dengan demikian, manajer akan bekerja keras untuk menciptakan kinerja yang lebih baik, sehingga dapat menurunkan *agency cost* (Jensen dan Meckling, 1976).

2. *Institutional investor* sebagai *monitoring agent*

Adanya kepemilikan saham oleh institusi lain akan mendorong terjadinya peningkatan pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja manajer (Moh'd et all, 1998 dalam Setyawati,2014). Kepemilikan saham oleh institusi ini mewakili *source of power* yang dapat digunakan sebagai pendukung atau penentang terhadap tindakan-tindakan manajemen.

3. Meningkatkan *dividend payout ratio*

Tingginya atau meningkatnya *dividend payout ratio* maka akan menyebabkan *free cash flow* yang tersedia dalam perusahaan semakin kecil (Crutchley dan Hansen, 1989 dalam Setyawati, 2014). Kondisi ini akan memaksa pihak manajer sebagai pihak yang mengelola perusahaan untuk mencari dan menggunakan sumber pendanaan dari pihak luar perusahaan untuk membiayai operasional perusahaan. Penambahan dana dari pihak penyedia dana akan menyebabkan kinerja manajemen dimonitor oleh pihak penyedia dana.

4. Meningkatkan pendanaan dengan hutang

Peningkatan pendanaan perusahaan dengan hutang dapat digunakan untuk mengurangi atau mengontrol konflik keagenan. Menurut Jensen (1986), hutang mengakibatkan perusahaan mempunyai kewajiban untuk mengembalikan pinjaman dan membayar beban bunga secara periodik.

Upaya perusahaan dalam mengurangi *agency cost* biasanya menggunakan dana yang berasal dari hutang. Peningkatan hutang dapat mengurangi masalah keagenan karena dua alasan. Pertama, dengan meningkatnya hutang maka akan semakin kecil porsi saham yang harus dijual perusahaan. Semakin kecil nilai saham yang beredar maka semakin kecil masalah keagenan yang timbul antara manajer dan pemegang saham. Kedua, dengan semakin besar hutang perusahaan maka semakin kecil dana menganggur yang dapat dipakai manajer untuk pengeluaran-pengeluaran yang kurang perlu. Semakin besar hutang maka perusahaan harus mencadangkan lebih banyak kas untuk membayar bunga dari

hutang tersebut dan juga untuk mengangsur pokok hutang (Arifin, 2005 dalam Wiliandri, 2011).

Hutang adalah instrumen yang sangat sensitif terhadap perubahan nilai perusahaan, yang ditentukan oleh struktur modal (Mogdiliani dan Miller, 1963). Semakin tinggi proporsi hutang maka semakin tinggi harga saham, namun pada titik tertentu peningkatan hutang akan menurunkan nilai perusahaan karena manfaat yang diperoleh dari penggunaan hutang lebih kecil daripada biaya yang ditimbulkan. Sebaliknya apabila perusahaan menggunakan hutang yang kecil atau tidak sama sekali, perusahaan dinilai tidak dapat memanfaatkan tambahan modal eksternal yang dapat meningkatkan operasional perusahaan. Besarnya nilai perusahaan tidak terlepas dari beberapa kebijakan yang diambil perusahaan. Menurut Mulianti (2010) salah satu kebijakan yang sangat sensitif terhadap nilai perusahaan adalah kebijakan hutang. Kebijakan hutang adalah penentuan berapa besarnya hutang yang akan digunakan perusahaan dalam mendanai aktivitasnya yang ditunjukkan oleh rasio hutang (*debt ratio*) yaitu rasio antara total hutang dengan total aktiva. Penggunaan utang yang tinggi dapat meminimalisir biaya agensi yang timbul dari konflik antara pemegang saham dan agen. Semakin tinggi utang perusahaan akan semakin mencerminkan laba yang berkualitas (Risdayat & Subowo, 2015).

Rasio total hutang (*total debt*) terhadap total aktiva (*total asset*) adalah rasio untuk mengukur persentase dana yang disediakan oleh kreditur. Kreditur lebih menyukai rasio hutang yang rendah karena semakin rendah rasio hutang semakin kecil potensi kerugian yang ditanggung kreditur jika terjadi likuidasi.

Sebaliknya pemegang saham menginginkan lebih banyak hutang karena hutang memperbesar laba yang diharapkan (Ekawati, 2010 dalam Kusriani, 2012). Bagi pemberi pinjaman, semakin tinggi rasio ini, maka besar resiko bagi mereka. Rasio hutang yang terlalu tinggi, maka akan memberikan hasil pengembalian yang sangat tinggi. Jika perusahaan gagal, pemilik akan mengalami kerugian yang kecil karena investasinya yang sangat rendah (Weston, 2000)

Dalam menentukan kebijakan hutang, salah satu hal yang dipertimbangkan adalah pertumbuhan perusahaan. Pertumbuhan perusahaan merupakan kemampuan perusahaan untuk meningkatkan ukuran perusahaan. Setiap perusahaan pasti akan mengembangkan perusahaannya sehingga mengalami pertumbuhan. Pertumbuhan setiap perusahaan pasti akan berbeda-beda. Brigham dan Gapenski (1996) menyatakan bahwa perusahaan yang memiliki tingkat pertumbuhan yang tinggi cenderung membutuhkan dana dari sumber eksternal yang lebih besar. Untuk itu perusahaan menggunakan berbagai cara untuk memenuhi kebutuhan-kebutuhan dana tersebut termasuk menggunakan hutang.

Selain pertumbuhan perusahaan, *free cash flow* juga merupakan hal penting yang berkaitan dengan kebijakan hutang. *Free cash flow* adalah kelebihan kas yang tersedia dari operasi perusahaan untuk didistribusikan pada pemilik perusahaan dan kreditur. Perusahaan mengalami konflik kepentingan antara manajemen dan investor tidak dapat dilepaskan dari *free cash flow* yang ada di perusahaan. Konflik kepentingan ini dapat diminimalisasi dengan adanya kebijakan utang. Dengan adanya hutang dapat digunakan untuk mengendalikan penggunaan *free cash flow* yang berlebihan oleh manajer sehingga dapat

menghindari investasi yang sia-sia karena ketika hutang meningkat maka manajer harus menyisihkan dana yang lebih besar untuk membayar bunga dan pinjaman pokok secara periodik, sehingga dana yang tersisa menjadi kecil.

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*.

Hal lain yang menyangkut dengan kebijakan hutang yaitu struktur aset. Struktur aset adalah penentuan berapa besar alokasi untuk masing-masing komponen aktiva, baik dalam aktiva lancar maupun dalam aktiva tetap. 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 (Mamduh,2004).

Kebijakan hutang yang akan diambil juga berkaitan dengan kemampuan perusahaan dalam mengembalikan hutangnya. Kemampuan perusahaan dapat meningkatkan kepercayaan para kreditur untuk meminjamkan dana kepada perusahaan. Kemampuan perusahaan tersebut, sering diukur dengan *current ratio*(CR) yaitu perbandingan aktiva lancar dengan hutang lancarnya yang biasa disebut dengan likuiditas (*liquidity*) perusahaan. Perusahaan yang memiliki

current ratio tinggi berarti memiliki aktiva lancar yang cukup untuk mengembalikan hutang lancarnya sehingga memberikan peluang untuk mendapatkan kemudahan dalam memperoleh hutang dari investor (Ozkan, 2001).

Kemampuan perusahaan dalam menghasilkan keuntungan (profitabilitas) merupakan satu faktor yang berkaitan dengan pengembalian hutang perusahaan. Salah satu kemampuan perusahaan dalam mengembalikan hutangnya dapat dilihat para kreditur dari kemampuannya menghasilkan keuntungan (profitabilitas). Profitabilitas merupakan kemampuan perusahaan untuk mendapatkan laba dalam suatu periode tertentu dan merupakan faktor yang dipertimbangkan dalam menentukan struktur modal perusahaan. Hal ini dikarenakan perusahaan yang memiliki profitabilitas tinggi cenderung menggunakan hutang yang relatif kecil karena laba ditahan yang tinggi sudah memadai untuk membiayai sebagian besar kebutuhan pendanaan. Rasio profitabilitas berguna dalam menilai keefektifan dari operasi perusahaan (Brigham dan Houston, 2009).

Risiko bisnis juga menentukan keputusan tentang kebijakan hutang yang akan diambil perusahaan. Risiko bisnis ini berkaitan dengan ketidakpastian dalam pendapatan yang diperoleh perusahaan (Iman, 2007). Perusahaan yang menghadapi risiko bisnis tinggi sebagai akibat dari kegiatan operasinya, akan menghindari untuk menggunakan hutang yang tinggi dalam mendanai aktivitya. Hal ini karena perusahaan tidak akan meningkatkan risiko yang berkaitan dengan kesulitan dalam pengembalian hutangnya (Mamduh, 2004).

Berikut ini dilakukan trial terhadap 5 perusahaan dari variabel kebijakan hutang (DER), pertumbuhan perusahaan (GROWTH), *free cash flow* (FCF),

struktur aset (AST), likuiditas (CR), profitabilitas (PROF) dan risiko bisnis (BRISK) pada perusahaan manufaktur yang terdaftar secara konsisten di BEI tahun 2013-2015 dapat dilihat pada Tabel 1.1 sebagai berikut :

Tabel 1.1 Hasil Trial pada 5 perusahaan rata-rata Kebijakan Hutang (DER), Pertumbuhan Perusahaan (GROWTH), Free Cash Flow (FCF), Struktur Aset (AST), Likuiditas (CR), Profitabilitas (PROF), dan Risiko Bisnis (BRISK) pada Perusahaan Manufaktur di BEI tahun 2013-2015

NO.	VARIABEL	TAHUN		
		2013	2014	2015
1	DER	0,59	0,75	0,62
2	GROWTH	1,30	1,12	1,09
3	FCF	4.550.100.758.807	4.271.279.589.570	2.286.933.340.529
4	AST	0,38	0,32	0,31
5	CR	4,31	4,32	4,52
6	ROA	0,14	0,131366747,31	0,11
7	BRISK	1.069.015,17	962.944,136	1.366.747,31

Sumber : Laporan Keuangan 2013, 2014, 2015

Tabel 1.1 menunjukkan rata-rata DER perusahaan manufaktur tahun 2013 sampai tahun 2015 mengalami fluktuasi. Pada tahun 2013 rata-rata DER perusahaan manufaktur mencapai angka 0,59 kemudian pada tahun 2014 mengalami peningkatan menjadi 0,75. Fenomena data tersebut menunjukkan bahwa dalam kurun waktu tahun 2013 menuju tahun 2014 terjadi masalah pada perusahaan sehingga mengakibatkan terjadi penambahan hutang pada periode tahun tersebut. Namun demikian pada pergerakan tingkat hutang dari tahun 2014 menuju tahun 2015 kembali terjadi perbaikan perekonomian dengan menurunnya tingkat hutang perusahaan.

Tingkat pertumbuhan perusahaan yang diproksikan dengan GROWTH pada perusahaan manufaktur di tabel 1.1 mengalami fluktuasi dari tahun 2013-

2015. Bringham dan Gapenski (1996) menyatakan bahwa perusahaan yang memiliki tingkat pertumbuhan yang tinggi cenderung membutuhkan dana dari sumber ekstern yang lebih besar. Sehingga semakin besar pertumbuhan perusahaan maka hutang juga akan semakin bertambah dan begitu sebaliknya. Teori ini tidak sesuai dengan fenomena data yang ada. Hal ini dapat ditunjukkan pada data tahun 2013 ke tahun 2014 terjadi penurunan GROWTH dari 1,30 menjadi 1,12 sedangkan DER mengalami kenaikan yakni dari 0,59 menjadi 0,75.

Pada tabel 1.1 juga dapat dilihat bahwa rata-rata tingkat *free cash flow* mengalami fluktuasi. Menurut Indahningrum dan Handayani (2009) perusahaan dengan *free cash flow* besar yang mempunyai level hutang yang tinggi akan menurunkan *agency cost free cash flow*. Disisi lain, perusahaan dengan tingkat *free cash flow* rendah akan mempunyai level hutang yang rendah sebab mereka tidak harus mengandalkan hutang sebagai mekanisme untuk menurunkan *agency cost free cash flow*. Data dalam tabel 1.1 ditemukan fenomena pada tahun 2015 bahwa rata-rata DER berfluktuasi berlawanan arah dengan tingkat *free cash flow* yang ada.

Perusahaan yang memiliki struktur aset dengan porsi aset tetap yang tinggi lebih mudah dalam melakukan pinjaman terhadap pihak eksternal karena dinilai memiliki *securable asset* (aset jaminan) yang lebih baik. Semakin besar struktur aset yang dimiliki oleh suatu perusahaan maka semakin besar hutang yang dapat dipeoleh. Teori ini tidak sesuai dengan fenomena yang ada. Pada tahun 2014 AST mengalami penurunan yakni dari 0,38 menjadi 0,32 sedangkan DER mengalami kenaikan dari 0,59 menjadi 0,75.

Menurut Ozkan (2001) bahwa perusahaan yang memiliki *current ratio* tinggi berarti memiliki aktiva lancar yang cukup untuk mengembalikan hutang lancarnya. Pada Tabel 1.1 dapat dilihat bahwa likuiditas tahun 2015 mengalami peningkatan yakni dari 1,82 menjadi 2,09 namun DER mengalami kenaikan dari 0,59 menjadi 0,75. Fenomena tersebut tidak sesuai dengan teori diatas.

Menurut Ismiyanti dan hanafi (2013) pada tingkat profitabilitas yang rendah, perusahaan menggunakan hutang untuk membiayai operasional, sebaliknya pada tingkat profitabilitas yang tinggi, perusahaan mengurangi penggunaan hutang. Pada Tabel 1.1 dapat dilihat bahwa tahun 2014 menuju 2015 ada perubahan jumlah profitabilitas yakni 0,13 menjadi 0,11. Namun DER mengalami penurunan yakni dari 0,75 menjadi 0,62. Hal ini tidak sesuai dengan teori yang ada.

Semakin besar risiko yang dihadapi oleh suatu perusahaan makaperusahaan akan memiliki hutang yang kecil. Hal ini berkaitan dengan kesulitan dalam pengembalian akan hutang tersebut karena adanya ketidakpastian (*volatilitas*) keuntungan yang diterima oleh perusahaan. Pada tabel 1.1 menunjukkan bahwa pada tahun 2014 BRISK mengalami kenaikan namun diikuti dengan kenaikan DER. Hal ini tidak sesuai dengan teori diatas.

Penelitian-penelitian tentang pengaruh pertumbuhan perusahaan, *free cash flow*, struktur aset, likuiditas, profitabilitas, dan risiko bisnis terhadap kebijakan hutang masih memberikan hasil yang belum konsisten. Penulurusan riset-riset sebelumnya yang mengkaji tentang pengaruh pertumbuhan perusahaan terhadap kebijakan hutang, masih menghasilkan temuan yang tidak konsisten. Penelitian

Oktaviani (2016); Milanto (2012); Susanti dan Sekar (2014); Yeniati dan Destriana (2010) menunjukkan hasil yang seragam dimana pertumbuhan perusahaan berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Namun penelitian yang dilakukan oleh Aryanto (2016) ; Steven dan Lina (2011) ; Natasia dan Wahidahwati (2015) pertumbuhan perusahaan tidak memiliki pengaruh terhadap kebijakan hutang.

Penelitian mengenai pengaruh *free cash flow* terhadap kebijakan hutang juga menunjukkan hasil yang tidak konsisten. Penelitian Aryanto (2016) ; Natasia dan Wahidahwati (2015) ; Christine *et. all* (2011) menunjukkan hasil bahwa *free cash flow* berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Namun penelitian Trisnawati (2016) menunjukkan tidak ada pengaruh *free cash flow* terhadap kebijakan hutang.

Research gap juga terlihat pada pengaruh struktur aset terhadap kebijakan hutang. Hal ini ditunjukkan dengan adanya hasil yang tidak konsisten. Penelitian Natasia dan Wahidahwati (2015); Susanti dan Sekar (2014) ; Christine *et. all* (2011) menunjukkan bahwa struktur aset memberikan pengaruh positif terhadap kebijakan hutang. Namun penelitian Prihandini (2014) menunjukkan bahwa struktur aset berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang.

Ketidakkonsistenan hasil juga terdapat pada pengaruh antara likuiditas dengan kebijakan hutang. Penelitian yang dilakukan oleh Mulianti (2010) menunjukkan pengaruh positif dan tidak signifikan antara likuiditas dengan tingkat hutang. Sedangkan Natasia dan Wahidahwati (2015) (2015) menunjukkan likuiditas memiliki pengaruh negatif terhadap kebijakan hutang. Sedangkan

Kusrini (2012) menunjukkan bahwa likuiditas berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang.

Pengaruh profitabilitas terhadap kebijakan hutang didapatkan juga hasil yang tidak konsisten. Penelitian yang dilakukan oleh Yeniatie dan Destriana (2010), Kusumaningrum dan Wisnu (2011) menunjukkan hasil profitabilitas berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang, Kartika (2009) menunjukkan hasil profitabilitas berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang. Penelitian yang dilakukan oleh Kusrini (2012) menunjukkan hasil bahwa profitabilitas berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap kebijakan hutang.

Penelitian risiko bisnis terhadap kebijakan hutang juga menunjukkan hasil yang tidak konsisten. Penelitian yang dilakukan oleh Susanti dan Sekar (2016) ; Yeniatie dan Destriana (2010) menunjukkan hasil bahwa risiko bisnis tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Sedangkan penelitian yang dilakukan oleh Kusrini (2012) dan Mulianti (2010) menyimpulkan bahwa risiko bisnis berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang.

Berdasarkan fenomena yang terjadi dan hasil penelitian terdahulu tersebut di atas terdapat perbedaan hasil antara peneliti satu dengan yang lain. Penelitian mengenai pertumbuhan perusahaan, *free cash flow*, struktur aset, likuiditas, profitabilitas, dan risiko bisnis 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 Pertumbuhan Perusahaan, *Free Cash Flow*, Struktur Aset, Likuiditas, Profitabilitas, dan Risiko Bisnis Terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan (Studi Empiris Pada Perusahaan Manufaktur yang terdaftar secara konsisten di BEI selama periode 2013 – 2015)

1.2 Identifikasi Masalah

Berdasarkan latar belakang masalah yang telah diuraikan di atas, maka dapat diidentifikasi permasalahan pada penelitian ini yaitu mengenai kebijakan hutang perusahaan. Kebijakan hutang (DER) yang tinggi sebagai indikator dalam menilai kebijakan hutang perusahaan berdampak pada meningkatnya risiko yang dihadapi perusahaan. Pengambilan kebijakan hutang dalam perusahaan dipengaruhi oleh beberapa faktor, sebagai berikut :

1. Tinggi rendahnya kepemilikan institusional dalam perusahaan.
2. Tinggi rendahnya kepemilikan manajerial dalam perusahaan.
3. Tinggi rendahnya struktur aset dalam perusahaan.
4. Tinggi rendahnya kebijakan dividen dalam perusahaan.
5. Tinggi rendahnya tingkat profitabilitas dalam perusahaan.
6. Tinggi rendahnya *free cash flow* dalam perusahaan.
7. Tinggi rendahnya tingkat pertumbuhan perusahaan dalam perusahaan.
8. Tinggi rendahnya tingkat pertumbuhan penjualan dalam perusahaan.
9. Tinggi rendahnya risiko bisnis yang dihadapi perusahaan.
10. Tinggi rendahnya pajak yang dibayarkan perusahaan.
11. Adanya ketidaksempurnaan pasar modal.

12. Besar kecil ukuran perusahaan.
13. Tinggi rendahnya set peluang investasi dalam perusahaan.
14. Tinggi rendahnya *non-debt tax shield* (NDTS) dalam perusahaan.
15. Tinggi rendahnya tingkat likuiditas dalam perusahaan.

1.3 Cakupan Masalah

Agar penelitian ini dapat dilakukan lebih fokus dan mendalam maka penulis memandang permasalahan yang diangkat perlu dibatasi variabelnya. Oleh sebab itu, penulis melakukan penelitian hanya mencakup “Pertumbuhan perusahaan, Free Cash Flow, Struktur Aset, Likuiditas, Profitabilitas, dan Risiko Bisnis terhadap Kebijakan Hutang pada Perusahaan Manufaktur tahun 2013-2015”. Kebijakan Hutang dipilih karena hutang merupakan salah satu sumber pendanaan bagi perusahaan yang akan membawa kemajuan bagi perusahaan.

1.4 Rumusan Masalah

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

1. Apakah pertumbuhan perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan hutang?
2. Apakah *free cash flow* berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan hutang?
3. Apakah struktur aset berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan hutang?
4. Apakah likuiditas berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang?

5. Apakah profitabilitas berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang?
6. Apakah risiko bisnis berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang?

1.5 Tujuan Penelitian

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

1. Untuk menganalisis pengaruh pertumbuhan perusahaan terhadap kebijakan hutang.
2. Untuk menganalisis pengaruh *free cash flow* terhadap kebijakan hutang.
3. Untuk menganalisis pengaruh struktur aset terhadap kebijakan hutang.
4. Untuk menganalisis pengaruh likuiditas terhadap kebijakan hutang.
5. Untuk menganalisis pengaruh profitabilitas terhadap kebijakan hutang.
6. Untuk menganalisis pengaruh risiko bisnis terhadap kebijakan hutang.

1.6 Manfaat Penelitian

1.6.1 Manfaat Teoritis

Penelitian ini diharapkan dapat memberikan penjelasan dalam memverifikasi tentang *agency theory* dan *pecking order theory* dalam studi tentang pengaruh pertumbuhan perusahaan, *free cash flow*, struktur aset, likuiditas, profitabilitas, resiko bisnis 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, pertumbuhan perusahaan,

free cash flow, struktur aset, likuiditas, profitabilitas, dan resiko bisnis pada masa yang akan datang.

1.6.2 Manfaat Praktis

Adapun manfaat praktis dari penelitian ini antara lain :

1. Bagi Perusahaan

Bagi pihak perusahaan dapat memberikan pertimbangan dalam merumuskan kebijakan hutang dan dalam mengelola hutang mereka sehingga dapat meningkatkan nilai perusahaan.

2. Bagi Investor

Sebagai dasar pertimbangan melakukan keputusan bisnis agar tidak hanya melihat modal yang dimiliki oleh perusahaan namun dilihat lebih lanjut bagaimana kebijakan hutang yang akan diambil oleh perusahaan tersebut apakah menguntungkan parapemegang saham atau justru membahayakan kondisi perusahaan dengan kebijakan hutang yang terlalu tinggi.

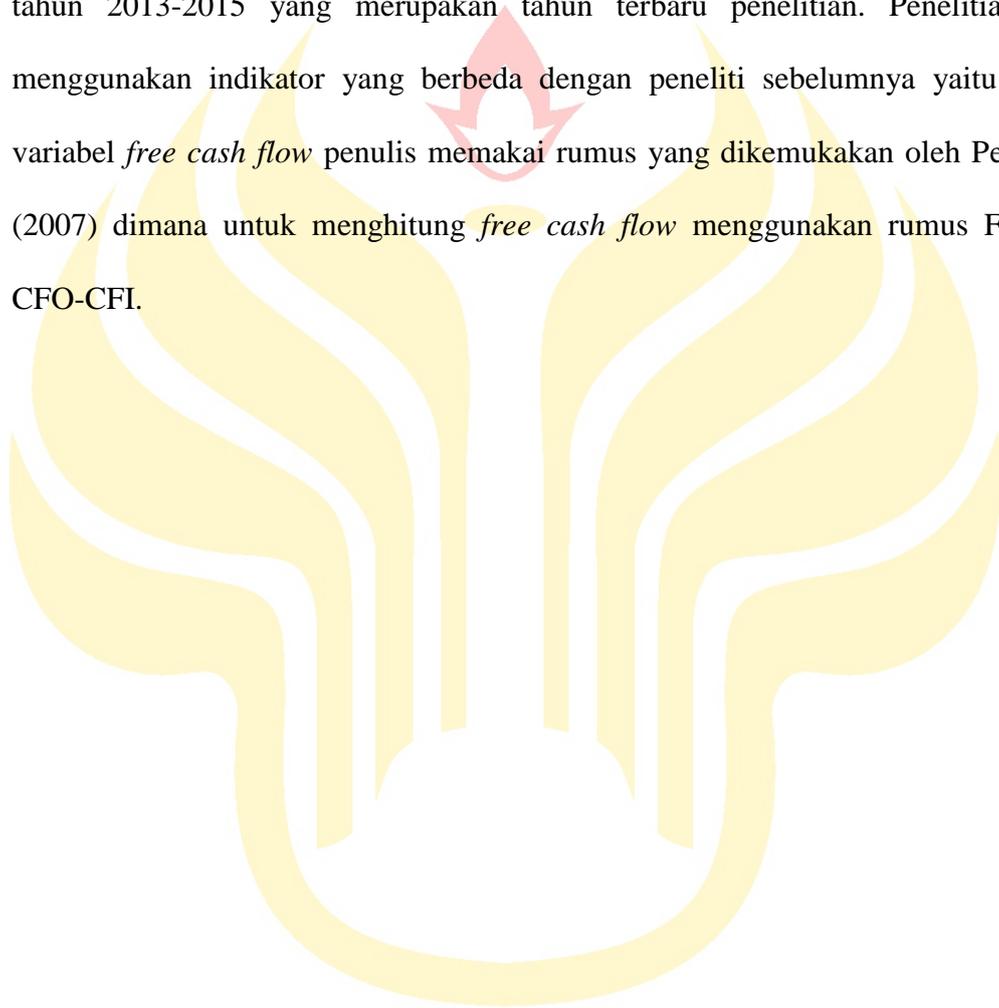
3. Bagi kreditur

Bagi pihak kreditur memberikan pertimbangan dalam menilai kinerja perusahaan dalam mengembalikan kewajibannya sehingga dapat membantu pengambilan keputusan untuk memberikan pinjaman pada perusahaan.

1.7 Orisinalitas Penelitian

Perbedaan penelitian ini dengan peneliti sebelumnya yaitu peneliti ini merujuk pada saran peneliti terdahulu yakni menambahkan variabel lain yang juga mempengaruhi kebijakan hutang seperti resiko bisnis dan likuiditas. Penelitian ini menggunakan objek penelitian yakni perusahaan manufaktur yang terdaftar di

Bursa Efek Indonesia tahun 2013-2015. Penelitian Perbedaan objek pada penelitian ini dengan peneliti sebelumnya terletak pada tahun penelitian, yaitu tahun 2013-2015 yang merupakan tahun terbaru penelitian. Penelitian ini menggunakan indikator yang berbeda dengan peneliti sebelumnya yaitu pada variabel *free cash flow* penulis memakai rumus yang dikemukakan oleh Penman (2007) dimana untuk menghitung *free cash flow* menggunakan rumus $FCF = CFO - CFI$.



UNNES

UNIVERSITAS NEGERI SEMARANG

BAB II

KAJIAN PUSTAKA DAN HIPOTESIS PENELITIAN

2.1 Kajian Teori Utama (*Grand Theory*)

2.1.1 Teori Keagenan (*Agency Theory*)

Agency Theory mulai berkembang berawal dari adanya penelitian oleh Jensen dan Meckling (1976) yang mengacu pada pemenuhan tujuan utama dari manajemen keuangan yaitu memaksimalkan kekayaan pemegang saham. Pemegang saham sebagai pemilik perusahaan disebut *principal*. Maksimalisasi kekayaan *principal* akan diserahkan kepada pihak-pihak yang dianggap profesional untuk mengelola perusahaan. Pihak profesional tersebut dalam perusahaan disebut sebagai manajemen, yang dalam teori keagenan disebut sebagai *agent*.

Menurut Scott (1997:305) konsep *Agency theory* adalah hubungan atau kontrak antara *principal* dan *agent*, dimana *principal* adalah pihak yang memperkerjakan *agent* agar melakukan tugas untuk kepentingan *principal*, sedangkan *agent* adalah pihak yang menjalankan kepentingan *principal*. Dari konsep tersebut dapat disimpulkan bahwa *agency theory* merupakan hubungan antara *principal* yaitu para pemegang saham dengan *agent* yaitu manajer dan dalam hubungan tersebut terdapat suatu kontrak dimana manajer diberi tanggung jawab atau tugas untuk mengelola suatu perusahaan dengan tujuan untuk memenuhi kepentingan para pemegang saham. Adanya pemisahan fungsi

pengelolaan dan fungsi kepemilikan tersebut dapat menimbulkan suatu konflik yang disebut dengan konflik agensi (*agency conflict*). Menurut Jensen dan Meckling (1976) *agency conflict* akan terjadi jika proporsi kepemilikan manajemen atas saham perusahaan kurang dari 100%. Kondisi ini akan menimbulkan kecenderungan manajemen untuk bertindak mementingkan kepentingan sendiri dan tidak berdasarkan maksimalisasi kemakmuran *principal* lagi.

Menurut Jensen (1986), *agency problem* timbul karena orang cenderung untuk mementingkan dirinya sendiri dan konflik akan timbul ketika beberapa kepentingan yang berbeda bertemu dalam aktivitas bersama. Di perusahaan besar, konflik keagenan antara pemegang saham dengan manajer bisa terjadi dalam menentukan keputusan pendanaan. Dalam keputusan pendanaan, pemegang saham lebih menginginkan pendanaan perusahaan dengan hutang dibandingkan dengan menerbitkan saham baru, karena dengan diterbitkannya saham baru akan mengurangi hak suara mereka terhadap perusahaan. Sebaliknya, manajer tidak menginginkan pendanaan dengan hutang, karena hutang mengandung risiko yang tinggi.

Untuk mengurangi konflik keagenan, diperlukan mekanisme pengawasan yang dapat mensejajarkan kepentingan antara manajer dan pemegang saham. Dengan melakukan pengawasan tersebut maka diperlukan biaya keagenan atau sering disebut dengan *agency cost*. Biaya keagenan (*agency cost*) adalah biaya yang terkait dengan manajemen pengawasan guna memastikan bahwa manajer

berperilaku dengan cara yang konsisten dengan perjanjian kontrak perusahaan dengan pemegang saham dan kreditur (Van Home dan Wachowics, 2013).

Upaya perusahaan dalam mengurangi *agency cost* biasanya menggunakan dana yang berasal dari hutang. Peningkatan pendanaan dengan hutang dapat menurunkan masalah keagenan yang ada dalam perusahaan sehingga menurunkan kemungkinan pemborosan oleh manajemen (Wahidahwati, 2002). Peningkatan hutang dapat mengurangi masalah keagenan karena dua alasan. Pertama, dengan meningkatnya hutang maka akan semakin kecil porsi saham yang harus dijual perusahaan. Semakin kecil nilai saham yang beredar maka semakin kecil masalah keagenan yang timbul antara manajer dan pemegang saham. Kedua, dengan semakin besar hutang perusahaan maka semakin kecil dana menganggur yang dapat dipakai manajer untuk pengeluaran-pengeluaran yang kurang perlu.

2.1.2 *Pecking Order Theory*

Teori ini pertama kali diperkenalkan oleh Donaldson pada tahun 1961, akan tetapi penamaan *Pecking Order Theory* dilakukan oleh Stewart C. Myers tahun 1984 dalam *Journal of Finance* volume 39 dengan judul *The Capital Structure Puzzle*. *Pecking Order Theory* merupakan penetapan suatu urutan keputusan pendanaan dimana para manajer pertama kali akan memilih untuk menggunakan laba ditahan, hutang dan penerbitan saham sebagai pilihan terakhir. Penggunaan hutang lebih disukai karena biaya yang dikeluarkan untuk hutang 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). Myers (1984) menyatakan bahwa *pecking order theory* meliputi berbagai hal berikut ini:

1. Perusahaan lebih menyukai pendanaan secara internal;
2. Perusahaan mencoba menyesuaikan rasio pembagian deviden yang ditargetkan dengan berusaha menghindari perubahan pembayaran deviden secara drastis;
3. Kebijakan deviden yang relatif segan untuk diubah, disertai fluktuasi profitabilitas dan kesempatan investasi yang tidak bisa diduga, mengakibatkan bahwa dana hasil operasi kadang-kadang melebihi kebutuhan dana untuk investasi, meskipun dalam kesempatan lain mungkin kurang
4. Apabila pendanaan dari luar diperlukan, maka perusahaan akan menerbitkan sekuritas yang paling aman terlebih dahulu, yaitu dimulai dari penerbitan obligasi, kemudian diikuti dengan sekuritas yang berkarakteristik opsi, baru kemudian bila masih belum mencukupi, saham adalah pilihan terakhir.

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).

2.2 Kebijakan Hutang

2.2.1 Kebijakan Hutang

1. Defenisi Kebijakan Hutang

Financial Accounting Standards Board (FASB) dalam Kieso *et al* (2008) mendefinisikan hutang/ kewajiban/ liabilitas sebagai kemungkinan pengorbanan masa depan atas manfaat ekonomi yang muncul dari kewajiban saat ini entitas tertentu untuk mentransfer aktiva atau menyediakan jasa kepada entitas lainnya di masa depan sebagai hasil dari transaksi atas kejadian masa lalu. Hutang menurut Djarwanto (2004) merupakan kewajiban perusahaan kepada pihak lain untuk membayar sejumlah uang atau menyerahkan barang atau jasa pada tanggal tertentu. Menurut IAI, kewajiban merupakan hutang perusahaan masa kini yang timbul dari peristiwa masa lalu, penyelesaiannya diharapkan mengakibatkan arus keluar dari sumber daya perusahaan yang mengandung manfaat ekonomi (Ghozali dan Chairiri, 2007). Hutang dapat digolongkan ke dalam tiga jenis, yaitu (Riyanto, 1995) :

1. Hutang jangka pendek (*short-term debt*)

Hutang jangka pendek merupakan hutang yang diharapkan akan dilunasi dalam waktu satu tahun atau satu siklus operasi normal perusahaan dengan menggunakan sumber-sumber aktiva lancar atau dengan menimbulkan hutang jangka pendek yang baru. Hutang jangka pendek meliputi:

- a. Hutang dagang adalah hutang yang timbul karena adanya pembelian barang dagangan.
- b. Hutang wesel adalah janji tertulis untuk membayar sejumlah uang tertentu pada suatu tanggal tertentu dimasa depan dan dapat berasal dari pembelian, pembiayaan, atau transaksi lainnya.
- c. Biaya yang masih harus dibayar, adalah biaya-biaya yang sudah terjadi tetapi belum dilakukan pembayarannya.
- d. Hutang jangka panjang yang segera jatuh tempo adalah sebagian atau seluruh hutang jangka panjang yang sudah menjadi hutang jangka pendek, karena harus segera dilakukan pembayaran.
- e. Penghasilan yang diterima dimuka (*deferred revenue*) adalah penerimaan uang untuk penjualan barang dan jasa yang belum terealisasi.

2. Hutang jangka menengah (*intermediate-term debt*)

Hutang jangka pendek yaitu hutang yang jangka waktunya lebih dari satu tahun dan kurang dari sepuluh tahun. Kebutuhan membelanjai usaha melalui kredit ini karena adanya kebutuhan yang tidak dapat dipenuhi melalui kredit jangka pendek maupun kredit jangka panjang. Bentuk utama dari hutang jangka menengah adalah *term loan* dan *lease financing*.

3. Hutang jangka panjang (*longterm debt*)

Hutang jangka panjang merupakan hutang yang jangka waktu pembayarannya lebih dari satu tahun sejak tanggal neraca dan sumber-sumber untuk melunasi hutang jangka panjang adalah sumber bukan dari kelompok aktiva lancar. Hutang jangka panjang terdiri dari:

- a. Hutang obligasi merupakan surat pengakuan hutang (dengan bunga) jangka panjang yang akan dibayar pada tanggal tertentu.
- b. Hipotik merupakan penggadaian kekayaan nyata tertentu untuk mendapatkan suatu pinjaman dengan beban bunga yang tetap. Kekayaan nyata didefinisikan sebagai real estate, gedung, dan lain-lain.

Pembiayaan dengan menggunakan hutang memiliki beberapa keunggulan dan kelemahan. Menurut Houston (2001) keunggulan pembiayaan dengan menggunakan utang adalah pertama, bunga yang dibayarkan dapat dipotong untuk tujuan pajak, sehingga menurunkan biaya efektif dari hutang. Kedua, pemegang utang (*debtholder*) mendapat pengembalian yang tetap, sehingga pemegang saham (*stockholder*) tidak perlu mengambil bagian laba mereka ketika perusahaan dalam kondisi prima.

Sementara kelemahan pembiayaan dengan menggunakan hutang adalah (1) Semakin tinggi rasio hutang semakin tinggi pula resiko perusahaan, sehingga suku bunganya mungkin akan lebih tinggi, (2) apabila sebuah perusahaan mengalami kesulitan keuangan dan laba operasi tidak mencukupi untuk menutup beban bunga, maka pemegang sahamnya harus menutup kekurangan itu, dan perusahaan akan bangkrut jika mereka tidak sanggup.

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).

Kebijakan hutang termasuk kebijakan pendanaan yang bersumber dari eksternal. Kebijakan hutang adalah segala jenis hutang yang dibuat atau diciptakan oleh perusahaan baik hutang lancar maupun hutang jangka panjang (Nasser dan Firlano, 2006 dalam Indahningrum dan Handayani, 2009). Hardiningsih dan Oktaviani (2012) menyatakan bahwa kebijakan hutang atau *debt policy* adalah keputusan perusahaan untuk memperoleh dana dari pihak ketiga untuk melakukan investasi. Naini dan Whidahwati (2014) menyatakan bahwa kebijakan pendanaan perusahaan yang bersumber dari eksternal yang diambil oleh pihak manajemen dalam rangka memperoleh sumber pembiayaan bagi perusahaan sehingga dapat digunakan untuk membiayai aktivitas operasional perusahaan. Jadi, kebijakan hutang merupakan tindakan manajemen perusahaan yang akan mendanai operasional perusahaan dengan menggunakan hutang.

Pembiayaan dengan hutang memiliki tiga implikasi penting (1) memperoleh dana melalui hutang membuat pemegang saham dapat mempertahankan pengendalian atas perusahaan dengan investasi yang terbatas, (2) kreditur melihat ekuitas atau dana yang disetor pemilik untuk memberikan margin pengaman, sehingga jika pemegang saham hanya memberikan sebagian kecil dari total pembiayaan maka resiko perusahaan sebagian besar ada pada kreditur, (3) jika perusahaan memperoleh pengembalian yang lebih besar atas

investasi yang dibiayai dengan dana pinjaman dibanding dengan pembayaran bunga, maka pengembalian atas modal pemilik akan lebih besar.

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.

Adapun beberapa pengukuran yang digunakan dalam menghitung kebijakan utang yaitu:

1. Rasio Hutang Terhadap Aktiva (*Debt to Asset Ratio/ DAR*)

Rasio hutang terhadap aktiva dihitung dengan membagi total hutang terhadap total aktiva. Rasio ini mengukur jumlah aktiva yang didanai dengan hutang.

$$\text{Debt to Asset Ratio (DAR)} = \frac{\text{Total Utang}}{\text{Total Aktiva}}$$

2. Rasio Hutang Terhadap Ekuitas (*Debt to Equity Ratio/ DER*)

Rasio hutang terhadap ekuitas dihitung dengan membagi total hutang dengan total ekuitas. Rasio ini menggambarkan kemampuan modal sendiri dalam menjamin hutang.

$$\text{Debt to Equity Ratio (DER)} = \frac{\text{Total Utang}}{\text{Total Ekuitas}}$$

3. Rasio Kelipatan Pembayaran Bunga (*Time Interest Earned Ratio*)

Rasio kelipatan pembayaran bunga dihitung dengan membagi jumlah laba sebelum bunga dan pajak dengan beban bunga. Rasio ini digunakan untuk menunjukkan kemampuan laba sebelum bunga dan pajak untuk membayar beban bunga.

$$\text{Time Interest Earned Ratio} = \frac{\text{EBIT}}{\text{Beban Bunga}}$$

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.

2. Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang

Ada beberapa faktor yang memiliki pengaruh terhadap kebijakan hutang menurut Mamduh (2004), antara lain :

1. NDT (*Non-Debt TaxShield*)

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.

2. Struktur Aktiva

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.

3. Profitabilitas

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.

4. Risiko Bisnis

Perusahaan yang memiliki risiko bisnis yang tinggi akan menggunakan utang yang lebih kecil untuk menghindari risiko kebangkrutan.

5. Ukuran Perusahaan

Ukuran Perusahaan yaitu perusahaan yang besar cenderung terdiversifikasi sehingga menurunkan risiko kebangkrutan. Di samping itu, perusahaan yang besar lebih mudah dalam mendapatkan pendanaan eksternal.

6. Kondisi Internal Perusahaan

Kondisi internal perusahaan menentukan kebijakan penggunaan utang dalam suatu perusahaan.

Penelitian tentang faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan hutang telah dilakukan oleh beberapa peneliti dengan hasil yang berbeda. Penelitian yang dilakukan Indahningrum dan Handayani (2009) dengan judul Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Dividen, Pertumbuhan Perusahaan, *Free Cash Flow*, dan Profitabilitas terhadap Kebijakan Hutang menunjukkan hasil bahwa kepemilikan institusional dan *free cash flow* memiliki pengaruh positif terhadap kebijakan hutang, sedangkan profitabilitas memiliki pengaruh negatif terhadap kebijakan hutang. Untuk variabel kepemilikan manajerial, dividen, dan pertumbuhan perusahaan tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan hutang.

Milanto (2012) melakukan penelitian dengan judul Analisis Faktor-Faktor yang mempengaruhi Kebijakan Hutang dengan sampel sebanyak 148 perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2009 – 2011 dengan analisis regresi linier berganda. Hasil penelitian ini menunjukkan kepemilikan manajerial, pertumbuhan perusahaan, dan ukuran perusahaan

berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang, sedangkan kepemilikan institusional memiliki pengaruh tidak searah terhadap kebijakan hutang. Sementara variabel lainnya seperti dividen dan struktur asset tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan hutang.

Hardiningsih dan Oktaviani (2012), menyatakan bahwa terdapat beberapa faktor yang mempengaruhi kebijakan hutang, diantaranya adalah : (1) Profitabilitas, perusahaan dengan tingkat profitabilitas yang tinggi cenderung akan menggunakan hutang dalam melakukan pendanaannya. Hal ini untuk menghindari penyalahgunaan dana oleh pihak manajemen. (2) Pertumbuhan Total Assets, perusahaan dengan pertumbuhan total asset yang tinggi merupakan perusahaan yang memiliki kinerja yang baik dan dapat menghasilkan keuntungan atau nilai tambah bagi perusahaan. Perusahaan dengan pertumbuhan assets yang tinggi akan menggunakan hutang yang relatif kecil karena perusahaan tersebut lebih memilih menggunakan dana internalnya. (3) Laba Ditahan, laba ditahan menunjukkan bahwa perusahaan menunda pembagian deviden kepada para pemegang saham untuk digunakan sebagai investasi. Semakin besar laba ditahan maka perusahaan akan menggunakan dana internal yang semakin besar pula. Sehingga penggunaan hutangpun akan relatif kecil. (4) Struktur aktiva, perusahaan yang memiliki aktiva tetap yang besar memiliki potensi untuk mendapatkan pinjaman atau hutang yang besar pula.

Faktor yang mempengaruhi kebijakan hutang menurut Amirya dan Atmini (2008) adalah pertumbuhan total aktiva. Pertumbuhan total aktiva cenderung berdampak positif terhadap tingkat hutang perusahaan. Pertumbuhan total aktiva

mencerminkan horison waktu yang lebih panjang dari pertumbuhan penjualan. Investasi pada aktiva membutuhkan waktu sebelum siap dioperasikan, sehingga aktivitas yang dilakukan tidak langsung terkait dengan penerimaan. Peningkatan aktiva dilakukan perusahaan bila terdapat prospek bagus.

Steven dan Lina (2011), menemukan bahwa *dividen pay out ratio* dan profitabilitas memiliki pengaruh yang tidak searah terhadap kebijakan hutang perusahaan, dan struktur asset memiliki pengaruh yang positif atau searah terhadap kebijakan hutang. Sedangkan variabel lainnya seperti dividend payout ratio, kesempatan investasi, pertumbuhan perusahaan dan kepemilikan manajerial perusahaan tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan. Yeniatie dan Destriana (2010), menemukan bahwa kepemilikan institusional, struktur asset, profitabilitas, dan pertumbuhan perusahaan memiliki pengaruh terhadap kebijakan hutang. Sedangkan kepemilikan manajerial, kebijakan dividen, dan risiko bisnis tidak memiliki pengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan. Nasrizal dkk. (2010) menunjukkan bahwa faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan hutang terdiri dari kepemilikan institusional dengan arah positif, struktur asset, profitabilitas, dan ukuran perusahaan. Sedangkan untuk variabel *free cash flow*, kebijakan dividen, dan kepemilikan saham manajerial tidak memiliki pengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan.

Narita (2012) menemukan bahwa likuiditas mempengaruhi kebijakan hutang. Likuiditas merupakan aspek yang menunjukkan kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban yang harus segera dipenuhi. Dengan demikian, suatu

perusahaan yang mempunyai tingkat likuiditas yang tinggi, berarti bahwa perusahaan tersebut mampu segera mengembalikan hutang-hutangnya.

Surya dan Rahayuningsih (2012) menambahkan risiko bisnis sebagai salah satu faktor yang mempengaruhi kebijakan hutang. Risiko bisnis merupakan ketidakpastian atas proyeksi pendapatan di masa mendatang jika perusahaan tidak menggunakan sumber pendanaan yang bersumber dari hutang. Perusahaan yang memiliki risiko bisnis yang tinggi tentunya akan menghindari penggunaan hutang dalam mendanai perusahaan karena dengan menggunakan hutang risiko likuiditas perusahaan akan semakin meningkat (Yeniatie dan Destriana, 2010)

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 kebijakan hutang melampaui batas normal untuk bidang industrinya, pemberi pinjaman tidak bersedia untuk memberi tambahan pinjaman.

2.2.2 Pertumbuhan Perusahaan

Pertumbuhan (*growth*) adalah seberapa jauh perusahaan menempatkan diri dalam sistem ekonomi secara keseluruhan atau sistem ekonomi untuk industri yang sama (Kusumajaya, 2011). Junita (2010) pertumbuhan adalah salah satu sarana yang memudahkan dalam hal perangkuman berbagai aspek kebijakan keuangan dan investasi sebuah perusahaan.

Menurut Taswan (2003) pertumbuhan perusahaan dinyatakan sebagai pertumbuhan total aset dimana pertumbuhan aset masa lalu akan menggambarkan profitabilitas yang akan datang dan pertumbuhan yang akan datang. Peningkatan aset yang diikuti peningkatan hasil operasi akan semakin menambah kepercayaan

pihak luar terhadap perusahaan. Hal ini didasarkan pada keyakinan kreditur atas dana yang ditanamkan ke dalam perusahaan dijamin oleh besarnya aset yang dimiliki perusahaan (Windiarti, 2011).

Tingkat pertumbuhan suatu perusahaan dapat menunjukkan sampai seberapa jauh perusahaan akan menggunakan hutang sebagai sumber pembiayaannya. Weston dan Brigham (1986; 475) mengatakan perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang cepat harus lebih banyak mengandalkan pada modal eksternal. Untuk memenuhi kebutuhan pendanaan dari luar tersebut, perusahaan dihadapkan pada pertimbangan sumber dana eksternal yang lebih murah, sehingga penggunaan utang lebih disukai oleh perusahaan dibandingkan dengan mengeluarkan saham baru.

Hal ini sesuai dengan *pecking order theory* yang menjelaskan bahwa dana eksternal lebih disukai dalam bentuk utang daripada penerbitan saham baru, karena biaya emisi untuk pengeluaran saham baru akan lebih besar daripada biaya utang. Dengan demikian, ketika suatu perusahaan memiliki tingkat pertumbuhan yang tinggi maka semakin besar pula kebutuhan pendanaan yang berasal dari eksternal. Kenyataan tersebut mendorong perusahaan untuk lebih meningkatkan penggunaan utang untuk memenuhi pendanaan tersebut, sehingga terdapat keterkaitan antara pertumbuhan perusahaan dengan kebijakan utang perusahaan.

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

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

Pengukuran pertumbuhan perusahaan dari penelitian Margaretha (2014) dan Murni dan Andriana (2007) menggunakan tingkat pertumbuhan total aset sebagai indikator pertumbuhan perusahaan, sebagai berikut:

$$\text{Pertumbuhan Perusahaan} = \frac{\text{Aset Akhir Tahun} - \text{Aset Awal Tahun}}{\text{Aset Awal Tahun}}$$

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

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

Dari uraian di atas mengenai pertumbuhan perusahaan dapat ditarik kesimpulan bahwa pertumbuhan perusahaan adalah tingkat perubahan totalaktiva dari tahun ke tahun yang menggambarkan bagaimana perkembangan usaha yang dilakukan periode sekarang dibandingkan dengan periode sebelumnya. Pengukuran yang digunakan dalam penelitian ini adalah merujuk pada rumus yang dikemukakan oleh Faisal (2000) dalam Murni dan Andriana (2007) menggunakan persentase dalam total aset tahunan sebagai indikator untuk pertumbuhan. Alasan memilih rumus ini adalah saran dari peneliti terdahulu.

2.2.3 *Free Cash Flow*

Arus kas bebas atau *free cash flow* sangat penting bagi perusahaan karena memungkinkan perusahaan memanfaatkan peluang yang bisa meningkatkan nilai pemegang saham (Guinan, 2010 : 131). *Free cash flow* atau aliran atau arus kas bebas merupakan kas yang tersedia di perusahaan yang dapat digunakan untuk

berbagai aktivitas. Konsep *free cash flow* memfokuskan pada kas yang dihasilkan dari aktivitas operasi setelah digunakan untuk reinvestasi (Murhadi, 2013).

Arus kas bebas adalah jumlah arus kas yang tersedia bagi investor setelah perusahaan memenuhi seluruh kebutuhan operasi dan kebutuhan investasi perusahaan. Semakin besar *free cash flow* yang dihasilkan suatu perusahaan, maka akan semakin dapat menimbulkan konflik keagenan antara manajer dengan para pemegang saham. *Free cash flow* yang besar akan mempengaruhi keputusan yang buruk oleh manajer. Pihak manajemen akan menggunakan *free cash flow* tersebut untuk konsumsi dan perilaku oportunistik yang lain untuk mendapatkan manfaat yang penuh dari kegiatan tersebut, namun para pemegang saham lebih menyukai *free cash flow* tersebut digunakan untuk pembayaran deviden. Perbedaan kepentingan tersebut dapat memicu terjadinya konflik kepentingan antara pihak manajemen dengan para pemegang saham perusahaan.

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 deviden. Sehingga utang dapat mengurangi *agency cost* pada *free cash flow* dengan pengurangan arus kas yang tersedia dengan membelanjakan sesuai kebutuhan manajer perusahaan (Wu, 2004).

Ross *et al* (2000) dalam Naini dan Wahidahwati (2014) mengemukakan bahwa *free cash flow* merupakan kas yang bebas didistribusikan oleh perusahaan

kepada para kreditur dan pemegang saham yang tidak diperlukan lagi untuk modal kerja atau investasi aset tetap. Menurut Ross *et al* (2000) dalam Naini dan Wahidahwati (2014) free cash flow dapat dihitung dengan menggunakan rumus :

$$FCFit = AKOit - PMit - NWCit$$

Keterangan:

FCFit = *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 = aset lancar – kewajiban lancar

Rumus lain dikemukakan oleh Penman (2007) *free cash flow* dapat dirumuskan sebagai berikut :

$$FCF = CFO - CFI$$

Keterangan :

FCF = *free cash flow*

CFO = aliran arus kas operasi perusahaan pada tahun tertentu

CFI = aliran arus kas investasi perusahaan pada tahun tertentu

Dari uraian di atas mengenai *free cash flow* perusahaan dapat ditarik kesimpulan bahwa *free cash flow* adalah kas bebas yang masih tersedia setelah

memenuhi semua kebutuhan operasi dan juga kebutuhan investasi. Dari pengertian diatas, peneliti memilih menggunakan rumus yang dikemukakan oleh Penman dalam penelitian ini.

2.2.4 Struktur Aset

Struktur aset perusahaan memainkan peranan penting dalam menentukan pembiayaan. Struktur aset merupakan penentuan berapa besar alokasi untuk masing-masing komponen aktiva, baik dalam aktiva lancar maupun aktiva tetap (Syamsudin, 2001:9). Menurut Riyanto (2004) struktur aset adalah perimbangan atau perbandingan baik dalam artian absolut maupun dalam artian relatif antara aktiva lancar dan aktiva tetap. Aktiva merupakan harta yang dimiliki oleh perusahaan yang digunakan untuk operasinya. Pada umumnya terdapat dua jenis aktiva yang dimiliki perusahaan yaitu aktiva lancar dan aktiva tetap. Aktiva lancar merupakan asset perusahaan yang dapat digunakan dalam kurun waktu satu tahun. Aktiva lancar dapat berupa kas, piutang, investasi jangka pendek, persediaan dan beban dibayar dimuka. Aktiva tetap merupakan harta berwujud yang memiliki umur lebih dari satu tahun dan tidak mudah diubah untuk menjadi kas yang digunakan untuk operasional dan tidak untuk dijual kembali.

Perusahaan yang memiliki aktiva tetap yang tinggi, maka akan banyak menggunakan hutang jangka panjang dalam pendanaannya. Sedangkan perusahaan yang sebagian aktivasnya berupa piutang dan persediaan barang yang nilainya sangat tergantung pada kelanggengan tingkat profitabilitas tidak terlalu tergantung pada pembiayaan jangka pendek. Aktiva tetap merupakan asset yang sering dipergunakan perusahaan sebagai jaminan untuk mendapatkan pinjaman,

sehingga jika perusahaan tersebut memiliki aktiva tetap yang besar maka perusahaan tersebut semakin mudah untuk mendapatkan pinjaman atau hutang. Aktiva tetap yang besar dan adanya penawaran kemudahan pemberian hutang serta adanya kesempatan untuk melakukan investasi akan menjadi pertimbangan bagi perusahaan untuk mengambil kebijakan hutang (Hardiningsih dan Oktaviani, 2012). Pada penelitian ini proksi yang digunakan untuk menghitung struktur aset adalah aktiva tetap dibagi total aktiva (Yeniatie dan Destriana, 2010) dengan rumusan sebagai berikut :

$$AST = \frac{\text{Total Aktiva Tetap}}{\text{Total Aktiva}}$$

2.2.5 Likuiditas

Likuiditas merupakan kemampuan suatu perusahaan memenuhi kewajiban keuangannya dalam jangka pendek atau yang harus segera dibayar (Mamduh, 2004). Likuiditas juga menunjukkan kemampuan suatu perusahaan untuk dapat memenuhi kewajiban keuangannya yang harus segera dipenuhi atau pada saat ditagih (S Munawir, 1995). Likuiditas secara umum dapat diartikan sebagai tingkat kemampuan suatu perusahaan untuk dapat membayar hutang-hutangnya yang telah jatuh tempo (Kasmir, 2008). Jadi, dapat disimpulkan bahwa likuiditas merupakan kemampuan suatu perusahaan untuk memenuhi kewajiban atau melunasi hutang jangka pendek yang jatuh tempo tepat pada waktunya atau pada saat ditagih.

Perusahaan yang memiliki kemampuan untuk membayar hutang jangka pendek disebut perusahaan yang likuid. Dalam mengukur likuiditas digunakan beberapa rasio likuiditas sebagai berikut :

1. Rasio lancar (current ratio) = Aktiva lancar / utang lancar
2. Rasio Cepat (Quick ratio) = $\frac{\text{Aktiva lancar} - (\text{persediaan} + \text{prepaid expense})}{\text{Utang lancar}}$
3. Rasio Kas atas Aktiva Lancar = $\frac{\text{Kas}}{\text{Aktiva Lancar}}$
4. Rasio Kas atas Utang Lancar = $\frac{\text{Kas}}{\text{Utang Lancar}}$
5. Rasio aktiva lancar dan Total Aktiva = $\frac{\text{Aktiva Lancar}}{\text{Total Aktiva}}$
6. Aktiva lancar dan total utang = $\frac{\text{Aktiva lancar}}{\text{Total utang jangka panjang}}$

Pada penelitian ini rasio likuiditas yang digunakan adalah rasio lancar (*current ratio*). Ukuran likuiditas perusahaan yang sering digunakan adalah *current ratio*. Rasio lancar (*current ratio*) yaitu perbandingan antara jumlah aktiva lancar (*current asset*) dibagi dengan hutang lancar (*current liabilities*) (S Munawir, 1995). Aktiva lancar umumnya berupa kas, surat berharga, piutang dagang dan persediaan. Sedangkan hutang lancar pada umumnya berupa hutang dagang, pajak yang ditangguhkan, serta biaya-biaya yang ditangguhkan. Rasio ini menunjukkan kemampuan perusahaan untuk membayar kewajiban jangka pendeknya dengan menggunakan aktiva lancarnya.

Menurut Al-Najjar & Taylor (2008) rasio likuiditas memiliki efek positif dan negatif terhadap kebijakan struktur modal. Rasio likuiditas dapat mengandung sinyal yang positif dari perusahaan karena mengindikasikan bahwa perusahaan dapat memenuhi kewajiban jangka pendeknya dengan mudah dan risiko gagal

bayar yang sangat rendah. Pendapat ini didukung oleh Mutamimah (2003) yang menyatakan bahwa perusahaan yang dapat segera mengembalikan utang-utangnya akan mendapat kepercayaan dari kreditur untuk menerbitkan utang dalam jumlah besar. Namun disisi lain Al-Najjar & Taylor (2008) juga menyatakan bahwa rasio likuiditas dapat juga memberikan sinyal negatif terhadap institusional investor karena hal ini mengindikasikan bahwa perusahaan menghadapi masalah berkenaan dengan peluang didalam keputusan investasi jangka panjang.

2.2.6 Profitabilitas

Profitabilitas adalah kemampuan perusahaan dalam memperoleh laba dalam hubungannya dengan penjualan, total aktiva maupun modal sendiri (Sartono, 2011). Profitabilitas merupakan salah satu indikator yang penting untuk menilai perusahaan dalam menghasilkan laba juga untuk mengetahui efektifitas perusahaan dalam mengelola sumber-sumber yang dimilikinya. Perusahaan dengan tingkat profitabilitas yang tinggi biasanya menggunakan hutang dalam jumlah sedikit karena perusahaan tersebut menggunakan dana internal dalam pengembaliannya (Brigham dan Houston, 2010).

Profitabilitas adalah kemampuan perusahaan untuk menghasilkan keuntungan dari modal yang diinvestasikan. Untuk mengukur profitabilitas menggunakan dua rasio, yakni :

1. Laba Bersih atas Penjualan (*Net Profit Margin / NPM*)

Rasio ini mengukur kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba melalui penjualan. Cara menghitung NPM adalah dengan membandingkan laba bersih dengan penjualan bersih.

$$\text{Net Profit Margin} = \frac{\text{Net income}}{\text{Net Sales}}$$

2. Return On Investment (ROI)

ROI merupakan tingkat pengembalian atas investasi perusahaan pada aktiva. ROI sering disebut juga *Return On Assets* (ROA). ROA (*Return On Assets*) adalah rasio keuntungan bersih setelah pajak untuk menilai seberapa besar tingkat pengembalian dari asset yang dimiliki oleh perusahaan. Rasio ini mengukur efektivitas perusahaan dengan keseluruhan dana yang ditanamkan dalam aktiva yang akan digunakan untuk operasi perusahaan dan menghasilkan keuntungan (Munawir, 2002) yang dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$\text{ROA} = \frac{\text{Earnings After Taxes}}{\text{Total Assets}}$$

3. Return On Equity (ROE)

ROE merupakan tingkat pengembalian atas ekuitas pemilik perusahaan. Ekuitas pemilik adalah jumlah aktiva bersih perusahaan. Tingkat keuntungan yang dicapai dari hasil operasional tercermin dalam *return on equity*. Meningkatnya ROE akan meningkatkan laba ditahan, sehingga komponen modal sendiri semakin meningkat. Dengan meningkatnya modal sendiri, maka rasio hutang menjadi menurun (dengan asumsi hutang relatif tetap). Di sisi lain, meningkatnya ROE menunjukkan kinerja perusahaan semakin baik, hal ini lebih meningkatkan kepercayaan kreditor terhadap perusahaan sehingga jumlah hutang ada kecenderungan meningkat. (Brigham & Houston, 2009).

$$\text{ROE} = \frac{\text{EBIT}}{\text{Total Aktiva}}$$

Dari uraian di atas mengenai profitabilitas perusahaan dapat ditarik kesimpulan bahwa profitabilitas adalah kemampuan perusahaan untuk menghasilkan keuntungan dari penjualan, total aktiva maupun modal yang diinvestasikan. Dalam penelitian ini pengukuran yang digunakan adalah ROA karena Rasio ini mengukur efektivitas perusahaan dengan keseluruhan dana yang ditanamkan dalam aktiva yang akan digunakan untuk operasi perusahaan dan menghasilkan keuntungan.

2.2.7 Risiko Bisnis

Setiap kebijakan yang diambil perusahaan dan juga aktivitas yang dilangsungkan perusahaan tidak dapat dijauhkan dari adanya risiko. Risiko dapat diartikan sebagai kemungkinan terjadinya akibat buruk atau kerugian yang tidak diinginkan (Imam, 2007). Perusahaan memiliki sejumlah risiko yang didapat langsung akibat dari jenis usaha dari perusahaan tersebut, hal inilah yang dimaksud dengan risiko bisnis.

Risiko bisnis adalah ketidakpastian atas proyeksi pendapatan dimasa mendatang jika perusahaan tidak menggunakan hutang sehingga dapat dilihat pengaruhnya terhadap pengambilan keputusan kebijakan hutang (Ghozali, 2007). Semakin besar risiko yang dihadapi suatu perusahaan maka perusahaan akan memiliki hutang yang kecil. Menurut Brigham dan Houston (2001) dikatakan memiliki risiko bisnis yang tinggi apabila perusahaan tersebut memiliki pendapatan yang tinggi sehingga mempunyai probabilitas kebangkrutan yang tinggi.

Terdapat beberapa faktor yang mempengaruhi risiko bisnis suatu perusahaan. Faktor-faktor tersebut dipengaruhi oleh karakteristik masing-masing industri, namun pada tingkat tertentu perusahaan dapat mengendalikannya. Faktor-faktor yang mempengaruhi risiko bisnis antara lain (Brigham dan Houston, 2001) :

1. Variabilitas permintaan

Risiko bisnis akan semakin kecil apabila permintaan atas produk perusahaan semakin konstan dimana hal-hal lainnya tetap.

2. Variabilitas harga jual

Perusahaan akan menghadapi risiko bisnis yang lebih tinggi dari perusahaan sejenis apabila harga jual atas produk perusahaan lebih fluktuatif.

3. Variabilitas harga input

Perusahaan yang memperoleh input dengan harga yang sangat tidak pasti jugameng hadapi risiko bisnis yang tinggi.

4. Kemampuan menyesuaikan harga output terhadap perubahan harga input.

Sejumlah perusahaan menghadapi kesulitan dalam meningkatkan harga produknya apabila biaya input meningkat. Semakin besar kemampuan perusahaan untuk menyesuaikan harga output (produk), semakin kecil risiko bisnisnya. Kemampuan ini sangat diperlukan perusahaan ketika tingkat inflasi tinggi.

5. Proporsi biaya tetap

Risiko bisnis akan meningkat ketika sebagian besar biaya perusahaan merupakan biaya tetap. Hal ini terjadi ketika permintaan menurun, namun biaya tetap yang ditanggung perusahaan tidak menurun.

Dari uraian diatas dapat ditarik kesimpulan bahwa risiko bisnis merupakan salah satu indikator penting bagi perusahaan untuk sistem pendanaannya terutama dalam keputusan penggunaan hutang. Dalam penelitian ini risiko bisnis pada penelitian ini diproksikan dengan standar deviasi dari EBIT (*Earning Before Interest and Tax*) seperti pada penelitian Lopez, dan Fransisco Sogorb (2008).

$$\text{BRISK} = \text{stdev EBIT}$$

2.3 Kajian Penelitian Terdahulu

Beberapa penelitian terdahulu berkaitan dengan penelitian tentang faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan hutang telah dilakukan oleh beberapa peneliti baik penelitian nasional maupun penelitian internasional. Setiap penelitian menunjukkan hasil yang berbeda. Di bawah ini akan diuraikan beberapa hasil penelitian tersebut.

Riset terkait hubungan pertumbuhan perusahaan terhadap kebijakan hutang diantaranya dilakukan oleh penelitian Alkhatib (2012) yang menganalisis determinan-determinan hutang. Alkhatib (2012) membuktikan dalam penelitiannya berjudul "*The Determinants of Leverage of Listed Companies*" bahwa pertumbuhan perusahaan berpengaruh positif terhadap hutang pada perusahaan jasa. Penelitian ini menggunakan sampel 121 perusahaan industri dan jasa yang terdaftar di Bursa Efek Yordania pada tahun 2007-2010.

Hasil penelitian yang sama ditunjukkan dalam penelitian Oktaviani (2016), Apit dan Sekar (2014), Yeniati dan Destriana (2010), Milanto (2012), dan Trisnawati (2016) yang menunjukkan bahwa pertumbuhan perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan hutang. Namun hasil yang

berbeda ditunjukkan dalam penelitian Aryanto (2016), Suryani (2015), Natasia dan Wahidahwati (2015), Steven dan Lina (2011), Rifai (2015), dan Andina (2013) yang menunjukkan bahwa pertumbuhan perusahaan tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang.

Penelitian berkaitan dengan pengaruh *free cash flow* terhadap kebijakan hutang telah dilakukan oleh Natasia dan Wahidahwati (2015) dengan judul penelitian Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang Perusahaan yang Terdaftar di BEI. Berdasarkan hasil pengujian didapatkan bahwa *free cash flow* berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang. Hasil penelitian yang sama ditunjukkan dalam penelitian Prathiwi dan Yadnya (2017), Christine *et all* (2012). Namun hasil yang berbeda ditunjukkan dalam penelitian Oktaviani (2016), Suryani (2015), Trisnawati (2016) menunjukkan bahwa *free cash flow* tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Sedangkan Aryanto (2016) menunjukkan hasil bahwa *free cash flow* berpengaruh negatif dan signifikan.

Penelitian berkaitan dengan pengaruh struktur aset terhadap kebijakan hutang telah dilakukan oleh Susanti dan Sekar (2014) dengan judul penelitian Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang pada Perusahaan Non Keuangan yang Terdaftar di BEI. Berdasarkan hasil pengujian didapatkan bahwa struktur aset berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang. Hasil penelitian yang sama ditunjukkan dalam penelitian Natasia dan Wahidahwati (2015), Yeniati dan Destriana (2010), Trisnawati (2016), Steven dan Lina (2010). Namun hasil yang berbeda ditunjukkan dalam penelitian Christine *et all* (2012), Rifai (2015), dan Milanto (2012) menunjukkan bahwa struktur aset tidak berpengaruh terhadap

kebijakan hutang. Sedangkan penelitian Prathiwi dan Yadnya (2017) menunjukkan hasil bahwa struktur aset berpengaruh positif dan tidak signifikan.

Penelitian berkaitan dengan pengaruh likuiditas terhadap kebijakan hutang telah dilakukan oleh Sari (2015) dengan hasil pengujian didapatkan bahwa likuiditas berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang. Hasil penelitian yang sama ditunjukkan dalam penelitian Kusrini (2012), Natasia dan Wahidahwati (2015). Namun hasil yang berbeda ditunjukkan dalam penelitian Andina (2013) menunjukkan bahwa likuiditas berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang.

Penelitian berkaitan dengan pengaruh profitabilitas terhadap kebijakan hutang telah dilakukan oleh Dinar dan Titin (2013) dengan hasil pengujian didapatkan bahwa profitabilitas berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang. Hasil penelitian yang sama ditunjukkan dalam penelitian Yeniati dan Destriana (2010) serta Susanti dan Sekar (2014). Namun hasil yang berbeda ditunjukkan dalam penelitian Prathiwi dan Yadnya (2017) menunjukkan bahwa profitabilitas berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan hutang. Sedangkan penelitian Prihandini (2014) menunjukkan bahwa profitabilitas berpengaruh negatif signifikan.

Penelitian berkaitan dengan pengaruh resiko bisnis terhadap kebijakan hutang telah dilakukan oleh Rifai (2015) dengan hasil pengujian didapatkan bahwa resiko bisnis berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang. Hasil penelitian yang sama ditunjukkan dalam penelitian Prathiwi dan Yadnya (2017). Namun hasil yang berbeda ditunjukkan dalam penelitian Hari

(2012) menunjukkan bahwa resiko bisnis berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap kebijakan hutang. Sedangkan hasil penelitian Susanti dan Sekar (2014) serta Yeniati dan Destriana (2010) menunjukkan bahwa resiko bisnis tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang.

Tabel 2.1 Ringkasan Penelitian Terdahulu

Peneliti	Judul	Metode Analisis	Hasil
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	Analisis Regresi Linear Berganda	a) Kepemilikan manajerial, dividen, pertumbuhan perusahaan tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan. b) Kepemilikan institusional, <i>free cash flow</i> , dan profitabilitas berpengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan.
Yeniati dan Destriana (2010)	Faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan hutang pada perusahaan non keuangan yang terdaftar di BEI	Analisis Regresi Linear Berganda	a) Kepemilikan manajerial, dividen, pertumbuhan perusahaan tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan. b) Kepemilikan institusional, <i>free cash flow</i> , dan profitabilitas berpengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan.
Fitri Mega Mulianti (2010)	Analisis faktor-faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang dan Pengaruhnya terhadap Nilai	Analisis Regresi Linear Berganda	a) Ukuran perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakn hutang b) Resiko bisnis berpengaruh negatif dan signifikan terhadap

	Perusahaan (Studi Pada Perusahaan Manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia BEI tahun 2004-2007)		kebijakan hutang c) Likuiditas berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap kebijakan hutang
Rona Mersi Narita (2012)	Analisis Kebijakan Hutang	Analisis Regresi Linear Berganda	a) Ukuran perusahaan tidak mempengaruhi kebijakan hutang. b) Likuiditas berpengaruh terhadap kebijakan hutang. c) Kepemilikan Institusional tidak mempengaruhi kebijakan hutang. d) Profitabilitas berpengaruh terhadap kebijakan hutang. e) <i>Free cash flow</i> tidak mempengaruhi kebijakan hutang.
Pancawati Hardiningsih dan Rachmawati Meita Oktaviani (2012)	Determinan Kebijakan Hutang (Dalam <i>Agency Theory</i> dan <i>Pecking Order Theory</i>)	Analisis Regresi Linear Berganda	a) Profitabilitas berpengaruh positif signifikan terhadap hutang. b) Pertumbuhan perusahaan berpengaruh negatif signifikan terhadap utang. c) Struktur aktiva perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap hutang. d) Saldo laba ditahan berpengaruh negatif signifikan terhadap hutang. e) <i>Free cash flow</i> tidak berpengaruh signifikan terhadap hutang. f) Kepemilikan manajerial tidak berpengaruh signifikan terhadap

			hutang.
Steven dan Lina (2011)	Faktor- faktor yang Mempengaruhi kebijakan Hutang perusahaan Manufaktur	Analisis Regresi Linear Berganda	<ul style="list-style-type: none"> a) Kebijakan deviden, struktur aset dan profitabilitas berpengaruh terhadap kebijakan hutang. b) Investasi, pertumbuhan perusahaan, ukuran perusahaan kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang.
Farah Margaretha (2014)	<i>Determinants of Debt Policy in Indonesia's Public Company</i>	Analisis Regresi Linear Berganda	<ul style="list-style-type: none"> a) Tangibilitas aset perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap hutang. b) Profitabilitas perusahaan berpengaruh negatif dan signifikan terhadap hutang. c) Pertumbuhan perusahaan berpengaruh negatif dan signifikan terhadap hutang. d) Ukuran perusahaan, persentase pajak, dan pajak non hutang tidak berpengaruh terhadap hutang.
Richard Kofi Akoto dan Dadson Awunyo-Vitor (2014)	<i>What Determines the Debt Policy of Listed Manufacturing Firms in Ghana?</i>	<i>Panel regression</i>	<ul style="list-style-type: none"> a) Struktur aktiva berpengaruh positif dan signifikan terhadap hutang. b) Likuiditas berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap hutang. c) Ukuran perusahaan dan profitabilitas berpengaruh positif dan signifikan terhadap hutang.
Dwi Ismiwatis Naini dan	Pengaruh <i>Free Cash Flow</i> dan	Analisis	a) <i>Free cash flow</i> berpengaruh positif

Wahidahwati (2014)	<p>Kepemilikan Institusional</p> <p>Terhadap Kebijakan Hutang dan Nilai Perusahaan</p>	regresi	<p>terhadap kebijakan hutang.</p> <p>b) Kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang.</p> <p>c) Profitabilitas berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang.</p> <p>d) <i>Free cash flow</i> tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan.</p> <p>e) Kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.</p> <p>f) Kebijakan hutang berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan.</p> <p>g) Profitabilitas berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.</p>
Desi Milanto (2012)	<p>Analisis Faktor-faktor yang mempengaruhi Kebijakan Hutang</p>	<p>Analisis Regresi Linear Berganda</p>	<p>a) Kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, ukuran dan pertumbuhan perusahaan berpengaruh secara signifikan terhadap kebijakan hutang</p> <p>b) Kebijakan deviden dan struktur aset menunjukkan pengaruh yang tidak signifikan terhadap kebijakan hutang.</p>
Khalid Alkhatib (2012)	<p><i>The Determinants of Leverage of Listed Companies</i></p>	<p>Analisis Regresi Linear</p>	<p>a) Likuiditas, ukuran perusahaan, pertumbuhan perusahaan, laba, dan</p>

		Berganda	<p>tangibility tidak berpengaruh terhadap hutang pada perusahaan industri dan jasa.</p> <p>b) Likuiditas dan tangibility berpengaruh terhadap hutang pada perusahaan industri.</p> <p>c) Pertumbuhan perusahaan, likuiditas, dan tangibility berpengaruh terhadap hutang pada perusahaan jasa.</p>
Surya dan Rahayuningsih (2012)	Faktor-faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang Perusahaan Non Keuangan yang terdaftar dalam Bursa Efek Indonesia	Analisis Regresi Berganda	<p>d) Struktur aktiva, profitabilitas, ukuran perusahaan, dan set kesempatan investasi berpengaruh terhadap kebijakan hutang.</p> <p>e) Kepemilikan manajer, kepemilikan institusional, kebijakan dividen, pertumbuhan perusahaan dan resiko bisnis tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang.</p>
Natasia dan Wahidahwati (2015)	Faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan hutang perusahaan yang terdaftar di BEI	Analisis Regresi Linear Berganda	<p>a) <i>Free cash flow</i>, <i>managerial ownership</i>, profitabilitas, struktur aktiva, laba ditahan dan likuiditas berpengaruh terhadap kebijakan hutang</p> <p>b) <i>Institutional ownership</i> dan pertumbuhan perusahaan tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang.</p>
Setyawati (2014)	Analisis pengaruh struktur kepemilikan ,	Analisis Regresi	a) Kepemilikan saham oleh manajemen , publik, dan deviden berpengaruh

	deviden, struktur aset dan profitabilitas terhadap kebijakan hutang perusahaan	Berganda	negatif tidak signifikan terhadap kebijakan hutang. b) Kepemilikan saham oleh institusi berpengaruh positif tidak signifikan terhadap kebijakan hutang. c) Kepemilikan saham oleh asing, struktur aset dan profitabilitas berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan hutang.
Apit Susanti dan Sekar Mayangsari (2014)	Faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan hutang pada perusahaan non keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia	Analisis Regresi Berganda	a) Kepemilikan institusional, struktur aset, profitabilitas, dan pertumbuhan perusahaan berpengaruh terhadap kebijakan hutang. b) Kepemilikan manajerial, kebijakan deviden dan resiko bisnis tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang.
Hari Kusri (2012)	Pengaruh ukuran perusahaan, resiko bisnis, profitabilitas, dan likuiditas terhadap kebijakan hutang	Analisis Regresi Berganda	a) Ukuran perusahaan berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakann hutang b) Likuiditas berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang c) Resiko bisnis berpengaruh negatif dan tidak signifikan
Ita Trisnawati (2016)	Faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan hutang pada perusahaan non keuangan yang terdaftar di Bursa Efek	Analisis Regresi Berganda	a) Kepemilikan manajerial , kebijakan deviden , arus kas bebas, dan ukuran perusahaan tidak mempengaruhhi kebijakan hutang. b) Kepemilikan institusional,

	Indonesia		pertumbuhan perusahaan, profitabilitas, dan struktur aset berpengaruh terhadap kebijakan hutang
Dita Novita Sari (2015)	Analisis Faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan hutang perusahaan	Analisis Regresi Linear Berganda	<ul style="list-style-type: none"> a) Likuiditas dan profitabilitas berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan hutang. b) Kepemilikan Institusional dan kepemilikan manajerial berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap kebijakan hutang. c) Ukuran dan pertumbuhan penjualan memiliki pengaruh positif tidak signifikan
Dinar dan Titin (2013)	Pengaruh profitabilitas, likuiditas, pertumbuhan penjualan dan ukuran perusahaan terhadap kebijakan hutang pada perusahaan sektor consumer goods di BEI periode 2008 - 2012	Analisis Regresi Berganda	<ul style="list-style-type: none"> a) Profitabilitas dan likuiditas berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang b) Pertumbuhan penjualan dan ukuran perusahaan tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang.
Moh Hidayat Rifai (2015)	Pengaruh risiko bisnis, pertumbuhan perusahaan, ukuran perusahaan dan struktur aktiva terhadap kebijakan hutang	Analisis Regresi Linear Berganda	<ul style="list-style-type: none"> a) Risiko bisnis mempunyai pengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang b) Pertumbuhan perusahaan, ukuran perusahaan, dan struktur aktiva tidak berpengaruh terhadap

	pada perusahaan sektor property and real estate yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia		kebijakan hutang
Zulfia Andina (2013)	Analisis Pengaruh profitabilitas, likuiditas, pertumbuhan penjualan, pertumbuhan perusahaan, dan ukuran perusahaan terhadap kebijakan hutang	Analisis Regresi Berganda	a) Profitabilitas, likuiditas, dan ukuran perusahaan berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang b) Pertumbuhan penjualan dan pertumbuhan perusahaan tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang.

Sumber: Berbagai sumber.

2.4 Kerangka Berpikir

2.4.1 Pengaruh Pertumbuhan Perusahaan terhadap Kebijakan Hutang

Setiap perusahaan pasti akan selalu mengupayakan agar perusahaan terus tumbuh setiap tahunnya, karena pertumbuhan perusahaan memberikan gambaran perkembangan perusahaan yang terjadi. Pertumbuhan perusahaan merupakan rasio pertumbuhan yang mencerminkan kemampuan perusahaan mempertahankan posisi ekonominya ditengah pertumbuhan perekonomian dan usahanya (Kasmir, 2010). Secara singkat pertumbuhan perusahaan dapat didefenisikan sebagai peningkatan yang terjadi pada suatu perusahaan. Pertumbuhan perusahaan dapat dilihat berdasarkan pertumbuhan aset dan pertumbuhan penjualan. Perusahaan yang pertumbuhannya tinggi, modal yang dimiliki juga pasti besar.

Justifikasi atas pengaruh pertumbuhan perusahaan terhadap kebijakan hutang didukung oleh teori *agency*. Teori *agency* menyatakan bahwa *agent* dan *principal* termotivasi oleh kepentingannya sendiri, sehingga timbul konflik. Manajer berkeinginan menggunakan pendanaan internal, sementara pemegang saham berkeinginan menggunakan pendanaan eksternal dengan hutang yang menaikkan harga saham. Berdasarkan *theory agency* maka dibutuhkan suatu pengawasan untuk meminimalkan *agency cost*. Peningkatan pendanaan dengan hutang dapat menurunkan masalah keagenan yang ada dalam perusahaan sehingga menurunkan kemungkinan pemborosan oleh manajemen (Wahidahwati, 2002). Pendanaan eksternal dengan tingkatan hutang dalam struktur modal dapat memaksimalkan nilai perusahaan, menyebabkan biaya bunga semakin besar, sehingga keuntungan per lembar saham yang menjadi hak pemegang saham juga semakin besar karena adanya penghematan pembayaran pajak penghasil badan (Rao, 1995 dalam Amirya dan Atmini 2008)..

Dengan demikian tingkat pertumbuhan yang tinggi cenderung lebih banyak menggunakan hutang sehingga memiliki hubungan positif dan signifikan terhadap kebijakan hutang. Hal ini didukung hasil penelitian Faisal (2004) yang menghasilkan hubungan pertumbuhan perusahaan yang positif dan signifikan terhadap kebijakan hutang. Hasil penelitian yang mendukung lainnya yaitu Yeniatie dan Destriana (2010) menyatakan bahwa pertumbuhan perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan hutang. Hasil penelitian yang sama juga ditemukan oleh Oktaviani (2016), serta ditegaskan kembali oleh Alkhatib (2012) yang melakukan penelitian di Yordania. Dengan demikian

perusahaan dengan tingkat pertumbuhan tinggi akan menggunakan hutang yang tinggi pula yang berarti perusahaan akan menggunakan hutang tersebut karena kebutuhan ekspansi perusahaan yang besar. Berdasarkan uraian diatas dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut :

H₁: Pertumbuhan perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan hutang

2.4.2 Free Cash Flow terhadap Kebijakan Hutang

Free cash flow adalah arus kas yang benar – benar tersedia untuk dibayarkan kepada investor (pemegang saham dan pemilik hutang) setelah perusahaan melakukan investasi dalam aset tetap, produk baru dan modal kerja yang dibutuhkan untuk mempertahankan operasi yang sedang berjalan. (Brigham dan Houston,2010:108-109). *Cash flow* ini mencerminkan keuntungan atau kembalian bagi para penyedia modal, termasuk utang atau *equity*.

Keberadaan *free cash flow* dapat menjadi penyebab masalah keagenan. Menurut Jensen (1986) konflik agensi terjadi karena 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. Jensen (1986) juga menyatakan bahwa 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 karena perusahaan menghasilkan *free cash flow*, biasanya menggunakan hutang untuk mengurangi *agency cost* akibat timbulnya konflik tersebut (Wu, 2004). Perusahaan yang memiliki arus kas besar/tinggi akan memonitor perilaku manajer dalam melakukan investasi dengan menambah hutang, sehingga manajer tidak akan membuang-buang kas bebas perusahaan untuk investasi yang tidak menguntungkan. Menurut Indahningrum dan Handayani (2009) perusahaan dengan *free cash flow* besar yang mempunyai level hutang yang tinggi akan menurunkan *agency cost free cash flow*. Disisi lain, perusahaan dengan tingkat *free cash flow* rendah akan mempunyai level hutang yang rendah sebab mereka tidak harus mengandalkan hutang sebagai mekanisme untuk menurunkan *agency cost free cash flow*. Indahningrum dan Handayani (2009) membuktikan dalam penelitiannya bahwa *free cash flow* berpengaruh secara positif signifikan terhadap kebijakan hutang. Penelitian lain yang menegaskan temuan Indahningrum dan Handayani (2009) tersebut adalah penelitian yang dilakukan oleh Christine Dwi (2011), Mahsunah dan Hermanto serta Naini dan Wahidahwati (2014). Berdasarkan uraian diatas dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut :

H₂: *Free cash flow* berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan hutang

2.4.3 Pengaruh Struktur Aset terhadap Kebijakan Hutang

Struktur aset adalah penentuan berapa besar alokasi untuk masing -masing komponen aktiva, baik dalam aktiva lancar maupun dalam aktiva tetap. Struktur aset berhubungan dengan kekayaan perusahaan yang dapat dijadikan jaminan yang lebih fleksibel akan cenderung menggunakan hutang lebih besar daripada

perusahaan yang mempunyai struktur aset tidak fleksibel. Perusahaan yang aktivitya sesuai untuk dijadikan jaminan kredit akan lebih banyak menggunakan hutang karena investor akan selalu memberikan pinjaman apa bila mempunyai jaminan (Brigham dan Houston 2001 : 39-41 dalam Yeniati 2010)

Brigham dan Gapenski (1996) juga menyatakan bahwa secara umum perusahaan yang memiliki jaminan, akan lebih mudah mendapatkan hutang daripada perusahaan yang tidak memilikijaminan. Menurut M.Hanafi (2015:345) perusahaan yang mempunyai aset tetap yang lebih besar (berusia panjang), apalagi jika digabungkan dengan tingkat permintaan produk yang stabil, akan menggunakan hutang yang lebih besar. Perusahaan yang menggunakan aset lancar lebih banyak, yang nilainya akan tergantung dari profitabilitas perusahaan, akan menggunakan hutang yang lebih sedikit.

Perusahan yang memiliki struktur aset dengan porsi aset tetap yang tinggi lebih mudah dalam melakukan pinjaman terhadap pihak eksternal karena dinilai memiliki *securable asset* (aset jaminann) yang lebih baik. Kreditur akan merasa lebih aman jika memberikan pinjaman kepada perusahaan yang memiliki aset tetap dengan proporsi yang tinggi. Menurut *Agency Theory*, yang membahas mengenai konflik kepentingan antara pemegang saham dengan kreditur menggambarkan bahwa permasalahan *overinvestment* adalah lebih sedikit tingkat keseriusannya jika ada lebih banyak aset tetap yang dimiliki oleh perusahaan. Dengan demikian, perusahaan yang mempunyai aset tetap lebih banyak, mampu untuk menerbitkan hutang yang lebih besar juga.

Struktur aset perusahaan memiliki pengaruh positif terhadap kebijakan hutang perusahaan terutama bagi perusahaan yang memiliki aktiva tetap dalam jumlah yang besar (Susanti & Mayangsari, 2014). Pernyataan ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Hardiningsih dan Oktaviani(2012),Steven dan Lina (2011), Yeniatie & Destriana (2010)mengatakan bahwa terdapat pengaruh positif dan signifikan antara struktur aktiva perusahaan terhadap kebijakan utang perusahaan. Berdasarkan uraian diatas dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H₃: Struktur Aset berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan hutang

2.4.4 Pengaruh Likuiditas terhadap Kebijakan Hutang

Likuiditas merupakan kemampuan perusahaan untuk memenuhi seluruh kewajiban lancarnya dengan aktiva lancarnya. Pengukuran likuiditas yaitu dengan cara membagi aktiva lancar perusahaan dengan kewajiban lancarnya yang disebut dengan *current ratio*. Jika prosentasenya lebih dari 100% maka dapat dikatakan tingkat likuiditas perusahaan tersebut baik. Jika *current ratio* yang dihasilkan semakin tinggi berarti perusahaan semakin dapat mengembalikan hutang lancarnya dengan aktiva lancar yang dimilikinya. Sebaliknya jika *current ratio* yang dihasilkan kurang dari 100% dapat dikatakan tingkat likuiditas perusahaan tersebut kurang baik.

Menurut Ozkan (2001) dalam Mulianti (2010) bahwa perusahaan yang memiliki *current ratio* tinggi berarti memiliki aktiva lancar yang cukup untuk mengembalikan hutang lancarnya. Jadi semakin likuid suatu perusahaan, berarti mempunyai kemampuan membayar hutang jangka pendek, sehingga cenderung

akan menurunkan total hutangnya. Hal ini sesuai dengan teori *Pecking Order Theory* yang menetapkan suatu urutan keputusan pendanaan dimana para manajer pertama kali akan memilih untuk menggunakan laba ditahan, hutang dan penerbitan saham sebagai pilihan terakhir (Mamduh, 2004). Dilihat dari sisi *Pecking Order Theory* perusahaan akan lebih memilih pendanaan internal dan menekan hutang. Melalui kemampuan likuiditasnya, perusahaan dapat meminimalisir tingkat risiko perusahaan oleh hutang dengan mengurangi tingkat hutang atas kemampuannya membayar kewajiban jangka pendeknya.

Hasil penelitian yang ditemukan oleh Narita (2012) menunjukkan bahwa terdapat pengaruh negatif antara likuiditas dengan kebijakan hutang. Hasil yang sama ditemukan oleh Natasia dan Wahidahwati (2015), Paydar dan Bardai (2012), serta Damayanti dan Hartini (2014) menunjukkan bahwa likuiditas memiliki pengaruh negatif terhadap kebijakan hutang. Temuan ini menunjukkan bahwa perusahaan dengan likuiditas yang tinggi berarti memiliki kemampuan dalam membayar hutang jangka pendeknya dan cenderung untuk menekan jumlah hutangnya. Berdasarkan uraian di atas dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H₄: Likuiditas berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang

2.4.5 Pengaruh Profitabilitas terhadap Kebijakan Hutang

Profitabilitas merupakan tingkat keuntungan bersih yang mampu diraih oleh perusahaan pada saat menjalankan operasionalnya. Profitabilitas menggambarkan pendapatan yang dimiliki perusahaan untuk membiayai investasi.

Profitabilitas menunjukkan kemampuan dari modal yang diinvestasikan dalam keseluruhan aktiva untuk menghasilkan keuntungan bagi investor.

Teori *pecking order* menyatakan bahwa perusahaan akan lebih memprioritaskan pendanaan secara internal. Urutan pendanaan yang akan digunakan oleh perusahaan adalah laba ditahan, hutang, dan penerbitan saham sebagai pilihan terakhir. Perusahaan yang memiliki laba (profit) tinggi berarti mempunyai kemampuan untuk memenuhi pendanaan secara internal yang akan digunakan perusahaan untuk membiayai kegiatan operasionalnya. (Agus Sartono, 2001). Oleh karena itu, terdapat hubungan negatif antara profitabilitas perusahaan dengan hutang.

Semakin tinggi profit yang diperoleh perusahaan maka akan semakin kecil penggunaan hutang yang digunakan dalam pendanaan perusahaan karena perusahaan dapat menggunakan *internal equity* yang diperoleh dari laba ditahan terlebih dahulu. Apabila kebutuhan dana belum tercukupi, perusahaan dapat menggunakan hutang. Profitabilitas memiliki pengaruh negatif terhadap kebijakan hutang (Harjanti dan Tandelilin 2007). Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian Yeniati dan Destriana (2010), Kusri (2012), Damayanti dan Hartini (2014) serta Natasia dan Wahidahwati (2015). Semakin tinggi tingkat profitabilitas perusahaan maka semakin kecil hutang yang digunakan dalam kegiatan pendanaan. Berdasarkan uraian di atas dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H₅ : Profitabilitas berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang.

2.4.6 Pengaruh Risiko Bisnis terhadap Kebijakan Hutang

Setiap perusahaan dalam melangsungkan operasinya akan menghadapi risikobisnis. Resiko bisnis adalah adanya ketidakpastian atas proyeksi pendapatan di masa mendatang jika perusahaan tidak menggunakan hutang. Perusahaan akan memiliki risiko bisnis yang rendah jika permintaan produk bersifat stabil, harga input dan produk cenderung tetap, harga dapat dengan mudah dinaikkan jika terjadi kenaikan biaya, dan persentase biaya bersifat variabel dan meurun jika produk dan penjualan mengalami penurunan (Junaidi 2006).

Semakin besar risiko yang dihadapi oleh suatu perusahaan maka perusahaan akan memiliki hutang yang kecil. Hal ini berkaitan dengan kesulitan dalam pengembalian akan hutang tersebut karena adanya ketidakpastian (*volatilitas*) keuntungan yang diterima oleh perusahaan. Resiko bisnis memiliki pengaruh negatif terhadap kebijakan hutang perusahaan. Perusahaan yang memiliki risiko bisnis yang tinggi tentunya akan menghindari penggunaan hutang dalam mendanai perusahaan akan semakin meningkat.

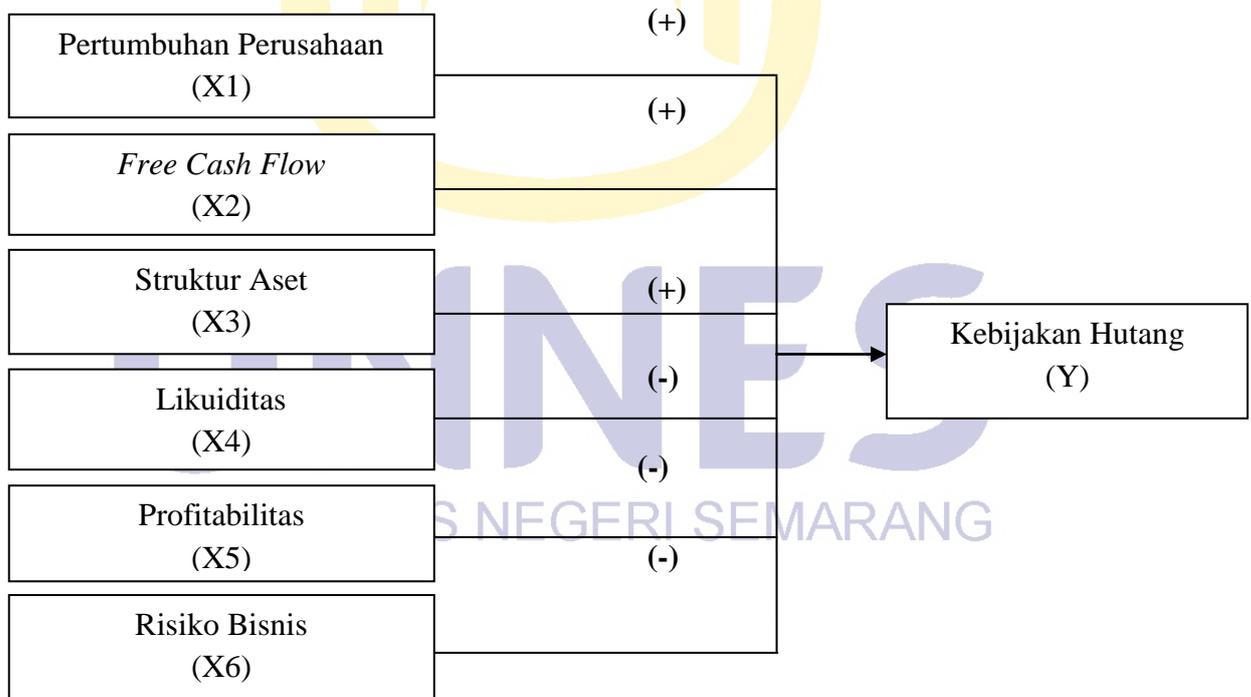
Menurut konsep *Pecking Order Theory* manajemen keuangan membuat keputusan pendanaan perusahaan dengan mencari risiko yang paling aman. Melalui konsep ini perusahaan harus berusaha menggunakan dana internal secukupnya untuk membiayai operasional perusahaan. Penggunaan dana internal tidak mengandung risiko yang tinggi. Karena penggunaan dana internal tidak terikat pada jatuh tempo pegembalian. Ketika perusahaan sudah benar-benar sangat membutuhkan dana dari luar baru memilih menggunakan hutang, dengan mempertimbangkan kemampuan atas kewajiban biaya pokoknya. Jadi pada risiko

perusahaan yang tinggi sebaiknya perusahaan tidak menambah risiko yang harus diterima atas hutang, melainkan menggunakan dana internal.

Penelitian yang dilakukan oleh Nisa, Fidyati (2003) mengemukakan bahwa semakin tinggi risiko yang dihadapi maka perusahaan akan cenderung untuk menggunakan hutang yang sedikit. Hasil penelitian Murtininingtyas (2012), Mulianti (2010) serta Junaidi (2006) menunjukkan bahwa hubungan antara risiko bisnis dan hutang berlawanan arah (negatif). Hal ini berarti perusahaan dengan risiko yang tinggi cenderung memiliki hutang yang rendah. Berdasarkan uraian di atas dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H₆ : Risiko Bisnis berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang.

Gambar 2.1
Kerangka Berpikir



2.6 Hipotesis Penelitian

Hipotesis adalah pernyataan sesuatu tentang sesuatu yang untuk sementara waktu dianggap benar. Hipotesis juga dapat diartikan sebagai pernyataan yang akan diteliti sebagai jawaban sementara dari suatu masalah. Berdasarkan kerangka berpikir yang disajikan di atas, maka hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini adalah:

H1: Pertumbuhan perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan hutang.

H2: *Free Cash Flow* berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan hutang.

H3: Struktur Aset berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang.

H4: Likuiditas berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang.

H5: Profitabilitas berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang.

H6: Risiko bisnis berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang.

BAB V

PENUTUP

5.1 Simpulan

Berdasarkan hasil analisis dan pengujian atas data dalam penelitian mengenai pengaruh pertumbuhan perusahaan, *free cash flow*, struktur aset, likuiditas, profitabilitas, dan resiko bisnis, maka diperoleh kesimpulan sebagai berikut :

1. Variabel pertumbuhan perusahaan terbukti berpengaruh secara positif dan signifikan terhadap kebijakan hutang. Hal ini dikarenakan perusahaan yang memiliki pertumbuhan yang tinggi akan membutuhkan dana yang besar untuk melakukan ekspansi.
2. Variabel *free cash flow* tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Hal ini dikarenakan perusahaan akan mengutamakan penggunaan dana internal untuk kebutuhan investasi dan kegiatan operasionalnya, sehingga jika perusahaan mempunyai dana internal yang tinggi maka perusahaan akan mengoptimalkan kelebihan dananya dan akan mengurangi penggunaan dana eksternal untuk mencukupi kebutuhan pendanaannya.
3. Variabel struktur aset berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang. Hal ini dikarenakan Perusahaan memiliki aset lancar yang lebih besar untuk mendanai kegiatan operasional perusahaan.
4. Variabel likuiditas berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang. Hal ini dikarenakan adanya kemampuan likuiditas perusahaan yakni

membayar kewajiban jangka pendeknya sehingga dapat meminimalisir tingkat risiko perusahaan oleh hutang.

5. Variabel profitabilitas berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang. Hal ini dikarenakan perusahaan memiliki dana internal yang berlimpah untuk memenuhi kebutuhan kegiatan operasional perusahaan.
6. Variabel resiko bisnis berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan hutang. Hal ini dikarenakan para investor beranggapan perusahaan yang beresiko tinggi akan memberikan *return* yang tinggi juga.

5.2 Saran

Saran penelitian ini bedasarkan hasil dan pembahasan adalah sebagai berikut :

1. Hasil penelitian ini memberikan nilai adjusted R^2 yang relatif kecil, sehingga diduga ada faktor lain yang diperkirakan berpengaruh terhadap kebijakan hutang namun belum dimasukkan dalam model penelitian. Penelitian selanjutnya disarankan untuk menambahkan variabel independen lainnya diantaranya ukuran perusahaan.
2. Penelitian ini menggunakan pengukuran *Debt to Equity Ratio* (DER) dalam mengukur kebijakan hutang. Penelitian selanjutnya diharapkan dalam mengukur kebijakan hutang menggunakan kebijakan hutang jangka panjang. Pengukuran tersebut diharapkan dapat mencerminkan kebijakan hutang yang sebenarnya.

3. Menggunakan sampel yang berbeda dengan tujuan untuk membandingkan hasil penelitian seperti perusahaan di sektor industri *properti* dan *real estate* karena memiliki tingkat hutang yang cukup tinggi.
4. Dapat menambahkan variabel moderating untuk memoderasi pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen. Variabel moderating dapat menggunakan kebijakan deviden berdasarkan logika bahwa perusahaan yang memiliki kebijakan deviden yang tinggi akan semakin menambah hutang perusahaan.



DAFTAR PUSTAKA

- Abor, J. 2008. Agency Theoretic Determinants of Debt Levels: Evidence from Ghana. *Review of Accounting and Finance*, 7 (2): 183-192.
- Akoto, R.K., dan Vitor, D.A. 2014. What Determines The Debt Policy of Listed Manufacturing Firms in Ghana?. *International Business Research*, 7 (1): 42-28.
- Amirya, M. Dan S. Atmini. 2008. Determinan Tingkat Hutang serta Hubungan Tingkat Hutang Terhadap Nilai Perusahaan: Perspektif Pecking Order Theory. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan Indonesia*, Vol. 5, No. 2, hlm. 227-244
- Bhaduri, S.N. 2002. Determinants of Capital Structure Choice: a Study of the Indian Corporate Structure. *Applied Financial Economics*, 12 (9): 655-665.
- Brealey, R.A., Myers, S.C., dan Allen, F. 2011. *Principles of Corporate Finance 10th Edition*. New York: McGraw-Hill Inc.
- Brigham, E. 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.
- Cruthley, C. E dan R. S. Hansen. 1989. "A Test of Agency Theory of Managerial Ownership, Corporate Leverage, and Corporate Dividends". Dalam *Financial Management*. Hal 36-46.
- Damayanti, D. T. Hartini. 2014. Pengaruh Profitabilitas, Likuiditas, Pertumbuhan Penjualan, dan Ukuran Perusahaan Sektor Consumer Goods di BEI Periode 2008-2012.
- Destriana, Nicken dan Yenie. 2010. Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang Pada Perusahaan Non Keuangan Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*. Vol. 12. Hlm. 1-16.
- F. Modigliani and M. Miller. 1963. "Corporate Income Taxes and The Cost of Capital : A Correction". *The American Economic Review*. Vol. 53 No. 3, Juni, pp. 433-443.
- Faisal. 2004. Analisis Agency Cost, Struktur Kepemilikan dan Mekanisme Corporate Governance, *Simposium Nasional Akuntansi Indonesia VII*. Hlm. 197-208.
- Ghozali, Imam. 2007. *Manajemen Risiko Perbankan Pendekatan Kuantitatif Value at Risk (VAR)*. Badan Penerbit Universitas Diponegoro : Semarang
- Ghozali, Imam .2013. *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS*. Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Gitman, Lawrence J. 2003. *Principles of Managerial Finance*. 10th edition: Addison Wesley

- Hanafi, M.M. dan Halim, A. 2012. *Analisis Laporan Keuangan Edisi Keempat*. Yogyakarta: Unit Penerbit dan Percetakan STIE YKPN
- Hardiningsih dan Oktaviani. 2012. Determinan Kebijakan Hutang dalam *Agency Theory Dan Pecking Order Theory*. *Dinamika Akuntansi, Keuangan dan Perbankan*. Hal. 11 – 24.
- Harjanti, Tri, Theresia dan Eduardus, Tandelilin. 2007. Pengaruh Firm size, Tangible Assets, Growth, Opportunity, profitability, dan Bussiness Risk pada Struktur Modal Perusahaan Manufaktur di Indonesia: Studi kasus di BEJ. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis*, Vol. 1, No.1, Maret, Hlm. 1-10.
- 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.
- Imam Ghozali. 2007. *Manajemen Risiko Perbankan Pendekatan Kuantitatif Value at Risk (VAR)*. Badan Penerbit Universitas Diponegoro : Semarang. 2006. *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS*. Badan Penerbit Universitas Diponegoro : Semarang.
- 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, M, 1986. *Agency Costs of Free cash flow*, corporate finance, American, Review 76, 323 . 339
- Junaidi. 2006. Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Institusional Terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan: Sebuah Perspektif *Agency Theory* dengan Variabel Kontrol *Dividend Payout Ratio*, Ukuran Perusahaan, *Asset Structure* dan Resiko Bisnis (Studi pada Perusahaan yang Go Publik di Bursa Efek Jakarta). *Jurnal Ilmiah Bidang Manajemen dan Akuntansi*, September 2006, Vol. 3, No. 2, pp. 214-228.
- Karinaputri, Nanda. 2012. Analisis Pengaruh Kepemilikan Institusional, Kebijakan Dividen, Profitabilitas, dan Pertumbuhan Perusahaan Terhadap Kebijakan Hutang Studi Pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI Tahun 2008-2010. *Skripsi*. Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro.
- Kasmir. 2010. *Pengantar Manajemen Keuangan*. Jakarta: Penamedia Group.

- Kieso, D.E., Weygandt, J.J., dan Warfield, T.D. 2008. *Akuntansi Intermediate Jilid 2*. Jakarta: Erlangga.
- Kusrini, Hari. 2012. Pengaruh Ukuran Perusahaan, Resiko Bisnis, Profitabilitas, dan Likuiditas Terhadap kebijakan Hutang. Tesis. Dipublikasikan.
- Laporan Keuangan dan Laporan Tahunan Perusahaan www.idx.co.id
- Lopez, Jose and Fransisco Sogorb. 2008 “Testing Trade-Off and Pecking Order Theories Financing SMEs”. *Small Business Economics*. Vol. 31, pp 117-136.
- Mamduh. 2004. *Manajemen Keuangan Edisi 1*. Bpfe : Yogyakarta
- Margaretha, Farah. 2014. Determinants of Debt Policy in Indonesia’s Public Company. *Rev.Integr. Bus. Econ. Res.* Vol 3(2), p. 10-16.
- Milanto, D. 2012, Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang, *Dinamika Manajemen Vol. 2 (3)*: 97-112.
- Moh’d, M.A. et. al. 1998. The Impact of Ownership Structure On Corporate DebtPolicy: A Time-Series Cross-Sectional Analysis. *The Financial Review*,33. p.85-98.
- Mulyanti, Fitri Mega. 2010. *Analisis faktor yang mempengaruhi kebijakan hutang dan pengaruhnya terhadap nilai perusahaan*. Tesis. Dipublikasikan.
- Munawir, S. (2004). *Analisis Laporan Keuangan*. Yogyakarta : Penerbit Liberty.
- Murni, Sri dan Andriana. 2007. Pengaruh Insider Ownership, Institusional Investor, Dividend payments, dan Firm Growth Terhadap KebijakanHutang Perusahaan (Studi Kasus pada Perusahaan Manufaktur yangTerdaftar di Bursa Efek Jakarta). *Jurnal Akuntansi dan Bisnis*. Vol. 1.Hlm. 15-24.
- Mutamimah. 2003. “Analisis Struktur Modal Pada Perusahaan-Perusahaan NonFinansial Yang Go Public Di Pasar Modal Indonesia”. *Jurnal Bisnis Strategi*. Vol. 11 Juli. Pp 71-60.
- Murtiningtyas, A. I. 2012. Kebijakan Deviden, Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Profitabilitas, Risiko Bisnis Terhadap Kebijakan Hutang. *Accounting Analysis Journal*, 1 (2).
- Myers S. 1984. The Capital Structure Puzzle.*Journal of Finance*. 39;575-592.
- Nugrahani, Sarsa Meta, & Sampurno, R. Djoko. (2012). Analisis pengaruh profitabilitas, Likuiditas, Pertumbuhan Penjualan, Ukuran Perusahaan dan Kepemilikan Manajerial terhadap Struktur Modal. *Diponegoro Bussiness Review*. 1(1). 1-9.
- Narita, Rona Mersi. 2012. Analisis Kebijakan Hutang. *Accounting Analysis Journal*.Vol. 2.
- Natasia, W., & Wahidahwati. 2015. Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang Perusahaan yang Terdaftar di BEI. *Jurnal Ilmu dan Akuntansi*, 4(12), 1-22.

- Ozkan, Aydin. 2001. "Determinants of Capital Structure and Adjustment to Long Run Target : Evidence from UK Company Panel Data". *Journal of Business Finance & Accounting* 28 (1) & (2), January/ March
- Paydar, M., & Bardai, B. (2012). Leverage Behavior of Malaysian Manufacturing Companies a Case Observation of Industrial Sector's Bursa Malaysia. Malaysia: Universiti Teknologi Kualampur.
- 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.
- Rifai, Mohamad Hidayat. (2015). Pengaruh Risiko Bisnis, Pertumbuhan Perusahaan, Ukuran Perusahaan dan Struktur Aktiva terhadap Kebijakan Hutang pada Perusahaan Sektor *Property and Real Estate* yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Skripsi*. Universitas Diponegoro.
- Risdawaty, I. M. E., & Subowo. (2015). Pengaruh Struktur Modal, Ukuran Perusahaan, Asimetri Informasi, dan Profitabilitas terhadap Kualitas Laba. *Jurnal Dinamika Akuntansi*, 7(2), 109–118.
- Riyanto, Bambang. 2004. *Dasar-Dasar Pembelajaran Perusahaan*. Yogyakarta: BPFE.
- Sartono, Agus. 2001. Kepemilikan Orang Dalam (*Insider Ownership*), Utang dan Kebijakan Dividen: Pengujian Empirik Teori Keagenan (*Agency Theory*). *Jurnal Siasat Bisnis*, Vol.2 : 107-117.
- Setyawati, P.A (2014). Analisa Pengaruh Struktur Kepemilikan, Deviden, Struktur aset dan Profitabilitas terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan (Studi Empiris pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2010-2012). *Skripsi*. Universitas Diponegoro.
- Simanjutak, D. dan Kiswanto. 2015. Determinan Kebijakan Dividen pada Perusahaan Manufaktur di Indonesia Tahun 2011-2013. *Jurnal Dinamika Akuntansi*, 7 (2): 150-160.
- Steven & Lina. (2011). Faktor-faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang Perusahaan Manufaktur. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*. 13(3). 163-181.
- Surya, D. dan Rahayuningsih, D.A. 2012. Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang Perusahaan Non Keuangan yang Terdaftar dalam Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, 14 (3): 213-225
- Suryani, A.D. dan Khafid, M. 2015. Pengaruh Free Cash Flow, Pertumbuhan Perusahaan, Kebijakan Dividen dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Hutang pada Perusahaan Manufaktur di BEI Tahun 2013. *Dinamika Akuntansi, Keuangan dan Perbankan*, 4 (1): 20-28.
- 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*. Universitas Negeri Semarang.

- Susanti, A. dan Mayangsari, S. 2014. Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang Perusahaan Non Keuangan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *e-Journal Magister Akuntansi Tri Sakti*, 1 (1): 29-50.
- Van Horne, James C. & Wachowocz, JR., John M. (2005). *Prinsip-Prinsip Manajemen Keuangan Edisi 12 Buku 1*. 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
- Wahyudin, Agus. 2015. *Metodologi Penelitian*. Semarang: Unnes Press.
- Weston and Copeland. 1996. *Manajemen Keuangan*. Jakarta: Erlangga
- Wiliandri, Ruly. 2011. Pengaruh Blockholder Ownership dan Firm Size terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan. *Jurnal Ekonomi Bisnis*. 16(2), 95-102.
- 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 Mei 2017).
- 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.
- Yuniarti, A. M. D. (2014). Pengaruh Kepemilikan Manajerial Dividen Profitabilitas Dan struktur set Terhadap Kebijakan Hutang, *Accountung Analysis Journal* 3(4), 543–552.