



Determinan Kebijakan Hutang: Bukti Empiris pada Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia

Linda^a, Maya Febrianty Lautania^b, Muhammad Arfandynata^c

^{a,b,c}Fakultas Ekonomi Dan Bisnis Universitas Syiah Kuala

*Corresponding author: linda.eka11@gmail.com^a, maya_lautania@yahoo.com^b

<https://doi.org/10.24815/jdab.v4i1.6628>

ARTICLE INFORMATION

Article history:

Received: date 29 November 2016

Received in revised form: 20 February 2017

Accepted: 28 February 2017

Available online 8 March 2017

Keywords:

asset structure, free cash flow, investment opportunity set, debt policy, debt to equity ratio, pecking order theory.

ABSTRACT

The purpose of this study is to examine the influence of asset structure, free cash flow (FCF), and investment opportunity set on debt policy in the LQ-45 company listed in the Indonesia Stock Exchange between 2011 and 2015. The data used in this study obtained from published company financial statements. The sample was selected based on purposive sampling method e.g. 110 observations. The hypotheses were tested by using multiple linear regression analysis. The results of this study demonstrated that the asset structure, FCF, and investment opportunity set both partially and simultaneously determine the Debt to Equity Ratio. Partially, this study found that the asset structure and FCF has a negative influence on debt to equity ratio, while the investment opportunity set has a positive influence on debt to equity ratio. based on these results, the good investment opportunity set have a strong relationship on the level of debt risk.

©2017 FEB USK. All rights reserved.

1. Pendahuluan

Manajer sebuah perusahaan adalah pengelola perusahaan yang mendapat kepercayaan dari para pemegang saham atau pemilik perusahaan untuk menjalankan perusahaan sebagai kunci kesuksesan suatu perusahaan. Manajer memikul tanggung jawab membuat keputusan untuk mencari dana dan mengelola pemanfaatan dana perusahaan tersebut (Wahidahwati, 2002). Salah satu sumber dana yang dapat digunakan untuk pengembangan perusahaan dapat diperoleh melalui pihak luar perusahaan dalam bentuk pinjaman yang disebut dengan hutang. Biasanya hutang perusahaan akan selalu dibandingkan dengan ekuitas yang dikenal

dengan *Debt to Equity Ratio* (DER) yaitu rasio untuk mengetahui struktur modal perusahaan.

Struktur Modal adalah perbandingan pendanaan jangka panjang perusahaan yang dapat ditunjukkan dari tingkat hutang jangka panjang yang dibandingkan dengan jumlah modal sendiri yang dimiliki perusahaan. Modal sendiri dapat bersumber dari modal saham, laba ditahan, dan cadangan. Ketika perusahaan mengalami defisit dalam pendanaan setelah menggunakan dana dari modal sendiri maka perusahaan akan beralih menggunakan hutang sebagai sumber dana dari pihak luar perusahaan. Pendanaan tersebut juga perlu diperhitungkan tingkat efisiensinya sehingga tingkat struktur modal yang optimal dapat

tercapai. Struktur modal yang optimal dapat diartikan sebagai struktur modal yang dapat meminimalkan biaya penggunaan modal keseluruhan dan modal biaya rata-rata, sehingga dapat memaksimalkan nilai perusahaan. Masing-masing perusahaan memiliki cara tertentu dengan kebijakan-kebijakan yang dibuatnya guna mencapai tujuan utama bisnisnya untuk memaksimalkan nilai perusahaan serta mengurangi tingkat resiko keuangan perusahaan. Bentuk teori struktur modal yang menjadi dasar ialah yang dikemukakan oleh Mondligiani dan Miller (1958) bahwa struktur modal tidak relevan kecuali dalam pasar sempurna, maka ketidaksempurnaan yang ada di dunia nyata harus menjadi penyebab relevansinya. Perkembangan teori keuangan mengenai struktur modal mengalami banyak masukan pendapat baru dari tanggapan para ahli sehingga menghasilkan teori baru seperti *Balancing Theory* atau *Trade-Off Theory*, *Pecking Order Theory*, dan *Theory Agency* (Teori Keagenan) (Agus, 2011).

Balancing Theory ini menjelaskan bahwa perusahaan dalam melakukan pendanaan menggunakan dana yang sebagian bersumber dari hutang dan sebagian lainnya bersumber dari ekuitas. Berdasarkan hal ini disebutkan bahwa pemilihan dengan menggunakan hutang dapat memberikan keuntungan bagi perusahaan yakni dengan adanya penghematan pajak (*Tax Shield*), dibandingkan dengan biaya kemungkinan kesulitan keuangan termasuk kepailitan hutang. Pendapat ini juga sejalan dengan pendapat Hovakimian, Opler dan Titman (2001) bahwa mereka menemukan adanya keuntungan pada pendanaan yang bersumber dari hutang, daripada pendanaan dengan menggunakan ekuitas (Agus, 2011). Selain itu juga teori ini juga mendukung *Pecking Order Theory*.

Berdasarkan *Pecking Order Theory* yang menjelaskan urutan penggunaan dana perusahaan, jika menggunakan dana dari pihak luar perusahaan maka manajer akan lebih dahulu menggunakan hutang. Manajer lebih menyukai penggunaan

hutang untuk pendanaan dari pihak luar perusahaan dari pada penerbitan saham baru, dengan pertimbangan biaya emisi hutang jangka panjang yang lebih murah daripada penerbitan saham (Weston dan Copeland, 1997) Hutang sangat terkait dengan struktur modal. Pengaturan komposisi struktur modal suatu perusahaan dapat dipengaruhi oleh banyak faktor. Komposisi struktur modal yang di dalamnya ada kepemilikan manajerial, dapat mempengaruhi keputusan perusahaan dalam kegiatan pendanaan. Pengambilan keputusan tersebut sangat dipengaruhi oleh manajer perusahaan, sehingga timbul masalah agensi (Steven dan Lina, 2011).

Teori agensi menjelaskan adanya kemungkinan bahwa kepentingan manajemen bertentangan dengan kepentingan pemegang saham, yang disebabkan oleh manajer yang lebih mengutamakan kepentingan pribadinya. Pemegang saham ingin pendanaan perusahaan dibiayai oleh hutang, namun bertentangan dengan manajer yang beranggapan bahwa hutang beresiko tinggi. Perbedaan kepentingan ini akan menimbulkan konflik yang di sebut dengan masalah agensi (Tjeleni, 2013). Sejalan dengan pendapat Jensen dan Meckling (1976); McConnell dan Serveas (1990), bahwa hutang berpengaruh penting terhadap konflik agensi, perusahaan dengan tingkat hutang tinggi akan dapat diawasi oleh pihak debitor dan karenanya pihak manajer sedikit mempunyai kesempatan untuk melakukan aktivitas yang tidak bernilai. Peningkatan proporsi hutang akan menambah resiko investasi usaha dalam pembayaran bunganya, sehingga pembayaran bungayang besar karena besarnya pinjaman hutang akan memperbaiki pengawasan dan karenanya akan mengurangi konflik keagenan.

Timbulnya biaya agensi (*agency cost*) yang disebabkan oleh sistem pengawasan tersebut, sehingga akan membutuhkan biaya yang lebih. Brigham dan Houston (2006) menyebutkan bahwa biaya agensi adalah biaya yang mencakup semua biaya untuk mengawasi (*monitoring*) tindakan manajer, mencegah tindakan manajer yang tidak

dikehendaki, dan *opportunity cost* (biaya kesempatan) akibat pembatasan yang dilakukan pemegang saham terhadap tindakan manajer. Terdapat beberapa alternatif untuk mengurangi biaya agensi. Salah satunya melalui peningkatan hutang, peningkatan hutang akan menurunkan konflik agensi dan menurunkan *excess cash flow* yang ada dalam perusahaan yang dapat membatasi kemungkinan pemborosan dana oleh manajer (Wahidahwati, 2002).

Perusahaan besar memiliki struktur aset yang besar pula. Struktur aset ialah menentukan besarnya alokasi masing-masing komponen aset, seperti aset tetap dan aset lancar. Perusahaan yang memiliki aset untuk dijadikan sebagai jaminan akan memilih untuk menggunakan hutang lebih banyak. Besarnya aset tetap dapat menentukan besarnya penggunaan hutang. Perusahaan yang memiliki aset tetap yang besar dapat menggunakan hutang dalam jumlah yang besar, karena aset tersebut dapat digunakan sebagai jaminan (Manan, 2004). Hasil penelitian Yeniatie dan Nicken (2010) menyebutkan bahwa struktur aset berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang (DER) hasil penelitian tersebut juga didukung oleh penelitian Pancawati dan Rachmawati (2012) dan Susilawati, Agustina & Tin (2012) yang juga menyatakan bahwa struktur aset memiliki pengaruh positif terhadap kebijakan hutang dan Proporsi aset yang besar memiliki pengaruh bagi perusahaan dalam menggunakan hutang.

Perusahaan dalam perlakuannya terhadap *free cash flow* (FCF), juga sering menimbulkan konflik antara pemegang saham dan manajer. Manajemen berpendapat bahwa dana FCF sebaiknya digunakan untuk investasi yang lebih strategis guna meningkatkan keuntungan perusahaan dalam jangka panjang. Namun berbeda dengan pendapat pemegang saham yang menginginkan FCF dibagikan untuk mereka sebagai tambahan deviden (Suastawan, 2014). Konflik tersebut juga akan meningkatkan biaya agensi (*agency cost*). Beberapa peneliti mengemukakan bahwa FCF sebagai dasar dalam

mengukur kekuatan suatu perusahaan untuk mencukupi kebutuhan akan modal secara berkesinambungan. Dikemukakan juga oleh peneliti lain bahwa FCF sebagai gambaran kondisi kas yang tersedia setelah perusahaan memenuhi kewajiban dan tanggungjawabnya, yakni kepentingan dalam melakukan pembayaran aktivitas operasi perusahaan. Pendapat peneliti lain bahwa FCF menerangkan keadaan kas perusahaan yang tersedia setelah dikurangi dengan biaya operasional, baik yang menambah modal kerja dan perawatan aset operasional (Hasugian, 2010). Secara empiris, terdapat hasil penelitian yang bertentangan mengenai pengaruh FCF terhadap kebijakan hutang. Ada yang menyatakan bahwa FCF memiliki pengaruh positif terhadap kebijakan hutang seperti Fitriyah dan Hidayat (2011); Damayanti (2006); Nurwahyudi dan Mardiah (2004) sedangkan Suastawan (2014); Hasugian (2010) menyebutkan bahwa FCF tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang.

Kebijakan hutang juga ditentukan oleh *investment opportunity set* (IOS) yaitu tersedianya aset riil, dan memiliki peluang dan kesempatan untuk investasi di masa depan, sehingga terjadi kombinasi diantara kedua hal tersebut, lalu menghasilkan set kesempatan investasi. Myers (1977) mengemukakan bahwa perusahaan yang bertumbuh akan lebih banyak menggunakan pendanaan perusahaan yang bersumber dari modal sendiri atau ekuitas daripada hutang. Hal ini terjadi jika pertumbuhan perusahaan menggunakan sumber biaya dari hutang, manajer tidak dapat melakukan investasi secara optimal, karena kreditur akan memperoleh hak klaim pertama kali atas aliran kas dari hasil investasi tersebut. Secara umum dalam berbagai riset, variabel binary yang merupakan proksi untuk perusahaan bertumbuh dan tidak bertumbuh, atau perusahaan yang memiliki peluang investasi dan yang bukan berpeluang investasi adalah Set Kesempatan Investasi.

Berdasarkan penelitian Gul & Kealey (1999) menyebutkan bahwa IOS memiliki pengaruh

negatif terhadap DER. Objek yang digunakan dalam penelitian tersebut ialah perusahaan-perusahaan di Korea. Fitriyah dan Hidayat (2011) berpendapat juga bahwa IOS berpengaruh negatif terhadap DER.

Penelitian ini penulis ingin melihat pengaruh struktur aset, *FCF*, dan *investment opportunity* set terhadap *debt to equity ratio* pada perusahaan Iq-45 yang terdaftar di bursa efek Indonesia periode 2011-2015. melalui penelitian ini diharapkan dapat bermanfaat bagi investor ketika mengambil keputusan dalam menginvestasikan dananya, dan bagi manajer dapat menjadi informasi yang bermanfaat dalam mengambil kebijakan bagi perusahaan.

2. Kerangka Teoritis dan Pengembangan Hipotesis

Theory Agency (Teori Keagenan)

Permasalahan antar kepentingan muncul diakibatkan adanya perbedaan kepentingan antara manajemen dan pemilik modal perusahaan. Manajemen sebagai *agent* dari pemilik modal, seharusnya bertujuan untuk memakmurkan pemilik modal, namun dikarenakan adanya risiko yang akan diterima oleh manajemen, maka dalam mengambil keputusan ketika menjalankan perusahaan, manajemen harus mempertimbangkan juga kepentingannya sendiri. Perbedaan inilah yang akan menimbulkan masalah agensi (Hardingsih dan Oktaviani, 2012).

Hubungan agensi yaitu hubungan mengenai adanya pemisahan antara kepemilikan dan pengelolaan yang dilakukan oleh manajer. Manajemen pihak yang diberi kepercayaan oleh pemilik modal seharusnya dapat digantikan oleh manajemen lainnya oleh pemilik modal, jika manajemen sebelumnya tidak dapat memberikan kemakmuran pada perusahaan dan pemilik modal (Jensen dan Meckling, 1986). Masalah agensi muncul dalam dua bentuk, yakni antara pemilik perusahaan (*principals*) dengan manajemen (*agent*) dan antara pemegang saham (*shareholders*) dengan pemilik obligasi (kreditur).

Masalah agensi ini muncul jika saham yang dimiliki oleh manajemen kurang dari seratus persen (100%) saham perusahaan (Brigham dan Houston, 2006).

Konflik antara agen dan principal merupakan penyebab utama timbulnya biaya keagenan (*agency cost*). Berdasarkan *theory agency* menyebutkan bahwa sulit untuk mempercayai pihak manajemen sebagai agen akan bertindak sesuai dengan keinginan pemilik perusahaan. Konflik ini mengakibatkan biaya keagenan, maka masing-masing pihak berusaha agar dapat mengurangi biaya ini dengan cara tertentu. Jensen dan Meckling (1976) menyebutkan ada tiga jenis biaya keagenan. Pemilik perusahaan dapat membatasi *deivergensi* kepentingannya dengan menetapkan insentif yang layak dan dengan mengeluarkan biaya monitoring yang dirancang untuk membatasi aktivitas-aktivitas yang menyimpang yang akan dilakukan oleh manajemen sebagai agen. Manajemen (*agen*) memungkinkan untuk membelanjakan sumber daya perusahaan (*bonding cost*) dalam beberapa kondisi tertentu, untuk menjamin bahwa manajemen tidak akan melakukan hal yang merugikan pemilik perusahaan atau untuk menambah keyakinan pemilik perusahaan untuk memberikan kompensasi jika manajemen benar-benar melakukannya. Namun demikian, masih juga timbul kemungkinan terjadinya *divergensi* antara keputusan-keputusan manajemen dengan keputusan-keputusan yang dapat meningkatkan kesejahteraan bagi manajemen. Nilai uang yang ekuivalen dengan pengurangan kesejahteraan dari pemilik perusahaan juga merupakan biaya yang timbul dari biaya keagenan, yang disebut dengan kerugian residual. Kesimpulannya, terdapat tiga biaya keagenan yakni (1) biaya monitoring; (2) *the bonding cost*; (3) biaya kerugian residual (Destriana, 2011). Hasil penelitian Florackis dan Ozkan (2004), pada perusahaan yang tingkat pertumbuhannya tinggi mengindikasikan biaya agensi yang tinggi dibandingkan perusahaan perusahaan yang tingkat pertumbuhannya rendah

karena kemungkinan asimetri informasi yang terjadi diantara manajer, shareholder dan kreditur.

Konflik agensi dapat diminimalkan dengan suatu sistem pengawasan sehingga kepentingan pihak-pihak terkait dapat disejajarkan (Wahidahwati, 2002). Timbulnya biaya agensi yang disebabkan oleh sistem pengawasan tersebut, sehingga akan membutuhkan biaya yang lebih. Meminimumkan biaya agensi juga bisa dilakukan dengan memberikan stock option, agar manajer selalu melakukan tindakan yang terbaik untuk kepentingan pemilik modal atau saham. *Stock option*, memberikan hak kepada manajer untuk membeli saham perusahaan dengan jumlah dan harga yang telah ditentukan, maka manajer juga akan berusaha untuk meningkatkan harga saham perusahaan. Meningkatnya harga saham perusahaan, maka akan meningkatkan nilai *stock option* pula (Sartono, 2010).

Pecking Order Theory

Tindakan-tindakan *pecking order theory* dikemukakan oleh Myers dan Majluf pada tahun 1984, merupakan urutan keputusan perusahaan dalam pendanaan. Manajer akan lebih dahulu memilih menggunakan dana laba ditahan, lalu menggunakan hutang, dan menerbitkan saham sebagai pilihan terakhir. Manajer lebih menyukai penggunaan hutang untuk pendanaan dari pihak luar perusahaan dari pada penerbitan saham baru, karena pertimbangan biaya emisi hutang jangka panjang yang lebih murah daripada penerbitan saham (Weston dan Copeland, 1997).

Informasi Asimetrik merupakan dasar dari munculnya *pecking order theory*. Informasi asimetrik yaitu situasi ketika pihak manajemen lebih banyak mengetahui informasi perusahaan daripada pihak pemilik modal. Hal ini akan mempengaruhi manajemen dalam memilih penggunaan dana internal perusahaan atau dana eksternal, dan memilih penggunaan hutang baru atau penerbitan saham baru (Hardiningsih dan Oktaviani, 2012).

Myers (2001) menyebutkan tentang *balancing theory* atau *trade-off theory*, bahwa perusahaan akan terus melakukan pendanaan dengan hutang sampai tingkat tertentu, dimana penghematan pajak dari tambahan hutang sama dengan biaya *financial distress*. *Financial distress* adalah biaya kebangkrutan dan biaya keagenan yang meningkat sebagai akibat dari menurunnya tingkat kredibilitas perusahaan. Penentuan struktur modal yang optimal, *balancing theory* memasukan beberapa factor seperti pajak, biaya keagenan, biaya *financial distress*, namun tetap mempertahankan asumsi efisiensi pasar dan informasi simetris sebagai imbalan dan manfaat penggunaan hutang. Tercapainya tingkat hutang yang optimal yakni ketika penghematan pajak mencapai jumlah yang maksimal terhadap biaya *financial distress*. Teori ini memiliki implikasi bahwa manajer akan mempertimbangkan keputusan dalam kerangka *trade-off* antara penghematan pajak dan biaya *financial distress* dalam penentuan komposisi struktur modal perusahaan. Perusahaan yang memiliki tingkat profitabilitas yang tinggi cenderung akan meningkatkan rasio hutangnya, sehingga tambahan hutang tersebut dapat mengurangi pajak. Namun hal ini manajemen jarang menerapkannya. Sebagai perbandingan, penelitian Donaldson (1961) yang meneliti perusahaan-perusahaan di Amerika yang memiliki tingkat profitabilitas tinggi, namun mereka cenderung memiliki tingkat rasio hutang yang rendah (Brigham dan Houston, 2006).

Menurut Brigham dan Gapenski (1996) dan Mulyono (2009) menyebutkan bahwa kombinasi antara *balancing theory* dan *pecking order theory* dapat diambil kesimpulan mengenai karakteristik perusahaan yakni, penggunaan hutang memberikan keuntungan karena adanya pengurangan pembayaran pajak akibat bunga hutang, oleh karena itu perusahaan sebaiknya menggunakan hutang dalam struktur modalnya. Biaya kebangkrutan dan biaya agensi membatasi penggunaan hutang. Setelah melebihi dari suatu

titik tertentu, biaya tersebut menutup keuntungan penggunaan hutang; Asimetri informasi yang terjadi, membuat perusahaan untuk mengambil kebijakan hutang yang lebih tinggi dibandingkan mengeluarkan saham baru. Adanya asimetri informasi yang dapat menyebabkan *bad signaling* dapat menyebabkan turunnya harga saham.

Kebijakan Hutang

Salah satu cara untuk memperoleh dana dari pihak luar perusahaan dilakukan melalui hutang dengan pihak kreditur (pemberi pinjaman). Menurut Hanafi dan Halim (2005), menyebutkan bahwa hutang yaitu semua yang termasuk kewajiban perusahaan yang belum terpenuhi kepada pihak lain, merupakan sumber dana atau modal yang berasal dari pihak kreditur. Kebijakan hutang ialah kebijakan yang dimiliki oleh perusahaan untuk memanfaatkan fasilitas pendanaan dari pihak luar perusahaan, kebijakan hutang dapat dipengaruhi oleh karakteristik khusus yang mempengaruhi kurva penawaran hutang kepada perusahaan atau permintaan hutang oleh perusahaan (Hasan, 2014), sedangkan *debt to equity ratio* (DER) adalah rasio yang membandingkan hutang dengan ekuitas perusahaan. Rasio ini sering digunakan oleh peneliti untuk mengetahui seberapa jumlah hutang perusahaan jika dibandingkan dengan ekuitasnya. Semakin besar DER maka akan meningkatkan resiko perusahaan dalam hal likuiditasnya (Susanti, 2010). Kebijakan hutang memiliki hubungan positif terhadap resiko yang menyebabkan jika hutang meningkat maka resiko juga akan meningkat. Peningkatan resiko keuangan akan menimbulkan konflik sehingga hutang perlu diatur agar konflik keagenan dapat berkurang (Faisal, 2004).

Sejalan dengan pendapat Jensen dan Meckling (1976) dan McConnell dan Servaes (1990), hutang mempengaruhi biaya agensi. Perusahaan-perusahaan yang tingkat hutangnya tinggi akan terkontrol oleh pihak debitor sehingga pihak manajer akan hanya memiliki kesempatan kecil

untuk melakukan aktivitas-aktivitas yang tidak bernilai. Proporsi hutang yang meningkat akan menambahh resiko investasi usaha dalam pembayaran bunganya. Oleh karena pembayaran bunga yang besar karena besarnya pinjaman hutang akan meningkatkan pengawasan dan karenanya akan meminimumkan biaya agensi.

Peningkatan monitoring dan pengendalian terhadap keputusan manajemen, merupakan mekanisme yang sering digunakan oleh perusahaan agar tidak dirugikan akibat masalah keagenan. Perusahaan-perusahaan multinasional mempunyai monitoring dan pengendalian yang lebih baik terhadap manajemen dan juga transparan, yang dapat dijadikan sebagai pertimbangan, sehingga dapat memberi harapan pada perilaku manajemen sesuai dengan kepentingan pemilik perusahaan. Keputusan yang diambil manajemen pun tidak akan merugikan pemilik perusahaan dan kreditur (Husnan, 2001 dalam Faisal, 2004).

Pengaruh Struktur Aset terhadap Kebijakan Hutang

Struktur aset merupakan alokasi masing-masing komponen aset, seperti aset tetap dan aset lancar (Manan, 2004). Berdasarkan PSAK No.16 (Revisi 2011) menerangkan pengertian dari aset tetap ialah aset berwujud yang:

- 1) Dimiliki untuk digunakan dalam produksi atau penyediaan barang atau jasa untuk direntalkan kepada pihak lain, atau untuk tujuan administratif; dan
- 2) Diharapkan untuk digunakan selama lebih dari satu periode.

Penggunaan properti, pabrik, dan peralatan atau aset tetap dalam proses manufaktur, penjualan, atau jasa yang merupakan aset berwujud tidak lancar perusahaan, untuk menghasilkan pendapatan dan arus kas selama lebih dari satu periode. Diharapkan dari aset ini memiliki masa manfaat lebih dari satu periode. Masa manfaat aset ini sangat beragam. Masa manfaat aset dibuat dengan asumsi yang berdasarkan pada

kondisi ekonomi, pemahaman tehnik, pengalaman, dan informasi mengenai fisik dan sifat produktif suatu aset. Kerusakan fisik dan keusangan aset juga dapat mempengaruhi masa manfaat aset tersebut. Pemeliharaan aset dengan frekuensi dan kualitas yang baik dapat menambah masa manfaat aset tersebut, namun tidak dapat membuatnya menjadi tidak terbatas. Aset ini diperoleh perusahaan dengan tujuan untuk digunakan dalam aktivitas operasional dan tidak untuk dijual kembali pada aktivitas penjualan umum. Nilai yang dimiliki aset tersebut akan berkurang (penyusutan) karena digunakan, dan aset ini biasanya merupakan aset operasi yang terbesar (Subramanyam dan Wild, 2013).

Perusahaan yang memiliki aset untuk dijadikan sebagai jaminan akan memilih untuk menggunakan hutang lebih banyak. Besarnya aset tetap dapat menentukan besarnya penggunaan hutang. Perusahaan yang memiliki aset tetap yang besar dapat menggunakan hutang dalam jumlah yang besar, karena aset tersebut dapat digunakan sebagai jaminan (Manan, 2004). Booth et al. (2001) dalam Hardiningsih dan Oktaviani (2012) juga berpendapat bahwa perusahaan yang memiliki aset tetap dalam jumlah lebih banyak, akan mampu untuk menerbitkan surat hutang lebih banyak pula. Akoto dan Vitor (2014), ada hubungan positif yang signifikan antara ukuran perusahaan dengan hutang, perusahaan dengan ukuran aset yang besar akan menggunakan hutang yang lebih tinggi dibandingkan modal. Sebaliknya hasil penelitian Hijazzi dan Tariq (2006) menunjukkan adanya hubungan negatif signifikan antara struktur aset, laba dengan hutang pada perusahaan semen di Pakistan, sebagian besar perusahaan-perusahaan semen di Pakistan lebih banyak menggunakan modal untuk kegiatan operasional perusahaannya. Penggunaan hutang yang tinggi akan memberikan pengaruh pada kecilnya profitabilitas perusahaan.

H1: Struktur Aset berpengaruh terhadap Kebijakan Hutang

Pengaruh FCF terhadap Kebijakan Hutang

FCF merupakan kas yang diperoleh dari kegiatan operasi perusahaan yang tidak dibutuhkan lagi untuk mendanai proyek yang memiliki NPV (*net present value*) positif (Kallapur dan Trombley, 1999 dalam Fitriyah dan Hidayat, 2011). FCF seringkali menjadi pemicu konflik agensi antara manajer dan pemegang saham. Pendapat pemegang saham menyebutkan bahwa dana FCF sebaiknya dibagikan untuk pemegang saham dalam bentuk dividen, sedangkan bagi manajer dana ini lebih baik digunakan untuk kegiatan investasi yang bernilai masa depan positif agar dapat menambah insentif manajer dimasa depan (Fitriyah dan Hidayat, 2011). Menurut Sartono (2010), pembagian dividen yang besar juga dapat meminimumkan biaya agensi, sehingga akan meniadakan *FCF*, yakni aliran kas bersih yang tidak dapat diinvestasikan kembali karena tidak tersedia kesempatan investasi yang menguntungkan. Apabila manajer membutuhkan dana untuk investasi maka manajer terpaksa untuk mencari sumber dana dari pihak luar perusahaan. Hal ini secara tidak langsung menempatkan manajer dibawah pengawasan pihak luar perusahaan yang salah satunya ialah kreditur.

FCF akan lebih digunakan oleh manajer untuk investasi walaupun memiliki NPV negatif, daripada membagikannya dalam bentuk dividen. Hal ini akan berdampak buruk bagi perusahaan yang memiliki kesempatan bertumbuh yang rendah. Meningkatnya hutang maka akan meningkatnya bunga hutang yang harus dibayar, sehingga akan membebani manajer yang harus berupaya agar dapat membayar dengan kas di masa jatuh tempo. Pendapat Jensen (1986) bahwa perusahaan dengan tingkat kesempatan pertumbuhan rendah dan memiliki FCF yang berlebih, maka perusahaan akan cenderung menggunakan hutang guna mengawasi tujuannya. Hutang memberikan dampak *monitoring* terhadap penggunaan FCF yang berlebihan oleh manajer yang menggunakannya untuk investasi yang tidak

bernilai. Meningkatnya hutang menyebabkan manajer harus menyiapkan dana yang lebih besar pula untuk melunasi pokok pinjaman dan juga bunganya, sehingga dana yang berlebih pun akan lebih sedikit. Selain itu kemungkinan adanya informasi asimetris juga menjadi penyebab munculnya masalah ini (Hardiningsih dan Oktaviani, 2012).

Terdapat hasil penelitian yang menyatakan bahwa FCF tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang, tetapi variabel yang berpengaruh terhadap kebijakan hutang pada hasil penelitiannya adalah profitabilitas (Suastawan, 2014) hasil penelitian yang sama juga dikemukakan oleh Hasugian (2010) berpendapat bahwa, FCF dan profitabilitas tidak berpengaruh secara signifikan terhadap kebijakan hutang pada PT. Perkebunan Nusantara III (Persero) Medan.

Hasil penelitian Fitriyah dan Hidayat (2011) berpendapat bahwa FCF berpengaruh secara signifikan terhadap DER. Objek penelitiannya ialah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) tahun 2002 hingga 2006.

H2: *FCF* (FCF) berpengaruh terhadap Kebijakan Hutang

Pengaruh *Investment Opportunity Set* dan Kebijakan Hutang

Istilah *Investment Opportunity Set* (IOS) merupakan kombinasi aktiva yang riil yang dimiliki perusahaan yang sifatnya *tangible* dengan kesempatan investasi yang sifatnya *intangibile*. Keduanya akan sangat menentukan keputusan pendanaan masa depan. Perusahaan dengan kesempatan investasi yang besar, akan memiliki alternatif-alternatif investasi dengan net present value positif. Pemanfaatan peluang investasi tersebut akan mempengaruhi nilai perusahaan nilai perusahaan di masa yang akan datang (Fitriyah dan Hidayat, 2011).

Kategori perusahaan LQ 45 salah satunya adalah perusahaan dengan kondisi keuangan dan

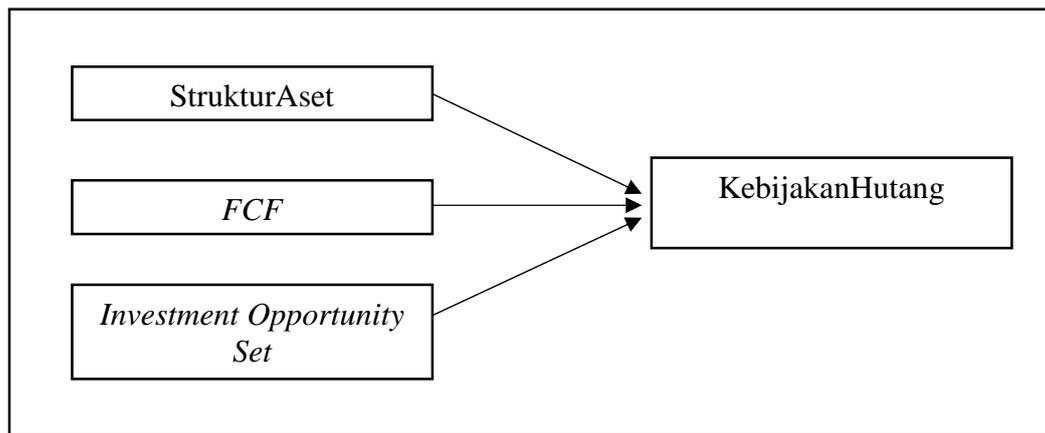
prospek pertumbuhannya yang bagus. Menurut Yeniatie dan Destriana (2010), pertumbuhan perusahaan yang besar mempunyai pengaruh positif terhadap hutang perusahaan, perusahaan yang berada pada masa pertumbuhan akan membutuhkan dana yang besar dalam ekspansi usahanya, sehingga manajer perusahaan terdorong untuk menggunakan hutang dalam pembiayaan ekspansi usahanya.

JensendanMeckling (1986) juga berpendapat kebijakan pendanaan sehubungan dengan *investment opportunity set* (IOS), secara umum memiliki masalah dengan *underinvestment*. Masalah *underinvestment* muncul ketika perusahaan menggunakan kesempatan dalam berinvestasi pada proyek dengan NPV positif, yang memiliki syarat penggunaan hutang yang besar, tanpa memiliki jaminan pembayaran hutang yang mencukupi (kondisi ketika FCF dan *asset in place* rendah). Jika perusahaan tidak mampu mencapai target dari realisasi proyek investasi, maka perusahaan harus mencari tambahan dana untuk melanjutkan proyek, atau perusahaan harus meninggalkan proyek investasi tersebut. *Underinvestment* dapat memprediksikan untuk dapat mempertahankan pertumbuhannya (dengan tetap melaksanakan investasi yang menguntungkan), perusahaan dengan *investment opportunity* yang tinggi cenderung menggunakan dana internal yaitu retained earning (laba ditahan) sebagai alternatif pendanaan. Kondisi ini kemudian akan mengakibatkan perusahaan akan menggunakan sedikit utang.

Disamping penggunaan hutang, perusahaan dapat saja mengambil kebijakan mengeluarkan saham baru dalam usaha ekspansi usahanya pada masa pertumbuhannya. Penerbitan saham baru sebagai sumber dana tentu akan menimbulkan risiko, dan akan menimbulkan konflik dengan para pemegang saham yang baru. pemegang saham yang baru tentu menginginkannya untuk dibagikan laba dalam bentuk dividen. Kondisi ini akan menyebabkan para pemegang saham menuntut tingkat pengembalian (*return*) yang

lebih tinggi, yang memungkinkan munculnya informasi asimetris (Fitriyah dan Hidayat, 2011). Perusahaan akhirnya beranggapan bahwa menerbitkan saham baru maupun penggunaan hutang, keduanya menimbulkan biaya yang lebih besar, dalam pelaksanaan proyek ekspansi perusahaannya pada masa pertumbuhan tersebut.

H3: *Investment Opportunity Set* (IOS) berpengaruh terhadap Kebijakan Hutang.



Gambar 1
Skema Rerangka Pemikiran

3. Metode Penelitian

Desain Penelitian

Desain penelitian merupakan kerangka kerja yang akan memudahkan peneliti dalam melakukan penelitiannya. Terdapat enam aspek dasar desain penelitian, yaitu tujuan studi, jenis investigasi, tingkat intervensi peneliti, konteks studi, unit analisis, dan horizon waktu studi (Sekaran, 2006:155). Tujuan studi yang dilakukan dalam penelitian ini adalah pengujian hipotesis. Pengujian hipotesis yang dilakukan adalah menguji pengaruh variabel-variabel bebas terhadap kebijakan hutang. Jenis investigasi dalam penelitian ini yaitu studi kausal (*causal study*). Tingkat intervensi dalam penelitian ini adalah intervensi minimal. Peneliti hanya mengumpulkan data berupa laporan keuangan tahunan dan selanjutnya dianalisis dengan menggunakan rasio keuangan, tanpa mengintervensi data yang diteliti. Situasi studi dalam penelitian ini adalah situasi tidak diatur. Peneliti ingin menganalisis pengaruh variabel-variabel terhadap *debt to equity ratio* (DER) tanpa intervensi peneliti terhadap

sumber data di lapangan. Unit analisis dalam penelitian ini adalah kelompok perusahaan. Penelitian ini menggunakan data laporan keuangan tahunan perusahaan LQ-45 yang terdaftar di BEI tahun 2011-2015. Dalam penelitian ini horizon waktu yang digunakan adalah pooling data/panel data.

Populasi dan Sampel

Populasi pada penelitian ini ialah seluruh perusahaan yang termasuk dalam kategori Perusahaan LQ-45 yang dinyatakan oleh Bursa Efek Indonesia pada Periode tahun 2011 hingga 2015, yang berjumlah 86 perusahaan. Untuk selengkapnya periode yang dimaksud ialah periode Februari 2011 hingga Agustus 2015, dikarenakan masa berlaku perusahaan tersebut masuk dalam kategori Perusahaan LQ-45 ialah enam bulan, hal ini berdasarkan pengumuman yang diterbitkan oleh Bursa Efek Indonesia.

Teknik penarikan sampel yang digunakan dalam penelitian ini ialah purposive sampling,

yakni hanya sampel yang memenuhi kriteria tertentu yang diambil.

Tabel 1
Kriteria Sampel Penelitian

No.	Kriteria Sampel	Jumlah Perusahaan
1.	Perusahaan yang masuk kategori LQ-45 oleh Bursa Efek Indonesia mulai periode Februari 2011 hingga Agustus 2015 secara berturut-turut.	22
2.	Perusahaan yang data laporan keuangan auditannya tidak dapat diakses secara lengkap berturut-turut di Bursa Efek Indonesia tahun 2011-2015.	(0)
Jumlah sampel per tahun		22
Jumlah observasi (22 x 5 tahun)		110

Berdasarkan Tabel 1, diperoleh sampel sejumlah 22 perusahaan, karena jumlah sampel yang relatif kecil, maka dalam proses pengolahan data digunakan metode pooled, dimana data pengamatan menjadi 110 observasi (5 tahun × 22 sampel = 110 data pengamatan), hal tersebut sudah memenuhi jumlah sampel minimum untuk dapat diregresi yaitu sejumlah 30 sampel (Ghozali, 2001).

Sumber dan Teknik Pengumpulan Data

Jenis data yang diperlukan dalam penelitian ini adalah data sekunder. Data sekunder adalah data yang diperoleh melalui sumber yang telah ada dan tidak perlu dikumpulkan sendiri oleh peneliti. Data sekunder biasanya bersumber dari publikasi pemerintah, informasi yang dipublikasikan oleh perusahaan, dokumen perpustakaan, buletin statistik, data online, website, dan internet (Sekaran, 2006:77). Teknik pengumpulan data yang digunakan dalam penelitian ini adalah dokumentasi, yaitu mengumpulkan data berupa laporan keuangan tahunan yang telah tersedia di BEI. Data diperoleh dengan mengakses website BEI dengan alamat www.idx.co.id.

Operasional Variabel Variabel Dependen (Y)

Variabel Dependen dalam penelitian ini adalah *debt to equity ratio* (DER). Penggunaan DER dalam penelitian ini adalah karena DER mampu menggambarkan komposisi struktur modal perusahaan yang digunakan sebagai sumber pendanaan perusahaan (Susanti, 2010). Berikut *Debt to Equity Ratio* (DER) dalam Brigham dan Huston (2006:95) dirumuskan sebagai berikut :

$$DER = \frac{\text{Total Hutang}}{\text{Total Ekuitas}}$$

Variabel Independen (X)

Struktur Aset

Struktur aset (AST) merupakan komposisi jumlah aset tetap yang dimiliki perusahaan (Yeniatie dan Destriana, 2010). Struktur Aset dirumuskan sebagai berikut:

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

Free Cash Flow

FCF merupakan kelebihan biaya yang diperlukan untuk mendanai semua proyek yang memiliki NPV positif. *FCF* dihitung dengan menggunakan rumus yang dikemukakan Ross *et al.*, (1999) yaitu:

$$FCF_{it} = AKO_{it} - PM_{it} - NWC_{it}$$

Keterangan:

FCF_{it} = FCF

AKO_{it} = aliran kas operasi perusahaan i pada tahun t

PM_{it} = pengeluaran modal perusahaan i pada tahun t , yakni aset tetap akhir tahun t dikurang dengan aset tetap akhir tahun sebelumnya

NWC_{it} = modal kerja bersih perusahaan i pada tahun t , yakni selisih antara aset lancar dengan hutang lancar pada tahun t

Investment Opportunity Set (IOS)

Subekti dan Kusuma (2001) dan Tarjo dan Hartono (2003) mengemukakan bahwa proksi pertumbuhan perusahaan dengan nilai IOS yang telah digunakan oleh para peneliti seperti Gaver dan Gaver (1993) secara umum dapat diklasifikasikan menjadi tiga kelompok berdasarkan faktor-faktor yang digunakan dalam mengukur nilai-nilai IOS tersebut.

Penelitian ini menggunakan proksi yaitu *book to market equity* (BVE/MVE) yang kemudian disempurnakan oleh Tarjo dan Jogyanto Hartono (2003) menjadi MVE/BVE yang masuk dalam kategori proksi berdasarkan harga, karena proksi ini yang paling banyak digunakan oleh peneliti-peneliti sebelumnya dalam mengukur IOS (Mulyono, 2009). Dapat dirumuskan *book to market equity* sebagai berikut:

$$MVE/BVE = \frac{MC}{TE}$$

Keterangan:

MVE/BE = Rasio *market to book value of equity*

MC = Kapitalisasi pasar (lembar saham beredar dikalikan dengan harga)

TE = Total ekuitas

Model Analisis dan Metode Pengujian Data

Model Analisis Data

Model analisis data dalam penelitian ini dilakukan dengan menggunakan analisis regresi linier berganda. Pengujian terhadap hipotesis baik secara parsial maupun simultan, dilakukan setelah model regresi yang digunakan bebas dari pelanggaran asumsi klasik. Berikut persamaan dalam penelitian ini:

$$Y_i = \alpha_0 + \alpha_1 X_1 + \alpha_2 X_2 + \alpha_3 X_3 + e$$

Keterangan:

(Y_i) = DER

(X_1) = AST (Struktur Aset)

(X_2) = FCF

(X_3) = IOS

α_0 = *constant*

$\alpha_1, \alpha_2, \alpha_3$ = *regression coefficient*

e = *error term*

Metode Pengujian Data

Penggunaan model regresi berganda dalam menguji hipotesis haruslah menghindari kemungkinan terjadinya penyimpangan asumsi klasik. Dalam penelitian ini asumsi klasik yang dianggap penting adalah tidak terjadi multikolinearitas antar variabel independen, tidak terjadi heteroskedastisitas atau varian variabel pengganggu yang konstan (homoskedastisitas) dan tidak terjadi autokorelasi antar residual setiap variabel independen (Ghozali, 2001).

Uji Statistik Deskriptif

Statistik deskriptif dalam penelitian pada dasarnya merupakan proses transformasi data penelitian dalam bentuk tabulasi sehingga mudah dipahami dan diinterpretasikan. Tabulasi menyajikan ringkasan, pengaturan, atau penyusunan data dalam bentuk tabel numerik dan grafik. Statistik deskriptif digunakan untuk memberikan informasi mengenai karakteristik variabel penelitian yang utama dan data demografi responde. Ukuran yang digunakan dalam deskripsi berupa frekuensi, tendensi sentral (rata-rata, median, modus), dispersi (deviasi standar dan

varian), dan koefisien korelasi antar variabel penelitian. Ukuran yang digunakan dalam statistik deskriptif tergantung tipe skala pengukuran construct yang digunakan dalam penelitian (Indriantoro dan Supomo, 2013:170).

Uji Multikolinearitas

Pengujian terhadap gejala multikolinearitas ini dilakukan untuk mengetahui apakah terdapat korelasi/hubungan yang kuat antar variabel-variabel independen dalam model persamaan regresi. Adanya multikolinearitas dalam model persamaan regresi yang digunakan akan mengakibatkan ketidakpastian estimasi, sehingga mengarahkan kesimpulan yang meneriam hipotesis nol. Hal ini menyebabkan koefisien regresi menjadi tidak signifikan dan standar deviasi sangat sensitif terhadap perubahan data (Ghozali, 2001). Dengan demikian variabel-variabel yang mempunyai indikasi kuat terhadap pelanggaran asumsi klasik akan dikeluarkan dari model penelitian. Gejala multikolinearitas dideteksi dengan menggunakan perhitungan Tolerance (TOL) dan *variance inflation factor*(VIF) serta *person correlation matrix*. Menurut Gujarati (1995), semakin besar nilai VIF maka semakin bermasalah atau semakin tinggi kolinearitas antar variabel independen. Sebagai rule of thumb adalah jika nilai VIF = 1, menunjukkan tidak adanya kolinearitas antar variabel independen, dan bila nilai VIF < 10, maka tingkat multikolinearitasnya belum tergolong berbahaya. Sedangkan nilai Tolerance (TOL) berkisar antara 0 dan 1. Jika TOL = 1, maka tidak terdapat kolinearitas antar variabel independen. Jika TOL = 0, maka terdapat kolinearitas yang tinggi dan sempurna antar variabel independen. Sebagai rule of thumb, jika nilai TOL > 0.10, maka tidak terdapat kolinearitas yang tinggi antar variabel independen .

Uji Heteroskedastisitas

Heteroskedastisitas yaitu variabel pengganggu (ei) yang memiliki variabel yang berbeda dari satu observasi ke observasi lainnya atau varian antar variabel independen tidak sama. Hal ini melanggar asumsi homoskedastisitas yaitu variabel penjelas memiliki varian yang sama (konstan). Untuk menguji adanya gejala heteroskedastisitas dalam persamaan ini dapat digunakan metode park. Apabila ditemukan nilai t hitung lebih besar dari t tabel diantara hasil regresi tersebut, maka pada model terjadi heteroskedastisitas. Adapun kriteria lain terjadinya heteroskedastisitas apabila koefisien regresi suatu variabel bebas, secara signifikan berbeda dengan nol.

Uji Autokorelasi

Autokorelasi yaitu adanya hubungan antara kesalahan-kesalahan yang muncul pada data runtun waktu (*time series*). Apabila terjadi gejala autokorelasi maka *estimator least square* masih tidak bias, tetapi menjadi tidak efisien. Dengan demikian, koefisien estimasi yang diperoleh menjadi tidak akurat (Ghozali, 2001). Untuk mendeteksi gejala autokorelasi digunakan Durbin-Watson d Statistic Test. Sebagai rule of thumb adalah jika $0 < d < d_i$ atau $d_i < d < d_u$, maka tidak terdapat autokorelasi positif di dalam model regresi. Jika $4 - d_i < d < 4$ atau $4 - d_u < d < 4 - d_i$, maka tidak terdapat autokorelasi negatif di dalam model persamaan regresi, sedangkan jika $d_u < d < 4 - d_u$, maka tidak terdapat autokorelasi baik positif maupun negatif di dalam model persamaan regresi yang digunakan (Ghozali, 2001).

Pengujian Hipotesis

Koefisien Determinasi

Koefisien determinasi (R²) pada intinya mengukur seberapa jauh kemampuan model dalam menerangkan variasi variabel dependen. Nilai koefisien determinasi adalah antara nol dan satu. Nilai R² yang kecil berarti kemampuan variabel-variabel independen dalam menjelaskan variabel-

variabel dependen amat terbatas. Nilai yang mendekati satu berarti variabel-variabel independen memberikan hampir semua informasi yang dibutuhkan untuk memprediksi variasi variabel dependen. Secara umum koefisien determinasi untuk data silang (*crosssection*) relatif rendah karena adanya variasi yang besar antara masing-masing pengamatan, sedangkan untuk data runtun waktu (*time series*) biasanya mempunyai nilai koefisien determinasi yang tinggi.

Uji Signifikansi Simultan (Uji F-statistik)

Uji statistik F pada dasarnya menunjukkan apakah semua variabel bebas yang dimasukkan dalam model mempunyai pengaruh secara bersama-sama terhadap variabel terikat (Ghozali, 2013:98).

Untuk menguji hipotesis ini digunakan statistik F dengan kriteria pengambilan keputusan:

- 1) Jika nilai F lebih besar daripada 4, maka H_0 dapat ditolak pada signifikansi 5% dan menerima H_a .
- 2) Jika nilai F hitung lebih besar daripada nilai F tabel, maka H_0 ditolak dan menerima H_a .

Nilai F_{hitung} dapat dicari dengan rumus:

$$F_{hitung} = \frac{R^2/(k-1)}{(1-R^2)/(N-k)}$$

- Jika $F_{hitung} > F_{tabel}(a, k-1, n-k)$, maka H_0 ditolak; dan
- Jika $F_{hitung} < F_{tabel}(a, k-1, n-k)$, maka H_0 diterima.

Uji Signifikansi Parameter Individual (Uji t-statistik)

Uji ini merupakan uji signifikansi (pengaruh nyata) variabel independen (X_i) terhadap variabel dependen (Y) secara parsial. Uji t-statistik juga berarti uji keberartian koefisien (b_i). Hal ini

digunakan untuk menguji koefisien regresi secara parsial dari variabel independennya. Adapun hipotesis dirumuskan sebagai berikut:

Nilai t-hitung dapat dicari dengan rumus:

$$t_{hitung} = \frac{\text{Koefisien regresi } (b_i)}{\text{Std } E_b}$$

- Jika $t_{hitung} > t_{tabel}(, n-k-1)$, maka H_0 ditolak; dan
- Jika $t_{hitung} < t_{tabel}(, n-k-1)$, maka H_0 diterima

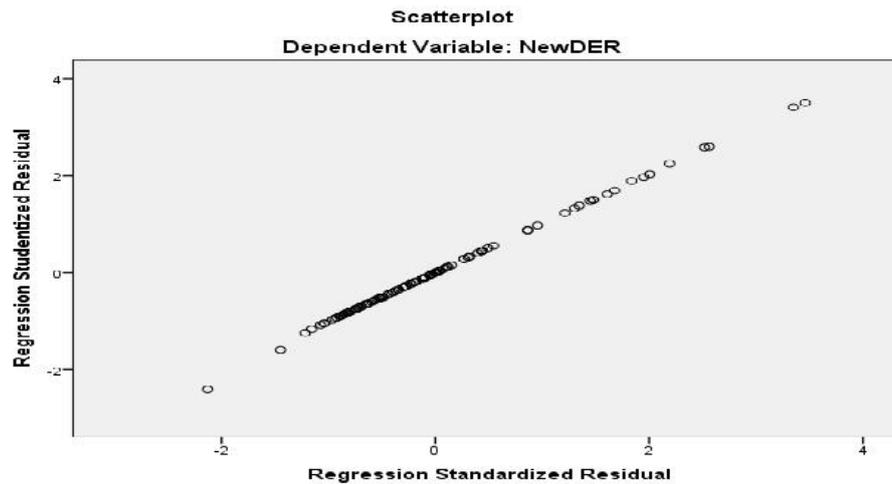
4. Hasil Penelitian dan Pembahasan

Hasil Pegujian Asumsi Klasik

Uji Normalitas

Uji normalitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi variabel pengganggu atau residual memiliki distribusi normal (Ghozali, 2013:160). Model regresi yang baik adalah distribusi data normal atau mendekati normal. Untuk menguji distribusi data dalam penelitian ini digunakan normal P-P Plot yang menunjukkan *standardized residual* tidak berada dalam kisaran garis diagonal.

Uji asumsi klasik pertama dilakukan adalah uji normalitas data. Gambar 2 berikut ini menunjukkan pengujian normalitas:



Gambar 2
Diagram Scatterplot

Menurut Gujarati (2004) menyebutkan bahwa jika data yang diuji lebih kecil dari 100 data maka perlu dilakukan uji normalitas. Namun jika data yang diuji lebih besar dari 100 data maka dapat dikatakan bahwa data tersebut telah terdistribusi normal.

Uji Multikolinearitas

Uji ini dilakukan untuk mengetahui apakah ada korelasi yang serius terjadi diantara variabel

independen yang digunakan dalam model persamaan regresi. Model regresi yang baik seharusnya tidak terdapat korelasi antara variabel independen (Ghozali, 2013:105). Untuk mendeteksi tingkat kolinieritas antara variabel independen tersebut tinggi atau tidak, digunakan Variance Inflation Factor (VIF) dan Person Correlation Matrix.

Tabel 3
Hasil Uji Multikolinearitas

Model	Tolerance	VIF
(constant)		
NewAST	.613	1.630
NewFCF	.665	1.504
NewIOS	.898	1.113

Berdasarkan Tabel 3 dapat dilihat bahwa tidak ada variabel bebas yang memiliki nilai tolerance lebih kecil dari 0,1 dan nilai VIF yang lebih besar dari 10. Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi multikolinieritas antar variabel bebas dalam model regresi.

Uji Autokorelasi

Uji autokorelasi bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi linier ada korelasi

antara kesalahan pengganggu pada periode t dengan kesalahan pengganggu pada periode $t-1$ (tahun sebelumnya). Model regresi yang baik adalah regresi yang bebas dari autokorelasi (Ghozali, 2013:110). Untuk menguji autokorelasi dalam model regresi digunakan uji Durbin-Watson (DW). Hasil pengujian autokorelasi dapat dilihat pada Tabel 4.

Tabel 4
Hasil Uji Autokorelasi

Model	Durbin-Watson (1)	Durbin-Watson (2)
1	1.538	1.802

Berdasarkan Tabel 4 dapat dilihat bahwa nilai DW (1) sebesar 1,536. Sedangkan nilai du tabel dan dL tabel masing-masing 1,7455 dan 1,6336, maka terdapat kemungkinan adanya autokorelasi dalam model ini. Untuk itu dilakukan perbaikan dengan menaksir nilai p menggunakan metode Durbin-Watson (Gujarati 1995), dengan prosedur sebagai berikut:

- 1) Mendapatkan taksiran nilai p dari d statistic yang diestimasi dengan cara memasukkan nilai d statistic yang diperoleh dari regresi dalam rumus:

$$p = [1 - (d/2)]$$

- 2) Melakukan lag terhadap variabel independen dan variabel dependen sehingga diperoleh nilai baru LagFCF, LagAST, LagIOS, dan LagDER.
- 3) Membuat variabel baru dengan cara sebagai berikut:

$$NewP_{it} = P_{it} - p \times LagP_{it}$$

$$NewFCF = FCF - p \times LagFCF$$

$$NewAST = AST - p \times LagAST$$

$$NewIOS = IOS - p \times LagIOS$$

$$NewDER = DER - p \times LagDER$$

- 4) Nilai pertama observasi dari variabel baru, ditransformasikan sebagai berikut:

$$NewP_{it_1} = \frac{1 - p^2}{1 - p^2} \times P_{it_1}$$

$$NewFCF_1 = \frac{1 - p^2}{1 - p^2} \times FCF_1$$

$$NewAST_1 = \frac{1 - p^2}{1 - p^2} \times AST_1$$

$$NewIOS_1 = \frac{1 - p^2}{1 - p^2} \times IOS_1$$

$$NewDER_1 = \frac{1 - p^2}{1 - p^2} \times DER_1$$

Setelah perbaikan menunjukkan nilai DW (2) sebesar 1,802 (tabel 4) sehingga tidak terdapat lagi auto korelasi dalam persamaan regresi. Nilai d statistic setelah diperbaiki tersebut lebih besar dari nilai du dan lebih kecil dari nilai $4-du$ ($1,7455 < 1,802 < 2,4$).

Uji Heteroskedastisitas

Uji heteroskedastisitas bertujuan menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan varian dari residual satu pengamatan ke pengamatan yang lain. Jika varian dari residual satu pengamatan ke pengamatan lain tetap, maka disebut homoskedastisitas dan jika berbeda heteroskedastisitas. Model regresi yang baik adalah yang tidak muncul heteroskedastisitas (Ghozali, 2013:139). Untuk menguji adanya gejala heteroskedastisitas dalam persamaan ini dapat digunakan metode park, adapun tahap-tahapnya sebagai berikut: (1) melakukan regresi sederhana antara nilai unstandardized residual dengan tiap variabel independen. Nilai Unstandarized residual ini sebelum diregress terlebih dahulu dikuadrat dan di Ln kan (lnreskwad). (2) apabila ditemukan nilai t hitung lebih besar dari t tabel diantara hasil regresi tersebut, maka pada model terjadi heteroskedastisitas. Adapun kriteria lain terjadinya heteroskedastisitas apabila koefisien regresi suatu variabel bebas, secara signifikan berbeda dengan nol.

Tabel 5
Hasil Uji Heteroskedastisitas

Model	t	Sig.
(Constant)	-2.750	.007
NewAST	-.059	.953
NewFCF	-1.858	.066
NewIOS	-.884	.379

a. Dependent Variable : lnreskwad

Hasil uji heteroskedastisitas pada Tabel 5 menunjukkan koefisien signifikansi newFCF (0,066), newAST (0,953), dan newIOS (0,379), tidak terjadinya pengaruh signifikan. Maka demikian pada persamaan ini tidak menunjukkan adanya gejala heteroskedastisitas.

Hasil Regresi Linear

ini Penelitian ini merupakan penelitian dengan pengujian hipotesis yang menggunakan metode analisis regresi linear berganda untuk mengetahui pengaruh variabel bebas, yaitu struktur aset, *FCF*, dan *Investment opportunity set*, terhadap variabel terikat yaitu *debt to equity ratio*. Hasil regresi pengaruh masing-masing variabel bebas terhadap variabel terikat dapat dilihat pada Tabel 6.

Tabel 6
Hasil Regresi Linear Berganda

Model	Beta	t	Sig.
(Constant)	1.468	5.805	.000
NewAST	-3.437	-3.836	.000
NewFCF	-4.005E-8	-7.885	.000
NewIOS	.049	3.589	.001

R =0.780; R Square =0.609

Berdasarkan tabel 6 diperoleh persamaan regresi linear berganda yang baru, yaitu:

$$\text{DER} = 1,468 - 3,437\text{AST} - 0,00004005\text{FCF} + 0,049 \text{IOS} + e$$

Berdasarkan persamaan regresi linear berganda yang baru dapat diketahui bahwa:

- 1) Konstanta (β_0) sebesar 1,468 menunjukkan bahwa jika asset tetap, FCF, dan IOS secara bersama-sama tetap atau tidak mengalami perubahan atau nol, maka besarnya *debt to equity ratio* adalah sebesar 1,468.
- 2) Variabel struktur aset menunjukkan arah negatif terhadap *debt to equity ratio* pada perusahaan LQ-45 yang terdaftar di BEI tahun 2011-2015 dengan nilai koefisien regresi (β_1) sebesar - 3,437. Tanda negatif pada koefisien menunjukkan bahwa peningkatan asset tetap akan diikuti penurunan pada *debt to equity ratio*. Jika asset tetap bertambah 1 satuan, maka *debt to equity ratio* akan menurun sebesar 3,437 satuan dengan asumsi variabel lain tetap atau tidak mengalami perubahan.

- 3) Variabel FCF menunjukkan arah negatif terhadap *debt to equity ratio* pada perusahaan LQ-45 yang terdaftar di BEI tahun 2011-2015 dengan nilai koefisien regresi (β_2) sebesar 0,00004005 (atau -4,005E-8). Tanda negatif pada koefisien menunjukkan bahwa peningkatan FCF akan diikuti penurunan pada *debt to equity ratio*. Jika variabel FCF bertambah 1 satuan, maka *debt to equity ratio* akan menurun sebesar 0,00004005 satuan dengan asumsi variabel lain tetap atau tidak mengalami perubahan.

- 4) Variabel IOS menunjukkan arah positif terhadap *debt to equity ratio* pada perusahaan LQ-45 yang terdaftar di BEI tahun 2011-2015 dengan nilai koefisien regresi (β_3) sebesar 0,049. Tanda positif pada koefisien menunjukkan bahwa IOS akan diikuti peningkatan pada *debt to equity ratio*. Jika variabel IOS bertambah 1 satuan, maka *debt to equity ratio* akan meningkat sebesar 0,049 satuan dengan asumsi variabel lain tetap atau tidak mengalami perubahan.

Pengujian Hipotesis Koefisien Determinasi

Koefisien determinasi (R²) pada intinya mengukur seberapa jauh kemampuan model dalam

menerangkan variasi variabel terikat. Nilai R² adalah antara nol dan satu (Ghozali, 2013:97). Nilai R² dapat dilihat pada Tabel 7.

Tabel 7
Hasil Uji Koefisien Determinasi

Model	R	R Square
1	.780 ^a	.609

a. Predictors: (Constant), NewIOS, NewFCF, NewAST

Tabel 7 dapat dilihat bahwa nilai R² adalah sebesar 0,609 atau 60,9%. Hal ini menunjukkan bahwa 60,9% variabel terikat atau *debt to equity ratio* dapat dijelaskan oleh ketiga variabel bebas, yaitu asset tetap, FCF, dan IOS, sedangkan 39,1% sisanya dijelaskan oleh variabel bebas lain yang tidak dimasukkan dalam penelitian ini.

Uji Signifikansi Simultan (Uji Statistik F)

Uji statistik F pada dasarnya menunjukkan apakah semua variabel bebas yang dimasukkan dalam model mempunyai pengaruh secara bersama-sama terhadap variabel terikat (Ghozali, 2013:98). Hasil uji simultan dapat dilihat pada Tabel 8.

Tabel 8
Hasil Uji Statistik F

Model	F	Sig.
Regression	54.424	.000 ^a
Residual		
Total		

a. Predictors: (Constant), NewIOS, NewFCF, NewAST

Berdasarkan Tabel 8 dapat dilihat bahwa nilai signifikansi adalah sebesar 0,000 dan lebih kecil dari taraf signifikansi 0,05 atau 5 %, maka dapat disimpulkan bahwa variabel bebas, yaitu asset tetap, FCF, dan IOS, secara bersama-sama berpengaruh terhadap variabel terikat yaitu *debt to equity ratio* dan menerima hipotesis pertama (H₁).

Pengaruh FCF Terhadap Kebijakan Hutang

Berdasarkan hasil pengujian statistik t (tabel 6) nilai signifikansi sebesar 0,000 lebih kecil dari 0,05 yang berarti FCF berpengaruh terhadap *debt to equity ratio* pada perusahaan LQ-45 yang terdaftar di BEI tahun 2011-2015, sehingga menerima hipotesis kedua (H₂). Variabel bebas FCF (FCF) memiliki koefisien regresi negatif sebesar 0,00004005. Hal ini menunjukkan bahwa pengaruh variabel bebas FCF terhadap DER

adalah negatif. Nilai koefisien regresi FCF sebesar 0,00004005 (atau -4,005E-8) menjelaskan bahwa jika variabel FCF bertambah 1 satuan, maka *debt to equity ratio* akan menurun sebesar 0,00004005 satuan dengan asumsi variabel lain tetap atau tidak mengalami perubahan. Begitu pula sebaliknya jika DER meningkat sebesar 0,00004005 satuan maka FCF akan turun sebesar 1 satuan, dengan asumsi variabel lain tidak mempengaruhi.

Perusahaan LQ-45 memiliki tingkat pertumbuhan yang tinggi. Dalam *balancing theory* atau *trade-off theory* yang dikemukakan oleh Myers (1977) menyebutkan bahwa perusahaan yang memiliki tingkat pertumbuhan tinggi akan meningkatkan hutangnya. Perusahaan tersebut akan meningkatkan hutang guna mengurangi pajak penghasilan disebabkan meningkatnya pembayaran bunga hutang oleh perusahaan.

Mondigliani & Miller (1986) dalam Mulyono (2009) menyebutkan bahwa perusahaan akan memiliki nilai yang lebih tinggi dengan tingginya tingkat DER karena adanya efek *corporate tax shield*. Dengan meningkatnya hutang maka akan mengurangi dana berlebih (FCF), karena perusahaan akan lebih memanfaatkan dana yang tersedia untuk melunasi hutang dan bunganya (Hardiningsih & Octaviani, 2012).

Hasil penelitian ini mendukung *pecking order theory* yang menyatakan bahwa Manajer akan lebih dahulu memilih menggunakan dana laba ditahan, lalu menggunakan hutang, dan menerbitkan saham sebagai pilihan terakhir. Hubungan negatif FCF dengan kebijakan hutang pada sampel perusahaan LQ 45 di penelitian ini mengindikasikan bahwa manajer perusahaan cenderung menggunakan dana laba ditahan untuk mendanai semua proyek yang memiliki NPV positif. Hasil penelitian ini sejalan dengan hasil penelitian Hijazzi & Tariq (2006) yang sampel penelitiannya adalah perusahaan semen di Pakistan, dan juga hasil penelitian Donalson (1961) yang sampel penelitian adalah perusahaan-perusahaan besar di Amerika Serikat. Dimana kedua hasil penelitian mereka menyimpulkan bahwa perusahaan tersebut memiliki tingkat profitabilitas tinggi, namun mereka cenderung memiliki tingkat rasio hutang yang rendah.

Pengaruh *investment opportunity* terhadap Kebijakan Hutang

Berdasarkan hasil pengujian statistik t (tabel 6) pada variabel *investment opportunity set* (IOS) dapat diperoleh nilai signifikansinya sebesar 0,001 lebih kecil dari 0,05 yang berarti IOS berpengaruh terhadap *debt to equity ratio* (DER) pada perusahaan LQ-45 yang terdaftar di BEI tahun 2011-2015, sehingga menerima hipotesis ketiga (H3). koefisien regresi IOS sebesar 0,049 yang menunjukkan bahwa peningkatan IOS akan diikuti peningkatan pada DER. Jika variabel IOS bertambah 1 satuan, maka DER akan meningkat

sebesar 0,049 satuan dengan asumsi variabel lain tetap atau tidak mengalami perubahan.

Perusahaan yang memiliki IOS tinggi maka akan melakukan investasi untuk meningkatkan pertumbuhan perusahaan. Sehingga semakin tinggi nilai IOS maka akan meningkatkan nilai DER, karena perusahaan yang memiliki tingkat pertumbuhan yang tinggi akan lebih meningkatkan hutangnya, dengan tujuan untuk mengurangi pajak penghasilan perusahaan (Mulyono, 2009). Perusahaan lebih meningkatkan hutang dengan menerbitkan obligasi, karena memiliki keuntungan diantaranya yakni biaya penerbitan yang murah dan pembayaran bunga obligasi tersebut dapat mengurangi pajak penghasilan perusahaan (Ike,dkk, 2016).

Hasil penelitian ini tidak mendukung penelitian sebelumnya oleh Fitriyah dan Hidayat (2011) yang menyebutkan bahwa IOS berpengaruh negatif terhadap DER. Penelitian ini menunjukkan IOS berpengaruh positif terhadap DER, yang menyebabkan hasil penelitian ini sedikit berbeda dengan penelitian sebelumnya. Peneliti lainnya seperti Gul dan Kealey (1999) juga menyebutkan IOS berpengaruh negatif terhadap *debt to equity ratio*.

Perbedaan hasil penelitian ini sesuai dengan *balancing theory* atau *trade off theory* yang menyatakan bahwa struktur modal perusahaan yang optimal menggambarkan keseimbangan antara manfaat pajak dan biaya kebangkrutan karena perusahaan memiliki hutang. Biaya bunga merupakan manfaat yang timbul dari penghasilan kena pajak, sedangkan biaya kebangkrutan merupakan biaya administrasi, biaya hukum, biaya keagenan dan biaya monitoring untuk mencegah perusahaan dari kebangkrutan (Siregar, 2005).

5. Kesimpulan, Keterbatasan, dan Saran Kesimpulan

Berdasarkan hasil penelitian ini yang telah dibahas sebelumnya maka dapat ditarik garis kesimpulan untuk penelitian ini sebagai berikut:

- 1) Struktur Aset, FCF, dan Investment Opportunity Set, secara bersama-sama berpengaruh signifikan terhadap Kebijakan Hutang pada perusahaan LQ-45 yang terdaftar di BEI pada tahun 2011-2015.
- 2) Struktur Aset berpengaruh negatif terhadap Kebijakan Hutang pada perusahaan LQ-45 yang terdaftar di BEI pada tahun 2011-2015. Perusahaan LQ-45 lebih menggunakan aset perusahaan untuk kegiatan operasional dan investasi perusahaan, sehingga akan mengurangi penggunaan hutang (DER), dan juga aset perusahaan hanya sedikit yang dibiayai oleh hutang.
- 3) FCF berpengaruh negatif terhadap Kebijakan Hutang pada perusahaan LQ-45 yang terdaftar di BEI pada tahun 2011-2015. Perusahaan LQ-45 memiliki dana yang cukup untuk kegiatan operasional mereka dengan tersedianya FCF yang besar, sehingga akan mengurangi penggunaan hutang untuk tambahan modal perusahaan.
- 4) Investment Opportunity Set berpengaruh positif terhadap Kebijakan Hutang pada perusahaan LQ-45 yang terdaftar di BEI pada tahun 2011-2015. Perusahaan LQ-45 merupakan perusahaan big size. Perusahaan big size cenderung meningkatkan struktur hutang dibandingkan dengan modal dengan tujuan untuk meningkatkan nilai perusahaan dan mengurangi pajak penghasilan perusahaan, oleh karena itu semakin meningkat investment opportunity set maka Debt to Equity Ratio juga akan semakin meningkat.
- 5) Perusahaan LQ-45 tergolong perusahaan yang besar dengan kinerja baik, sehingga perusahaan akan mempertimbangkan dengan optimal keputusan untuk pemilihan sumber dana dalam membiayai kegiatan operasionalnya. Perusahaan LQ-45 hanya akan menggunakan FCF untuk mendanai semua kegiatan perusahaan yang menghasilkan net present value positif.

Perusahaan yang memiliki IOS tinggi maka akan melakukan investasi untuk meningkatkan pertumbuhan perusahaan.

Keterbatasan

Penelitian ini masih memiliki beberapa keterbatasan yang sekiranya dapat diperbaiki dan penambahan untuk dapat dilakukan penelitian-penelitian berikutnya di masa yang akan datang sehingga dapat diperoleh hasil yang lebih baik lagi, antara lain:

- 1) Variabel independen yang digunakan dalam penelitian ini hanya 3 variabel saja yakni Struktur Aset, FCF, dan IOS. Hal ini memungkinkan terbaikannya variabel lainnya yang kemungkinan berpengaruh terhadap DER.
- 2) Penelitian ini hanya meneliti pada perusahaan LQ-45 yang terdaftar di BEI pada tahun 2011 hingga 2015 saja, sehingga hasilnya tidak dapat digeneralisasikan untuk semua perusahaan di BEI.
- 3) Data yang digunakan dalam penelitian ini ialah data sekunder sehingga tidak terdapat pandangan pihak manajemen perusahaan.

Saran

Berdasarkan hasil penelitian ini serta kesimpulan yang telah disampaikan, maka dapat dikemukakan saran-saran berikut

- 1) Diharapkan penelitian selanjutnya menggunakan periode waktu yang lebih panjang, jumlah sampel yang lebih banyak dan memasukkan variabel lainnya seperti, ukuran perusahaan, kepemilikan institusional, profitabilitas, dan kepemilikan manajerial perusahaan sehingga hasil penelitian dapat mewakili keseluruhan populasi yang ada.
- 2) Penelitian ini hanya meneliti perusahaan LQ-45 yang terdaftar di BEI saja, diharapkan pada penelitian berikutnya dapat menggunakan objek penelitian yang lebih luas lagi sehingga hasil penelitian dapat digeneralisasi untuk semua jenis industri.

Daftar Pustaka

- Agus, D. Harjito. (2011). Teori Pencking order dan trade off dalam analisis struktur modal di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Siasat Bisnis*, 15 (2), 187-196.
- Akoto, Richard Kofi., & Vitor, DadsonAwunyo. (2014). What Determines The Debt Policy of Listed Manufacturing Firms in Ghana?. *International BusinessResearch*, 7(1), 44-48
- Booth, Laurence, Varouj Aivazian, Asli Demirguc-Kunt, Vojislav Maksimovic. (2001). Capital structures in developing countries. *The Journal of Finance (The Journal of the American Finance Association)*, 56 (1), 87–130.
- Brigham, E F, & Houston, J F,. (2006). *Dasar dasar manajemen keuangan*. Buku Kedua. Edisi Kesepuluh. Jakarta: Salemba Empat.
- Brigham, Eugene F. & Gapenski, Louise C. (1996). *Intermediate financial management* (5th Ed.). New York: The Dryden Press.
- Bursa Efek Indonesia. (2016). *IDX factbook 2016*. Jakarta:PT Bursa Efek Indonesia.
- Destriana, Nicken. (2011). Masalah dan biaya keagenan. *Jurnal Media Bisnis*. STIE Triksakti.
- Donaldson, G. (1961). *Corporatedebtcapacity: astudyofcorporatedebtpolicyandthedeterminationofcorporatedebtcapacity*. Boston: HarvardBusinessSchool.
- Faisal, Muhammad. (2004). Analisis pengaruh FCF, set kesempatan investasi, kepemilikan manajerial, dan ukuran perusahaan terhadap kebijakan hutang (studi empiris pada perusahaan-perusahaan sektor industri manufaktur di Bursa Efek Jakarta). *Unpublished Thesis*. Semarang:Universitas Diponegoro.
- Fitriyah, Fury K. & Hidayat, Dina. (2011). Pengaruh kepemilikan institusional, set kesempatan investasi dan arus kas bebas terhadap utang. *Media Riset Akuntansi*, 1 ,31-42.
- Florackis, Ozkan. (2004). Agency cost and corporate governance mechanisms: Evidence for UK firms. *International Journal of Managerial Finance*, 4 (1), 37-59.
- Gaver, JJ., & Gaver, K.M. (1993). Additional evidence on the association between the investment opportunity set and corporate financing, dividend and compensation policies. *Journal of Accounting and Economics*, 1, 233-265
- Ghozali, Imam. (2013). *Aplikasi analisis multivariate dengan program SPSS*. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Gujarati, D.N. (1995). *Basic econometrics (3rd International ed.)*. McGraw-Hill International.
- Gul, F. A. & Kealey, B., T. (1999). Chaebol, investment opportunity set and corporate debt and dividend policies of Korean companies. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 13, 401-416.
- Hanafi, Mamduh M & Halim, Abdul. (2005). *Analisis laporan keuangan*. Yogyakarta: UPP AMPYKPN
- Hardiningsih Pancawati, & Rachmawati Meita Oktaviani. (2012). Determinan kebijakan hutang (dalam Agency Theory dan Pecking Order Theory). *Dinamika Akuntansi, Keuangan dan Perbankan*, 1 (1), 11 – 24.
- Hasan, Mudrika A. (2014). Pengaruh kepemilikan manajerial, FCF dan ukuran perusahaan terhadap kebijakan utang (studi pada perusahaan-perusahaan industri dasar dan kimia yang terdaftar di BEI). *Jurnal Akuntansi*, 3 (1), 90 – 100.
- Hasugian, C. (2010). Pengaruh FCF dan profitabilitas terhadap kebijakan hutang pada PT. Perkebunan Nusantara III (Persero) Medan. *Skripsi*. Medan: Universitas Sumatera Utara.

- Hovakimian, A., Oplerand, T., dan Titman, S., (2001). The debt-equity choice. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 36, 1-25.
- Ike Pitriani, Poppy Indriani, & Andrian Noviardy. (2016). Pengaruh faktor akuntansi dan non akuntansi terhadap prediksi peringkat obligasi. *Seminar Nasional GCA2016*.
- Indriantoro, Nur & Bambang Supomo. (2013). *Metodologi penelitian bisnis untuk akuntansi & manajemen*. Yogyakarta: BPFE-Yogyakarta.
- Jensen, M., & Meckling, W. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305– 360.
- Jensen, M.C., & Meckling, W.H. (1986). Agency cost of FCF, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review*, 76 (2), 323-329.
- Kallapur, S., & Trombley, M. A. (1999). The Association between investment opportunity set proxies and realized growth. *Journal of Business Finance and Accounting*, 26(3-4):505-519.
- Kapitalisasi pasar. (2016, April 30). Retrieved from <http://www.sahamok.com/emiten/kapitalisasi-pasar>
- Manan, Abdul. (2004). Analisis faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan hutang pada industri keuangan yang go publik di BEJ tahun 1999-2002: Sebuah pendekatan agency theory. *Tesis*. Pascasarjana Universitas Diponegoro.
- McConnell, J. J., & Servaes, H. (1990). Additional evidence on equity ownership and corporate value. *Journal of Financial Economics*, 27, 595–612.
- Mulyono, Budi. (2009). Pengaruh debt to equity ratio, insider ownership, size dan investment opportunity set terhadap kebijakan dividen (studi pada industri manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode tahun 2005-2007). *Tesis*. Pascasarjana Universitas Diponegoro
- Myers, S. (1977). Determinant of corporate borrowing. *Journal of Finance Economics* 5, 147-176.
- Nurwahyudi & Mardiyah. (2004). Pengaruh FCF terhadap utang. *MediaRiset Akuntansi, Auditing & Informasi*, 4 (2), 107-124 .
- Ratih, Herdani Anindita Putri. (2015). Analisis faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal pada perusahaan food and beverages yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2008 – 2014. *Skripsi*. Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Dian Nuswantoro.
- Ross, Stephen A., Westerfield, & Jaffe. (1999). *Corporate finance* (5th ed). Irwin McGraw-Hill
- Sartono, R. Agus. (2010). *Manajemen keuangan : Teori dan aplikasi*. Edisi keempat. Yogyakarta :BPFE-Yogyakarta.
- Sekaran, Uma. (2006). *Research methods for business (metodologi penelitian untuk bisnis)*. Jakarta: Salemba Empat.
- Steven & Lina. (2011). Faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan hutang perusahaan manufaktur. *Jurnal Bisnis Dan Akuntansi*, 13 (3), 163 – 181.
- Suastawan, I Putu. (2014). Pengaruh arus kas bebas dan profitabilitas pada kebijakan utang perusahaan real estate. *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana*, 9 (3), 684-694.
- Subekti, Imam & Kusuma, I.W. (2001). Asosiasi antara set kesempatan investasi dengan kebijakan pendanaan dan dividen perusahaan serta implikasinya pada perubahan harga saham. *Simposium Nasional Akuntansi IV, Ikatan Akuntansi Indonesia*, 820-845
- Subramanyam, K.R, & Wild, Jhon J. (2013). *Analisis laporan keuangan (edisi kesepuluh)*. Jakarta: Salemba Empat.

- Susilawati, Christine Dwi Karya, Agustina, Lidya&Se Tin. (2012). Faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan hutang (perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia). *Jurnal Keuangan dan Perbankan*, 16, Hal. 1-20.
- Tarjo & Hartono, J. (2003). Analisa FCF dan kepemilikan manajerial terhadap kebijakan hutang pada perusahaan publik di Indonesia. *Makalah Seminar, Simposium Nasional Akuntansi VI, Ikatan Akuntansi Indonesia*. 278-293.
- Tjeleni, Indra E. (2013). Kepemilikan manajerial dan institusional pengaruhnya terhadap kebijakan hutang pada perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal EMBA*, 1 (3), 129-139.
- Wahidahwati. (2002). Pengaruh kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional terhadap kebijakan utang perusahaan: sebuah perspektif teori agensi. *Simposium Nasional Akuntansi IV Ikatan Akuntansi Indonesia*, 1084-1107.
- Weston, J. Fred & Copeland, Thomas E. (1997). *Manajemen Keuangan (Edisi 9)*. Binarupa Aksara
- Yeniatie & Destriana, N. (2010). Faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan hutang pada perusahaan non keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, 12 (1), 1-16.