

Jurnal Penelitian Teori & Terapan Akuntansi

PETA

e-ISSN 2528-2581

Vol 2 No 2, Juli 2017

Susunan Redaksi

Penanggungjawab

Iwan Setya Putra

Pemimpin Editor

Sulistya Dewi Wahyuningsih

Sekretaris Editor

Yuyung Rizka Aneswari

Dewan Editor

Siti Sunrowiyati

Retno Murnisari

Manajemen

Hanif Yusuf Seputro

Regi Sura Esa Pratama

Sura Klaudia

Alamat Redaksi:

Jurnal PETA

Program Studi Akuntansi

STIE Kesuma Negara Blitar Jl. Mastrip 59 Blitar

Telp (0342) 802330 – Fax (0342) 813788

Email : peta@stieken.ac.id

Jurnal Penelitian Teori & Terapan Akuntansi

PEETA

e-ISSN 2528-2581

Vol 2 No 2, Juli 2017

Daftar Isi

Syaiful Bahri

Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kebijakan Dividen, Profitabilitas, Ukuran Perusahaan Dan Arus Kas Bebas (*Free Cash Flow*) Terhadap Kebijakan Hutang..... 1-21

Aminatun Nisa, Luki Zulaika

Pengaruh Pemahaman Investasi, Modal Minimal Investasi Dan Motivasi Terhadap Minat Mahasiswa Berinvestasi Di Pasar Modal..... 22-35

Sura Klaudia, Retno Murnisari

Pengambilan Keputusan Meneruskan Atau Menghentikan Produksi Menggunakan Biaya Relevan Guna Meningkatkan Laba 36-50

Yensia Prarisma Nur Sahara, Sulistya Dewi Wahyuningsih

Perlakuan Akuntansi Aset Tetap Terhadap Laporan Keuangan Berdasarkan Sak Etap..... 51-75

Mega Noerman Ningtyas

Pengujian *Calendar Effect* Di Bursa Efek Indonesia Tahun 2016 76-86

Wika Arsanti Putri

Prinsip Kewajaran Dan Dokumen Sebagai Penangkal Kecurangan *Transfer Pricing* Di Indonesia..... 87-97

Arista Fauzi Kartika Sari

Financial Engineering : Win-win Solution “Sun Tzu” untuk Jaminan pada Akad Mudharabah..... 98-111



**PENGARUH KEPEMILIKAN MANAJERIAL,
KEBIJAKAN DIVIDEN, PROFITABILITAS, UKURAN
PERUSAHAAN DAN ARUS KAS BEBAS (*FREE CASH
FLOW*) TERHADAP KEBIJAKAN HUTANG**

Syaiful Bahri
STIE Asia Malang

Surel: syaifulrida@gmail.com

Abstrak. Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kebijakan Dividen, Profitabilitas, Ukuran Perusahaan dan Arus Kas Bebas (*Free Cash Flow*) terhadap Kebijakan Hutang. Tujuan penelitian adalah mengetahui pengaruh kepemilikan manajerial, kebijakan dividen, profitabilitas, ukuran perusahaan dan arus kas bebas terhadap kebijakan hutang. Beberapa penelitian serupa telah banyak dilakukan. Namun, hasil yang diperoleh masih menunjukkan ketidakkonsistenan. Kepemilikan manajerial diproksikan dengan *managerial ownership* (MOWN), kebijakan dividen diproksikan dengan *dividend payout ratio* (DPR). *Debt to equity ratio* (DER) sebagai proksi untuk kebijakan hutang dan profitabilitas menggunakan proksi *return on assets* (ROA). Ukuran perusahaan menggunakan total aset dan arus kas bebas menggunakan proksi arus kas operasi dikurangi belanja modal. Populasi penelitian adalah perusahaan manufaktur Sub Sektor Makanan Dan Minuman di Bursa Efek Indonesia periode 2011-2015. Seleksi sampel penelitian menggunakan *purposive sampling* dan diperoleh 6 perusahaan yang memenuhi kriteria. Pengujian hipotesis dalam penelitian ini dilakukan dengan menggunakan analisis regresi berganda. Hasil penelitian menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial, kebijakan dividen, profitabilitas, ukuran perusahaan, dan arus kas bebas tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang.

Kata kunci: Kebijakan hutang, kebijakan manajerial, kebijakan dividen, profitabilitas, ukuran perusahaan, arus kas bebas.

Abstract. *The Effect of Managerial Ownership, Dividend Policy, Profitability, Company Size and Free Cash Flow on Debt Policy. The purpose of this research is to know the effect of managerial ownership, dividend policy, profitability, firm size and free cash flow to debt policy. Several similar studies have been conducted. However, the results obtained still show inconsistency. Managerial ownership is proxied with managerial ownership (MOWN), dividend payout ratio (DPR) policy. Debt to equity ratio (DER) as a proxy for debt policy and profitability using return on assets (ROA) proxy. Company size uses total assets and free cash flow using proxy cash flow operations minus capital expenditures. The research population is manufacturing company of Food and Beverage Sub Sector in Indonesia Stock Exchange period 2011-2015. Selection of sample research using purposive sampling and obtained 6 companies that meet the criteria. Hypothesis testing in this research is done by using multiple*

regression analysis. The results show that managerial ownership, dividend policy, profitability, firm size, and free cash flow have no effect on debt policy.

Keywords: *Debt policy, managerial policy, dividend policy, profitability, firm size, free cash flow.*

PENDAHULUAN

Persaingan dunia bisnis menuntut perusahaan untuk menjadi lebih kreatif lagi dalam mengembangkan semua produknya dan mencari sumber pendanaan yang paling efektif. Sumber pendanaan dapat diperoleh dari internal dan juga eksternal. Sumber dana internal diperoleh dari *retained earning* berasal dari kegiatan operasional perusahaan, sedangkan sumber dana eksternal diperoleh dari dua kategori yaitu hutang dari kreditur atau penerbitan saham. Manajer perusahaan harus memilih kombinasi sumber dana perusahaan dengan teliti karena setiap sumber dana memiliki konsekuensi finansial yang berbeda-beda, termasuk hutang yang lebih berisiko mengancam likuiditas perusahaan. Perusahaan akan memilih sumber pendanaan hutang sebagai alternatif terakhir dari pendanaan sehingga kebijakan hutang harus dikelola dengan tepat untuk menjadi sumber dana yang memberikan dampak positif bagi kegiatan operasional perusahaan. Kebijakan hutang adalah dalam rangka memperoleh sumber pembiayaan sehingga dapat digunakan untuk membiayai aktivitas operasional. Kebijakan hutang juga berfungsi sebagai mekanisme *monitoring* terhadap tindakan manajer yang dilakukan dalam pengelolaan perusahaan

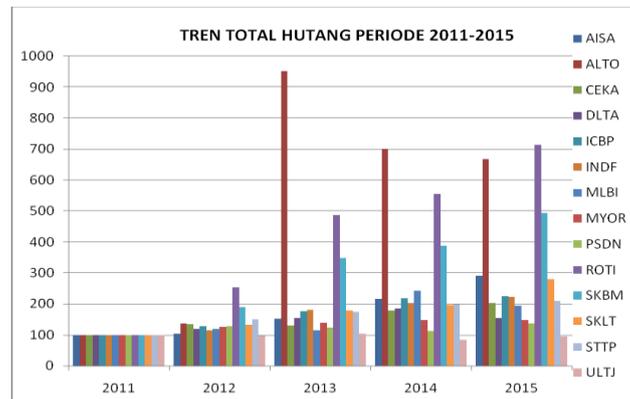
(Phitaloka, 2009). Manajer harus menentukan proporsi hutang yang tepat dengan memperhatikan risiko dari hutang itu sendiri (Suryani, 2015).

Penggunaan hutang sebagai alat untuk mengatasi konflik keagenan tidak berarti membuat manajemen dapat mengakses hutang sebesar-besarnya. Jumlah hutang yang tinggi akan memunculkan *financial distress* dan menurunkan nilai perusahaan, maka manajer harus mampu mengendalikan hutang (Astuti dan Nurlaelasari, 2013). Kebijakan hutang berkaitan dengan teori *trade off* (Brealey dan Myers, 1991), adanya hubungan antara pajak, risiko kebangkrutan dan penggunaan hutang yang disebabkan keputusan struktur modal yang diambil perusahaan. Teori ini memperbandingkan manfaat dan biaya atau keseimbangan antara keuntungan dan kerugian atas penggunaan hutang (Mulianti, 2010).

Penelitian ini dilakukan pada Perusahaan Manufaktur Sub Sektor Makanan Dan Minuman yang listing di Bursa Efek Indonesia karena pertumbuhan perusahaan semakin meningkat, dan penggunaan hutang pun semakin meningkat. Berdasarkan pada gambar 1, tahun dasarnya 2011 digunakan sebagai dasar pembandingan sehingga diberi indeks sebesar 100. Rata-rata total hutang lebih dari 100 yang berarti lebih

dari 100 sumber dana perusahaan berasal dari hutang.

Gambar 1 Grafik Pergerakan Total Hutang Perusahaan Manufaktur Sub Sektor Makanan dan Minuman Periode 2011-2015



Sumber: Data BEI

Banyak faktor yang mempengaruhi keputusan perusahaan dalam melakukan pendanaan, tetapi penelitian ini hanya meliputi beberapa faktor yaitu kepemilikan manajerial, kebijakan dividen, profitabilitas, ukuran perusahaan, dan arus kas bebas (*free cash flow*). Faktor-faktor tersebut akan menentukan besarnya dana yang dibutuhkan perusahaan untuk membayar kewajibannya dan menggambarkan kemampuan perusahaan dalam memenuhi kebutuhannya, yang pada akhirnya juga akan mempengaruhi kebijakan hutang.

Faktor pertama terkait dengan kebijakan hutang yaitu kepemilikan manajerial. Kepemilikan Manajerial adalah tingkat kepemilikan saham pihak manajemen yang aktif ikut dalam pengambilan keputusan seperti direktur dan komisaris (Wahidahwati, 2001). Kepemilikan manajerial akan mensejajarkan kepentingan manajemen dan

pemegang saham. Manajer akan lebih berhati-hati dalam pengambilan keputusan karena risiko *non diversifiable* manajer lebih besar daripada investor publik. Perusahaan yang menggunakan hutang dalam pendanaannya dan tidak mampu melunasi kembali hutang tersebut akan terancam likuiditasnya, sehingga pada gilirannya akan mengancam posisi manajer (Masdupi, 2005). Hasil penelitian tentang pengaruh kepemilikan manajerial terhadap kebijakan hutang memperlihatkan hasil yang tidak konsisten. Penelitian Clarashinta (2014), Murtiningtyas (2012), Nurmasari (2015), Susilawati, *dkk* (2012), serta Yenziatie dan Destriana (2010) menemukan bahwa kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Temuan ini bertentangan dengan temuan Mahmudah (2014), Purwasih, *dkk* (2014), dan Sheisarvian, *dkk* (2015), bahwa kepemilikan manajerial

berpengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan.

Faktor kedua terkait dengan kebijakan hutang yaitu kebijakan dividen. Kebijakan dividen merupakan keputusan pembagian laba pada akhir tahun akan dibagi dalam bentuk dividen atau akan ditahan untuk menambah modal guna pembiayaan investasi di masa yang akan datang (Martono dan Harjito, 2008). Dividen yang dibayarkan memberikan sinyal kepada para pemegang saham bahwa dana yang ditanamkan di perusahaan terus berkembang. Kebijakan dividen akan memiliki pengaruh terhadap tingkat penggunaan hutang suatu perusahaan. Jika perusahaan meningkatkan pembayaran dividennya maka dana yang tersedia untuk pendanaan (laba ditahan) akan semakin kecil, sehingga untuk memenuhi kebutuhan dana perusahaan tersebut manajer cenderung menggunakan hutang lebih banyak (Masdupi, 2005). Hasil penelitian tentang pengaruh kebijakan dividen terhadap kebijakan hutang menunjukkan hasil yang tidak konsisten. Penelitian Clarashinta (2014), Murtiningtyas (2012), Nurmasari (2015), Susilawati, *dkk* (2012), serta Yenieatie dan Destriana (2010) menemukan bahwa kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Hal ini bertentangan dengan temuan Purwasih, *dkk* (2014), dan Sheisarvian, *dkk* (2015) bahwa kebijakan dividen berpengaruh terhadap kebijakan hutang.

Faktor ketiga terkait dengan kebijakan hutang yaitu profitabilitas. Profitabilitas adalah kemampuan suatu perusahaan dalam menghasilkan keuntungan (*profit*) pada tingkat penjualan, asset, dan modal saham tertentu (Husnan, 2001:317). Profitabilitas merefleksikan pendapatan yang dapat digunakan untuk pendanaan investasi dan menentukan kebijakan hutang. Sesuai dengan *pecking order theory*, perusahaan lebih cenderung memilih pendanaan yang berasal dari internal perusahaan yang terdiri atas aliran kas, laba ditahan, dan depresiasi daripada pendanaan yang berasal dari eksternal perusahaan. Menurut Weston (1997:89), perusahaan dengan tingkat pengembalian yang tinggi atas investasi menggunakan hutang yang relatif kecil karena tingkat pengembalian yang tinggi memungkinkan perusahaan untuk membiayai sebagian besar pendanaan internal. Hasil penelitian tentang pengaruh profitabilitas terhadap kebijakan hutang menunjukkan hasil yang tidak konsisten. Penelitian Indahningrum dan Handayani (2009), Narita (2012), Astuti dan Nurlaelasari (2013), dan Mahmudah (2014) menemukan bahwa profitabilitas berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Hal ini bertentangan dengan temuan penelitian Clarashinta (2014), Murtiningtyas (2012), Nurmasari (2015), Purwasih, *dkk* (2014), Sheisarvian, *dkk* (2015), Susilawati, *dkk* (2012), serta Yenieatie dan Destriana (2010) bahwa

profitabilitas tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang.

Faktor keempat terkait dengan kebijakan hutang yaitu ukuran perusahaan. Menurut Hasan (2014) ukuran (*size*) perusahaan bisa diukur dengan menggunakan total aset, penjualan atau modal dari perusahaan tersebut. Salah satu tolok ukur yang menunjukkan besar kecilnya perusahaan adalah ukuran aset dari perusahaan tersebut. Perusahaan yang memiliki total aset besar menunjukkan bahwa perusahaan tersebut telah mencapai tahap kedewasaan dalam tahap ini arus kas relatif lama, selain itu juga mencerminkan bahwa perusahaan relatif lebih stabil dan lebih mampu menghasilkan laba dibandingkan perusahaan dengan total aset yang kecil. Semakin besar ukuran suatu perusahaan, maka kecenderungan menggunakan modal asing juga semakin besar. Hal ini disebabkan karena perusahaan besar membutuhkan dana yang besar pula untuk menunjang operasionalnya dan salah satu alternatif pemenuhannya adalah dengan modal asing apabila modal sendiri tidak mencukupi. Oleh karena itu, ukuran perusahaan yang besar merupakan sinyal positif bagi kreditur untuk memberikan pinjaman. Penelitian tentang pengaruh ukuran perusahaan terhadap kebijakan hutang menunjukkan berpengaruh menunjukkan hasil yang tidak konsisten. Penelitian Narita (2012) dan Suryani (2015) menemukan bahwa ukuran perusahaan tidak berpengaruh terhadap kebijakan

hutang. Hasil tersebut bertentangan dengan temuan Susilawati, *dkk* (2012) dan Hasan (2014) bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan hutang.

Faktor kelima yang mempengaruhi kebijakan hutang adalah arus kas bebas (*free cash flow*). Jensen (1986) menyatakan ketika arus kas bebas (*free cash flow*) tinggi maka perusahaan cenderung menggunakan hutang untuk kegiatan pendanaan perusahaan. Perusahaan yang memiliki arus kas bebas 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. Hasil penelitian Indahningrum dan Handayani (2009), Susilawati, *dkk* (2012), Astuti dan Nurlaelasari (2013), dan Hasan (2014) bahwa arus kas bebas (*free cash flow*) berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan hutang. Hal ini menunjukkan bahwa arus kas bebas (*free cash flow*) merupakan hal yang penting dalam menentukan kebijakan hutang suatu perusahaan. Temuan tersebut bertentangan dengan temuan penelitian Narita (2012) dan Suryani (2015) bahwa arus kas bebas (*free cash flow*) tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Rumusan masalah pada penelitian ini adalah bagaimana pengaruh kepemilikan manajerial, kebijakan dividen, profitabilitas, ukuran perusahaan dan arus kas bebas (*free cash flow*) terhadap kebijakan hutang pada perusahaan

manufaktur sub sektor makanan dan minuman yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia?

TELAAH LITERATUR

Teori Keagenan (*Agency theory*)

Para manajer kemungkinan memiliki tujuan-tujuan pribadi yang bersaing dengan tujuan memaksimalkan kekayaan pemegang saham. Para manajer diberi kekuasaan oleh para pemilik perusahaan, yaitu pemegang saham untuk membuat keputusan, di mana hal ini menciptakan potensi konflik kepentingan yang dikenal sebagai teori keagenan (*agency theory*) (Brigham dan Houston, 2011:26). Teori Jensen dan Meckling (1976) menyebutkan bahwa konflik *agency* terjadi karena perbedaan kepentingan antara pemilik (pemegang saham) dan manajer. Dalam mengelola keuangan, hubungan keagenan utama terjadi diantara pemegang saham dan manajer serta manajer dan pemilik hutang (Brigham dan Houston, 2011:26). Masalah keagenan berpotensi terjadi karena manajer memiliki kurang dari seratus persen saham perusahaan. Dalam perusahaan perseorangan, pemilik sekaligus sebagai manajer akan selalu bertindak memaksimalkan kemakmuran mereka, dan meminimumkan pengeluaran yang tidak diperlukan. Tetapi, jika pemilik perusahaan kemudian menjual sebagian saham kepada investor lain, maka timbulah masalah keagenan. Pada perusahaan besar, problem keagenan sangat potensial terjadi karena proporsi kepemilikan

perusahaan oleh manajer relatif kecil. Dalam kenyataannya tidak jarang tindakan manajer bukannya memaksimalkan kemakmuran pemegang saham melainkan memperbesar skala perusahaan dengan cara ekspansi atau membeli perusahaan lain.

Pecking Order Theory

Perusahaan lebih cenderung memilih pendanaan internal perusahaan (*internal financing*) yang bersumber dari aliran kas, laba ditahan, dan depresiasi dari pada yang berasal dari eksternal perusahaan (*eksternal financing*). Selain itu menurut teori ini bahwa perusahaan dengan tingkat profitabilitas yang tinggi justru tingkat hutangnya rendah, dikarenakan perusahaan yang profitabilitasnya tinggi memiliki sumber dana internal yang berlimpah. Menurut Hanafi (2004:313) teori ini menetapkan suatu urutan keputusan pendanaan dimana para manajer pertama kali akan memilih untuk menggunakan laba ditahan, hutang dan penerbitan saham sebagai pilihan terakhir. Brealey dan Myers (1991), urutan pendanaan menurut teori *pecking order* adalah 1) perusahaan menyukai *internal financing* (dana internal), 2) perusahaan menyesuaikan target *dividend payout ratio* terhadap peluang investasi mereka, dan menghindari perubahan dividen secara drastis, 3) kebijakan dividen yang relatif akan sulit diubah yang diikuti dengan fluktuasi profitabilitas dan peluang investasi yang tidak dapat diprediksi, dan 4) apabila pendanaan eksternal diperlukan,

perusahaan akan menerbitkan sekuritas yang paling aman, yaitu mulai dari penerbitan hutang *convertible bond*, dan alternatif paling akhir adalah saham.

Struktur Modal

Tujuan entitas adalah meningkatkan nilai perusahaan melalui peningkatan kesejahteraan pemilik atau para pemegang saham dan akan diikuti dengan keputusan struktur modal yang tepat oleh manajer keuangan. Menurut Brigham dan Gapenski (1996:583) struktur modal merupakan proporsi atau perbandingan dalam menentukan pemenuhan kebutuhan belanja perusahaan, dengan cara menggunakan hutang, ekuitas, atau dengan menerbitkan saham. Menurut Brigham dan Houston (2011:155) sasaran struktur modal adalah kombinasi antara hutang, saham preferen, dan ekuitas biasa yang akan menjadi dasar penghimpunan modal oleh perusahaan. Van Horne dan Wachowiz (2007) bahwa struktur modal adalah bauran (proporsi) pendanaan permanen jangka panjang perusahaan yang ditunjukkan oleh hutang, ekuitas saham preferen, dan saham biasa. Keputusan pendanaan merupakan keputusan yang berkaitan dengan masalah penentuan sumber dana dan penentuan perimbangan yang terbaik antara sumber-sumber dana tersebut. Keputusan mengenai sumber dana yang akan digunakan disebut dengan keputusan pendanaan (*financing decisions*).

Sumber dana sebaiknya lebih diarahkan pada *matching principle* dalam pendanaan, yaitu

penggunaan jangka panjang didanai dengan dana jangka panjang, sedangkan dana jangka pendek digunakan untuk kebutuhan jangka pendek. Aktivitas operasional perusahaan akan menguntungkan jika *return* yang diperoleh dari hasil operasional tersebut lebih besar daripada biaya modal (*cost of capital*). Biaya modal ini merupakan rata-rata tertimbang dari biaya pendanaan (*cost of funds*) yang terdiri dari biaya (bunga) pinjaman dan biaya modal sendiri. Biaya modal sendiri merupakan gabungan dari dividen yang dibayarkan kepada pemegang saham preferen maupun saham biasa. Biaya (bunga) pinjaman merupakan biaya bunga bersih (setelah dikurangi tarif pajak). Manajemen perlu mempertimbangkan proporsi antara hutang, modal sendiri, serta biaya yang menyertainya.

Kebijakan Hutang

Kebijakan hutang merupakan keputusan yang diambil oleh manajemen untuk menentukan besarnya hutang dalam sumber pendanaannya yang berguna untuk membiayai kegiatan operasional perusahaan. Pembiayaan kegiatan operasional perusahaan dengan hutang membuat perusahaan memiliki kewajiban untuk mengembalikan pinjaman dan membayar beban bunga secara periodik, sehingga memaksa manajer untuk mengoptimalkan penggunaan dana yang ada. Kegagalan perusahaan dalam membayar bunga atas hutang dapat menyebabkan kesulitan

keuangan yang dapat berakhir dengan kebangkrutan perusahaan. Namun demikian, penggunaan hutang juga memberikan keuntungan pada perusahaan dalam penghematan pajak atas laba perusahaan. Kebijakan hutang sering dilambangkan dengan *debt to equity ratio* (DER) merupakan salah satu rasio yang digunakan untuk membandingkan jumlah hutang terhadap ekuitas. Rasio ini sering digunakan para analis dan para investor untuk melihat seberapa besar hutang perusahaan jika dibandingkan ekuitas yang dimiliki perusahaan atau para pemegang saham. Semakin tinggi angka DER maka diasumsikan memiliki risiko yang semakin tinggi terhadap likuiditas perusahaannya.

Kepemilikan Manajerial

Jensen dan Meckling (1976) menjelaskan teori keagenan menyatakan bahwa perusahaan yang memisahkan fungsi pengelolaan dengan fungsi kepemilikan memiliki konsekuensi rentan terhadap konflik kepentingan. Manajer yang bertindak sebagai pengelola perusahaan seharusnya dapat menyusun kebijakan dengan tepat untuk mencapai tujuan perusahaan yaitu meningkatkan nilai perusahaan melalui peningkatan kesejahteraan pemilik atau para pemegang saham. Namun kenyataannya terdapat perbedaan kepentingan dan asymmetric information di antara kedua pihak tersebut menyebabkan konflik keagenan. Kepemilikan manajerial akan mensejajarkan kepentingan manajemen dan pemegang saham

karena manajer akan merasakan langsung manfaat dari keputusan yang diambil dengan benar dan akan merasakan kerugian sebagai konsekuensi dari pengambilan keputusan yang salah (Jensen dan Meckling, 1976). Kepemilikan manajerial menunjukkan adanya peran ganda seorang manajer dalam suatu perusahaan, yakni sebagai manajer dan sebagai pemegang saham. Perusahaan memberikan kesempatan kepada manajer untuk memiliki sebagian saham perusahaan. Keputusan ini dilakukan untuk mempertahankan manajer yang memiliki kinerja baik dan mengarahkan manajer agar bertindak sesuai dengan tujuan perusahaan yaitu meningkatkan kesejahteraan pemegang saham. Semakin besar proporsi kepemilikan manajemen dalam perusahaan maka manajemen akan berusaha lebih giat untuk kepentingan pemegang saham yang notabene adalah mereka sendiri (Mahadwartha, 2002).

Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen merupakan bagian yang tidak dapat dipisahkan dengan keputusan pendanaan perusahaan. Menurut Martono dan Harjito (2003:253) kebijakan dividen (*dividend policy*) merupakan keputusan apakah laba yang diperoleh perusahaan pada akhir tahun akan dibagi kepada pemegang saham dalam bentuk dividen atau akan ditahan untuk menambah modal guna pembiayaan investasi dimasa yang akan datang. Menurut Husnan (2001:11), kebijakan dividen menyangkut tentang masalah

penggunaan laba yang menjadi hak para pemegang saham. Pada umumnya *proxy* untuk kebijakan dividen adalah dengan *dividend payout ratio* yang digunakan untuk menentukan jumlah laba dibagi dalam bentuk dividen kas dan laba yang ditahan sebagai sumber pendanaan. Bila laba perusahaan yang ditahan dalam jumlah besar, berarti laba yang akan dibayarkan sebagai dividen menjadi lebih kecil. Terdapat beberapa teori yang digunakan dalam menentukan kebijakan dividen dalam suatu perusahaan, antara lain:

Teori Dividend Irrelevant

Teori ini adalah teori yang mengemukakan bahwa kebijakan dividen tidak berdampak pada harga saham ataupun biaya modal suatu perusahaan, kebijakan dividen merupakan sesuatu yang irelevan (Brigham dan Houston, 2011:40).

Teori Bird In The Hand

Investor menyukai dividen yang tinggi karena dividen yang diterima seperti burung di tangan yang risikonya lebih kecil dibandingkan keuntungan modal yang tidak pasti (masih mungkin berfluktuasi) di masa depan (Brigham dan Houston, 2011:46).

Tax Differential Theory

Teori ini menyatakan bahwa dengan adanya pajak maka pendapatan yang relevan adalah pendapatan setelah pajak. Adanya pajak terhadap keuntungan (*divident and capital gains*) membuat para investor lebih menyukai *capital gains*.

Signalling Hypothesis Theory

Menurut Modigliani dan Miller, kenaikan dividen diatas jumlah yang diharapkan merupakan suatu sinyal (*signal*) bagi investor bahwa manajemen entitas meramalkan laba yang baik di masa depan (Brigham dan Houston, 2011:155). Sebaliknya, penurunan dividen atau kenaikan dalam jumlah lebih kecil dari yang diharapkan merupakan suatu sinyal bahwa manajemen meramalkan laba masa depan yang buruk.

Clientele Effect Theory

Entitas memiliki klien yang berbeda-beda dan setiap klien memiliki preferensi yang berlainan. Pemegang saham yang membutuhkan pendapatan akan berada dalam posisi tidak menyenangkan bila entitas lebih memilih untuk menahan dan menginvestasikan kembali laba daripada membayar dividen. Sebaliknya, pemegang saham yang lebih suka berhemat daripada membelanjakan dividen akan lebih menyukai dividen yang rendah, karena makin kecil dividen yang dibayarkan makin kecil pula jumlah pajak yang harus dibayarkan oleh pemegang saham. Entitas sebaiknya menstabilkan kebijakan dividen untuk menghindari gangguan pada kliennya. Entitas memiliki kecenderungan untuk menarik sekumpulan investor yang menyukai kebijakan dividennya (Brigham dan Houston, 2011:162).

Residual Dividend Model

Menurut Brigham dan Houston (2011:162), entitas akan mengikuti empat langkah berikut ketika menentukan sasaran rasio pembayarannya, pertama perusahaan akan terlebih dahulu menentukan anggaran modal optimal, kemudian menentukan jumlah ekuitas yang dibutuhkan untuk mendanai anggaran tersebut, setelah itu perusahaan menggunakan laba ditahan untuk sejauh mungkin memenuhi persyaratan ekuitas, dan yang terakhir perusahaan membayarkan dividen hanya jika tersedia laba dalam jumlah yang lebih besardaripada kebutuhan untuk mendukung anggaran modal optimal.

Profitabilitas

Menurut Brigham dan Houston (2011:188) profitabilitas merupakan faktor yang dipertimbangkan dalam menentukan struktur modal perusahaan karena jika kemampuan memperoleh laba semakin tinggi maka entitas lebih mengandalkan dana internal untuk biaya. Menurut Kasmir (2008:196) dan Husnan (2001:317) profitabilitas adalah kemampuan suatu perusahaan dalam menghasilkan keuntungan (*profit*) pada tingkat penjualan, aset, dan modal saham tertentu. Menurut Michelle dan Megawati (2005) profitabilitas merupakan kemampuan perusahaan menghasilkan laba (*profit*) yang akan menjadi dasar pembagian dividen perusahaan. Bagi entitas profitabilitas dapat digunakan sebagai evaluasi atas efektivitas

pengelolaan badan usaha tersebut. Profitabilitas merupakan salah satu dasar penilaian kondisi entitas. Untuk itu dibutuhkan suatu alat analisis untuk bisa menilainya. Alat analisis yang dimaksud adalah rasio-rasio keuangan. Dalam prakteknya, menurut Brigham dan Houston (2011:146) jenis-jenis rasio profitabilitas yang dapat digunakan adalah *profit margin* (*profit margin on sales*), *return on assets* (*ROA*), dan *return on equity* (*ROE*).

Ukuran Perusahaan

Menurut Eldon (2000:309) *size* adalah ukuran entitas dan merupakan keseluruhan dari aset suatu entitas yang dapat dilihat dari sisi kiri posisi keuangan. Ukuran entitas (*size*) sebagai keseluruhan kekayaan yang dimiliki oleh entitas baik dalam bentuk aset lancar maupun aset tetap. Ukuran (*size*) entitas diukur dengan menggunakan total aset, penjualan atau modal. Entitas dengan total aset besar menunjukkan telah mencapai tahap kedewasaan dan pada tahap ini arus kas relatif lama, dan juga mencerminkan entitas relatif lebih stabil dan lebih mampu menghasilkan laba dibandingkan entitas dengan total aset yang kecil. Semakin besar entitas, maka semakin banyak dana yang digunakan untuk menjalankan operasional, dan salah satu sumber dananya adalah berhutang. Ukuran entitas menjadi faktor yang perlu dipertimbangkan dalam menentukan tingkat hutang entitas.

Entitas besar cenderung lebih mudah memperoleh pinjaman dari pihak ketiga, karena kemampuan mengakses ke pihak lain atau jaminan yang dimiliki berupa aset bernilai lebih besar dibandingkan entitas kecil. Ukuran entitas yang besar merupakan sinyal positif bagi kreditur untuk memberikan pinjaman (Hasan, 2014).

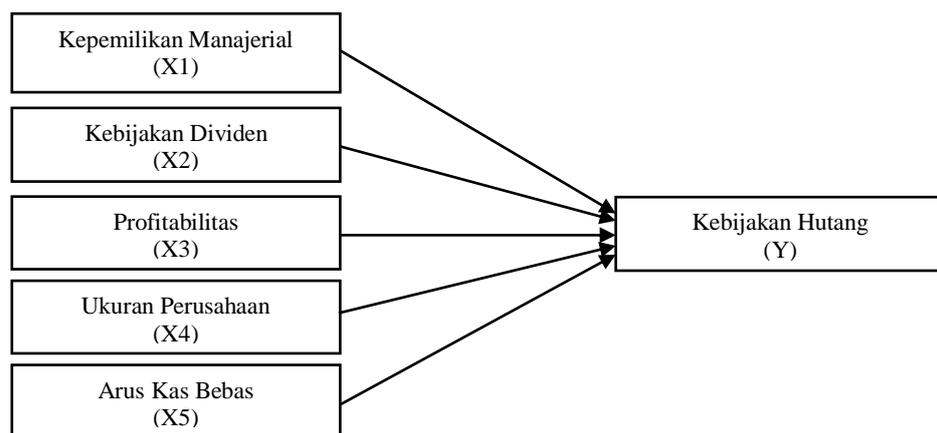
Arus Kas Bebas (*Free Cash Flow*)

Menurut Guinan (2010:131) arus kas bebas (*free cash flow*) merupakan ukuran kinerja keuangan yang dihitung sebagai aliran kas operasional dikurangi belanja modal. Arus kas bebas menggambarkan kas yang mampu dihasilkan perusahaan setelah mengeluarkan sejumlah uang untuk menjaga atau mengembangkan asetnya. Menurut Harahap (2008:156) arus kas dari

aktivitas operasi adalah aktivitas penghasilan utama pendapatan perusahaan dan aktivitas lain yang bukan merupakan aktivitas investasi dan aktivitas pendanaan, seluruh transaksi dan peristiwa-peristiwa lainnya yang tidak dianggap penting sebagai investasi atau pembiayaan. Menurut Abdullah (2005:166) belanja modal atau pengeluaran modal (*capital expenditure*) merupakan pengeluaran yang dilakukan oleh perusahaan guna keperluan investasi untuk jangka waktu lebih dari satu tahun dengan harapan akan memberi manfaat atau hasil (*benefit*). Terdapat beberapa tujuan perusahaan melakukan *capital expenditure* yaitu untuk pembelian aset tetap baru, untuk penggantian atau perbaikan aset tetap lama.

Kerangka Konseptual

Gambar 3. Kerangka Konseptual



Hipotesis

H1: Kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang

H2: Kebijakan Dividen berpengaruh terhadap kebijakan hutang

H3: Profitabilitas berpengaruh terhadap kebijakan hutang

- H4: Ukuran perusahaan berpengaruh terhadap kebijakan hutang
- H5: Arus kas bebas (*free cash flow*) berpengaruh terhadap kebijakan hutang

Populasi dan Sampel

Populasi penelitian adalah semua perusahaan sub sektor makanan dan minuman yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia sebanyak 14 perusahaan dengan periode penelitian tahun 2011-2015. Penggunaan sampel menggunakan metode *purposive sampling* dengan kriteria:

- 1) Perusahaan sub sektor makanan dan minuman yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama tahun 2011-2015.
- 2) Konsisten listing di Bursa Efek Indonesia periode 2011-2015.
- 3) Memberikan laporan keuangan lengkap di BEI secara terus menerus 2011-2015.
- 4) Membagikan dividen secara berturut-turut selama periode pengamatan.
- 5) Tidak mengalami kerugian selama 2011-2015.

Sampel penelitian berdasarkan kriteria tersebut sebanyak 6 perusahaan. Daftar perusahaan sampel penelitian sub sektor makanan dan minuman adalah sebagai berikut:

Tabel 1. Daftar Perusahaan Sampel Penelitian

No.	Perusahaan
1.	PT Delta Djakarta, Tbk
2.	PT Indofood CBP Sukses Makmur, Tbk
3.	PT Indofood Sukses Makmur, Tbk
4.	PT Multi Bintang Indonesia, Tbk
5.	PT Mayora Indah, Tbk
6.	PT Nippon Indosari Corporindo, Tbk

Sumber: www.idx.co.id

Definisi Operasional Variabel Variabel Dependen

Variabel dependen penelitian adalah kebijakan hutang dan diprosikan *debt to equity ratio* (DER) dengan perbandingan antara total hutang dengan total modal. Menurut Kasmir (2008:158):

$$\text{Debt to equity ratio} = \frac{\text{Total hutang}}{\text{Total ekuitas}}$$

Variabel Independen Kepemilikan Manajerial

Kepemilikan Manajerial adalah pemegang saham dari pihak manajemen yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan perusahaan. Mengacu pada Clarashinta (2014), Murtiningtyas (2012) untuk menghitung kepemilikan manajerial:

$$\text{Managerial Ownership (MOWN)} = \frac{\text{Jumlah saham pihak manajemen}}{\text{Total saham beredar}}$$

Kebijakan Dividen

Kebijakan Dividen dalam perusahaan dapat diukur dengan membandingkan antara dividen dengan laba bersih setelah pajak

(*dividend payout ratio*). Dalam hal tersebut manajemen membuat keputusan berapa dari *earnings after tax* yang akan dibagikan sebagai dividen. Mengacu pada Brigham dan Houston (2011:155) rumus untuk menentukan kebijakan dividen, yaitu:

$$\text{Dividend payout ratio} = \frac{\text{Dividend per share}}{\text{Earning per share}}$$

Profitabilitas

Menurut Kasmir (2008:196) profitabilitas merupakan rasio yang digunakan untuk menilai kemampuan perusahaan dalam mencari keuntungan. *Return on assets* (ROA) menunjukkan efektivitas perusahaan dalam mengelola aktiva baik dari modal sendiri maupun dari modal pinjaman, investor akan melihat seberapa efektif suatu perusahaan dalam mengelola aset. Formula

return on assets (ROA) mengacu pada Kasmir (2008:202):

$$\text{Return on Assets} = \frac{\text{Earning after interest and tax}}{\text{Total assets}}$$

Ukuran Perusahaan

Menurut Eldon (2000:309) *size* adalah ukuran perusahaan merupakan keseluruhan dari aktiva yang dimiliki oleh suatu perusahaan yang dapat dilihat dari sisi kiri neraca. Rumus yang digunakan adalah Ukuran perusahaan = Ln Total aset

Arus Kas Bebas (*Free Cash Flow*)

Menurut Guinan (2010:131) arus kas bebas (*free cash flow*) dapat diperoleh dari arus kas operasi dikurangi belanja modal. Mengacu pada Guinan (2010:131) arus kas bebas (*free cash flow*) dengan rumus: Arus Kas Bebas = Arus kas operasi – Belanja modal

Hasil Penelitian

Tabel 2. Hasil Uji Regresi Berganda
Coefficients^a

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	-4,150	3,306		1,255	,221
Kepemilikan Manajerial	,010	,008	,228	1,261	,219
Kebijakan Dividen	,565	,394	,314	1,433	,165
Profitabilitas	,006	,013	,117	,440	,664
Arus Kas Bebas	-2,177E-13	,000	-,368	1,721	,098
Total Aset	,167	,109	,407	1,530	,139

a. *Dependent Variable: Kebijakan Hutang*

Pengaruh kepemilikan manajerial terhadap kebijakan hutang.

Tabel 2 bahwa nilai T_{hitung} variabel kepemilikan manajerial (X_1) $1,261 < T_{tabel} 2,064$ dengan tingkat signifikansi sebesar $0,219 > 0,05$. Hal ini menunjukkan H_1 tidak terbukti yang berarti kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Berdasarkan hasil pengujian regresi diperoleh koefisien kepemilikan manajerial yang menunjukkan tanda positif. Ini berarti kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang, artinya semakin tinggi kepemilikan saham oleh manajemen, maka akan semakin tinggi pula perilaku manajer untuk berhati-hati terhadap penggunaan hutang. Dapat dikatakan bahwa kepemilikan manajerial dan hutang memiliki hubungan sebab akibat, hal ini ditunjukkan dengan adanya peningkatan presentase kepemilikan manajerial akan mengurangi penggunaan hutang perusahaan dan sebaliknya penurunan kepemilikan manajerial akan meningkatkan penggunaan hutang perusahaan. Namun jika dilihat dari T_{hitung} pengaruhnya tidak signifikan.

Hasil penelitian yang tidak berpengaruh ini disebabkan adanya proporsi kepemilikan saham oleh direksi dan komisaris yang masih rendah apabila dibandingkan dengan kelompok pemegang saham lainnya dalam perusahaan. Data dari 6 sampel perusahaan makanan dan minuman selama 5 tahun pengamatan dapat diketahui besar presentase kepemilikan manajerial. Besar presentase

kepemilikan manajerial relatif kecil sehingga suara manajer kurang berpengaruh dalam Rapat Umum Pemegang Saham. Selain itu hasil yang tidak signifikan disebabkan karena data dari 6 perusahaan *food and beverage* selama 5 tahun pengamatan memiliki jumlah saham beredar yang sama Besar kepemilikan manajerial untuk setiap tahunnya pun tak mengalami banyak perubahan dan cenderung konstan. Besarnya jumlah saham beredar yang sama selama 5 tahun pengamatan tersebut dikarenakan perusahaan yang bersangkutan tidak melakukan penerbitan saham baru.

Hasil penelitian ini sejalan dengan temuan penelitian Nurmasari (2015), Clarashinta (2014), Murtiningtyas (2012), Susilawati, *dkk* (2012), serta Yeniatie dan Destriana (2010) yang juga menemukan bahwa kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang.

Pengaruh kebijakan dividen terhadap kebijakan hutang

Tabel 2 bahwa nilai T_{hitung} variabel kebijakan dividen (X_2) $1,433 < T_{tabel} 2,064$ dengan tingkat signifikansi sebesar $0,165 > 0,05$. Hal ini menunjukkan H_1 tidak terbukti yang berarti kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Berdasarkan hasil pengujian regresi, koefisien kebijakan dividen menunjukkan tanda positif. Kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang, artinya ketika perusahaan meningkatkan pembayaran dividen

maka dana yang tersedia untuk pendanaan (laba ditahan) akan semakin kecil, sehingga untuk memenuhi kebutuhan dana perusahaan tersebut manajer cenderung menggunakan hutang lebih banyak (Masdupi, 2005) dan pada umumnya sesuai dengan *pecking order theory* perusahaan akan menggunakan dana yang berasal dari internal terlebih dahulu, namun apabila tidak mencukupi dapat menggunakan hutang sebagai alternatif dalam pembiayaan kegiatan operasional perusahaan.

Hasil penelitian yang tidak berpengaruh disebabkan adanya beberapa perusahaan di Indonesia menetapkan kebijakan dividen yang relative stabil setiap tahunnya untuk menarik minat investor agar menginvestasikan dananya di perusahaan tersebut, meskipun hutang perusahaan semakin bertambah maupun berkurang. Hasil penelitian ini sejalan dengan temuan penelitian Nurmasari (2015), Clarashinta (2014), Murtiningtyas (2012), Susilawati, *dkk* (2012), serta Yenieatie dan Destriana (2010) bahwa kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang.

Pengaruh profitabilitas terhadap kebijakan hutang

Tabel 2 bahwa nilai T_{hitung} variabel profitabilitas (X3) sebesar $0,440 < T_{tabel} 2,064$ dengan tingkat signifikansi sebesar $0,664 > 0,05$. Hal ini menunjukkan hipotesis ketiga tidak terbukti dan berarti profitabilitas tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Hasil pengujian regresi koefisien

profitabilitas yang menunjukkan tanda positif. Perusahaan dengan tingkat profitabilitas yang tinggi maka akan memiliki sumber dana internal yang juga tinggi, sehingga dana tersebut dapat digunakan untuk membiayai kegiatan operasional perusahaan dan pada akhirnya akan mengurangi penggunaan hutang perusahaan. Sesuai dengan *pecking order theory*, perusahaan lebih cenderung memilih pendanaan yang berasal dari internal perusahaan dan seperti pada *pecking order theory* tentang hirarki pembiayaan yang dimulai dari laba ditahan, hutang dan yang terakhir adalah penerbitan saham baru.

Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Mahmudah (2014) yang menemukan bahwa profitabilitas tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Profitabilitas tidak berpengaruh ini kemungkinan karena perusahaan cenderung menggunakan dana internal perusahaan yang berasal dari laba ditahan daripada menggunakan hutang. Hal ini menandakan bahwa perusahaan memanfaatkan profitabilitas yang dimiliki untuk memaksimalkan kinerja perusahaan dan meminimalkan penggunaan hutang agar tidak beresiko terhadap kinerja perusahaan dimasa akan datang.

Hal ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Susilawati, *dkk* (2012) yang menunjukkan semakin tinggi profitabilitas maka akan semakin rendah kebijakan hutangnya, karena perusahaan ingin

mengembangkan perusahaan dengan potensi profitabilitas tinggi tapi menghindari atau menurunkan risiko hutang dengan menurunkan pendanaan dari hutang dan meningkatkan sumber pendanaan sesuai dengan *pecking order theory* dari laba ditahan dulu yaitu dari akumulasi profit tahun sebelumnya.

Pengaruh ukuran perusahaan terhadap kebijakan hutang.

Tabel 2 bahwa nilai t_{hitung} variabel ukuran perusahaan (X_4) sebesar $-1,721 < T_{tabel} 2,064$ dengan tingkat signifikansi sebesar 0,098. Hal ini menunjukkan bahwa hipotesis keempat tidak terbukti dan berarti ukuran perusahaan tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Berikut merupakan grafik ukuran perusahaan sub sektor makanan dan minuman tahun 2011-2015 sebagai berikut:

Gambar 4. Grafik Ukuran Perusahaan



Sumber: Data diolah

Berdasarkan gambar 4 di atas, bahwa ukuran perusahaan yang diprosikan pada total aset tahun 2011-2015 terus menerus mengalami kenaikan. Pada tahun 2011 rata-rata total aktiva sebesar

28,725, tahun 2012 mengalami kenaikan sebesar 28,884, tahun 2013 sebesar 29,110, tahun 2014 sebesar 29,242 dan pada tahun 2015 sebesar 29,339. Dari data tersebut dapat terlihat bahwa semakin tinggi ukuran perusahaan tidak memiliki pengaruh terhadap pengambilan keputusan pendanaan perusahaan berupa hutang. Hal ini dikarenakan perusahaan tidak hanya menggunakan hutang dalam mendanai kegiatan operasional perusahaan. Hal tersebut menunjukkan bahwa perusahaan lebih memanfaatkan dan mengoptimalkan dana internal yang dimiliki perusahaan. Hasil penelitian ini sesuai dengan temuan Narita (2012) dan Suryani (2015) bahwa ukuran perusahaan tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Menurut Suryani (2012) ukuran perusahaan yang besar tidak menjamin perusahaan untuk meminjam dana untuk memenuhi kebutuhan pendanaannya, karena bisa saja perusahaan menggunakan dana internal dalam pendanaannya. Penggunaan dana internal kemungkinan atas dasar risiko masa datang.

Pengaruh arus kas bebas (*free cash flow*) terhadap kebijakan hutang

Tabel 2 bahwa nilai t_{hitung} arus kas bebas (X_5) sebesar $1,530 < T_{tabel} 2,064$ dengan tingkat signifikansi sebesar $0,139 > 0,05$. Hal ini menunjukkan bahwa hipotesis kelima tidak terbukti, dan berarti arus kas bebas (*free cash flow*) tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Berdasarkan perhitungan sebelumnya terdapat

dua perusahaan yang mempunyai arus kas bebas (*free cash flow*) negatif yang disebabkan karena jumlah arus kas operasi yang dimiliki perusahaan sedang menurun yaitu PT Wilmar Cahaya Indonesia, Tbk (CEKA) tahun 2011 dan PT Mayora Indah, Tbk (MYOR) tahun 2011 dan 2014, sedangkan yang bernilai negatif pada perusahaan lainnya dikarenakan perusahaan banyak yang melakukan kegiatan investasi. Dari data tersebut dapat terlihat bahwa tingginya arus kas bebas (*free cash flow*) tidak memiliki pengaruh terhadap pengambilan keputusan pendanaan perusahaan berupa hutang. Hasil penelitian ini sama dengan temuan penelitian Narita (2012) dan Suryani (2015) bahwa arus kas bebas (*free cash flow*) tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Menurut Suryani (2012) hubungan yang tidak signifikan antara *free cash flow* disebabkan karena perusahaan akan mengutamakan penggunaan dana internal untuk kebutuhan investasi dan kegiatan operasionalnya, sehingga jika perusahaan mempunyai dana internal yang cukup maka perusahaan tidak akan menggunakan dana eksternal untuk mencukupi kebutuhan pendanaannya.

KESIMPULAN, KETERBATASAN DAN SARAN

Kesimpulan

1. Kepemilikan manajerial, kebijakan dividen, profitabilitas, ukuran perusahaan, dan arus kas bebas (*free cash flow*) tidak berpengaruh

terhadap kebijakan hutang perusahaan sub sektor makanan dan minuman yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI).

2. Proporsi kepemilikan saham oleh manajemen (direksi dan komisaris) yang masih rendah, perusahaan yang menetapkan kebijakan dividen yang relative stabil setiap tahunnya, dan kecenderungan perusahaan menggunakan sumber pendanaan yang berasal dari internal merupakan beberapa faktor yang mendukung hasil penelitian.
3. Tidak ada pengaruh yang terjadi antara ukuran perusahaan dan kebijakan hutang ini bisa disebabkan karena perusahaan lebih memilih menggunakan dana yang berasal dari internal meskipun ukuran perusahaan bertambah besar, perusahaan akan memakai dana internalnya atau memanfaatkan dana internal yang dihasilkan dari kegiatan perusahaan.
4. Tidak ada pengaruh yang terjadi antara arus kas bebas (*free cash flow*) dan kebijakan hutang ini bisa diakibatkan karena perusahaan lebih menyukai mendanai perusahaan dengan dana yang berasal dari internal. Adanya arus kas bebas (*free cash flow*), perusahaan akan menggunakan dana tersebut dan dimanfaatkan sebaik mungkin untuk mendanai perusahaan agar mendapatkan pengembalian yang maksimal dan tidak menggunakan hutang

yang bisa menimbulkan risiko bagi perusahaan.

Keterbatasan Dan Saran

1. Sampel penelitian ini hanya menggunakan perusahaan manufaktur subsektor makanan dan minuman, sehingga hasilnya belum dapat diberlakukan untuk perusahaan sub sektor lain dan non-manufaktur. Untuk penelitian yang akan datang, sampel perlu diperluas untuk perusahaan non-manufaktur untuk generalisasi hasil penelitian.
2. Periode yang diteliti hanya meliputi periode 2011 sampai dengan 2015 sehingga jumlah sampelnya terbatas. Penelitian berikutnya dapat dilakukan dengan periode yang lebih lama, sehingga daya uji empirisnya menjadi lebih tinggi.
3. Penelitian ini membatasi pada faktor kepemilikan manajerial, kebijakan dividen, profitabilitas, ukuran perusahaan, dan arus kas bebas (*free cash flow*) yang mempengaruhi keputusan perusahaan dalam melakukan pendanaan. Untuk penelitian yang akan datang, perlu diperluas dengan variabel-variabel lain.

DAFTAR RUJUKAN

- Abdullah, M. Faisal. Dasar dasar Manajemen Keuangan, Edisi Kedua. Cetakan kelima, Penerbitan Universitas Muhammadiyah. Malang.
- Andina, Zulfia. 2013. Analisis Pengaruh Profitabilitas, Likuiditas, Pertumbuhan Penjualan, Pertumbuhan Perusahaan dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Hutang. Skripsi. Universitas Diponegoro. Semarang.
- Arikunto, S. 2006. Prosedur Penelitian Suatu Pendekatan Praktik. Jakarta: Rineka Cipta.
- Astuti, Wati Aris & Nurlaelasari. 2013. Pengaruh Arus Kas Bebas dan Profitabilitas Terhadap Kebijakan Hutang. *Trikonomika*, Volume 12, No. 1, Juni 2013, Hal.40–48.
- Batemen S. dan Snell S. 2007. Manajemen Kepemimpinan Dan Kolaborasi Dalam Dunia Pendidikan Yang Kompetitif. Salemba Empat. Jakarta.
- Brealey R.A. dan Myers S.C. 1991. Principles of Corporate Finance. 4th edition. mvGraw Hill Inc.
- Brigham E.F, dan Gapenski, L.C. 1996. Intermediate Financial Management. 5th edition, International Edition. The Dryden Press.
- Brigham dan Houston. 2011. Dasar-dasar Manajemen Keuangan. Buku 1. Edisi 11. Salemba Empat. Jakarta.
- Clarashinta, Dyah Ayu. 2004. Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kebijakan Dividen, dan Profitabilitas Terhadap Kebijakan Hutang (Studi Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2011-2013). Skripsi. Fakultas Ekonomi. Universitas Negeri Yogyakarta.

- Ghozali, Imam. 2011. Aplikasi Analisis Multivariate Dengan Program IBM SPSS 19 (edisi kelima). Semarang: Universitas Diponegoro.
- Guinan, Jack. 2010. Investopedia (Cara Mudah Memahami Istilah Investasi). Cetakan I. Jakarta: Hikmah.
- Hanafi, Mamduh M. 2004. Manajemen Keuangan. BPFE Yogyakarta.
- Harahap, Sofyan Syafri. 2008. Analisis Kritis Atas Laporan Keuangan. Raja Grafindo Persada, Jakarta.
- Hasan, Mudrika Alamsyah. 2014. Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Free Cash Flow dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Utang. *Jurnal Akuntansi*, Vol. 3, No. 1, Oktober 2014: 90–10.
- Husnan, Suad. 2001. Dasar-dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas. Edisi Ketiga. UPP AMP YKPN. Yogyakarta.
- Indahningrum, Rizka Putri dan Ratih Handayani. 2009. Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Dividen, Pertumbuhan Perusahaan, Free Cash Flow, dan Profitabilitas terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan, *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, Vol. 11 No. 3. Hlm. 189-207.
- Indriantoro, Nur dan Bambang Supomo, 2009. Metodologi Penelitian Bisnis untuk Akuntansi dan Manajemen, Edisi Pertama. Yogyakarta: BPFE Yogyakarta.
- Jensen dan Meckling. 1976. The Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Cost, and Ownership Structure. *Journal of Financial and Economics*. 3:305-360.
- Jogiyanto, 2010. Analisis dan Desain Sistem Informasi. Edisi IV. Yogyakarta: Andi Offset.
- Kasmir. 2008. Analisis Laporan Keuangan. Jakarta: Rajawali Pers, Jakarta.
- Mahmudah, Siti. 2013. Pengaruh Kepemilikan Saham, Profitabilitas, Ukuran Perusahaan, dan Struktur Aset Terhadap Kebijakan Hutang Pada Perusahaan Manufaktur Yang Masuk Dalam Daftar Efek Syariah 2010-2013. Skripsi. Fakultas Syariah dan Hukum. Universitas Islam Negeri Sunan Kalijaga Yogyakarta.
- Martono dan Agus Harjito. 2003. Manajemen Keuangan. Ekonosia. Yogyakarta.
- Masdupi, Erni. 2005. Analisis Dampak Struktur Kepemilikan Pada Kebijakan Hutang Dalam Mengontrol Konflik Keagenan. *Jurnal Ekonomi Dan Bisnis*. Vol. 20. No. 1. Hlm 57-69.
- Michelle dan Megawati. 2005. Tingkat Pengembalian Investasi Dapat Diprediksi Melalui Profitabilitas, Likuiditas, dan Leverage. *Kumpulan Jurnal Ekonomi Com*.
- Mulianti, Fitri Mega. 2010. Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang dan Pengaruhnya Terhadap Nilai Perusahaan

- (Studi Pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) Periode 2004-2007). Tesis. Program Studi Magister Manajemen Universitas Diponegoro.
- Murtiningtyas, Andika Inova. 2012. Kebijakan Dividen, Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Profitabilitas, Risiko Bisnis Terhadap kebijakan Hutang Pada Perusahaan Manufaktur Yang Listing di BEI Periode 2008-2009. *Jurnal Akuntansi di Kota Semarang*. Jurusan Akuntansi. Hal 1-6.
- Narita, Rona Mersi. 2012. Analisis Kebijakan Hutang. *Accounting Analysis Journal* 1 (2).
- Nurmasari, Nuraini Desty. 2015. Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Kebijakan Dividen, Pertumbuhan Perusahaan, dan Profitabilitas Terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan (Studi Empiris Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia). Skripsi. Fakultas Ekonomi. Universitas Negeri Yogyakarta.
- Phitaloka, Nina Diah. 2009. Pengaruh Faktor-Faktor Intern Perusahaan Terhadap Kebijakan Hutang dengan Pendekatan Pecking Order Theory. Skripsi. Universitas Lampung: Bandar Lampung.
- Purwasih, Dewi., Restu Agusti dan Al Azhar L. 2014. Analisis Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Kebijakan Dividen, Profitabilitas, Ukuran Perusahaan, dan Struktur Aset Terhadap Kebijakan Hutang Pada perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia 2010-2012. *JOM FEKON*. Vol. 1 No. 2. Oktober. Hal. 1-15.
- Santoso, Singgih. 2012. Aplikasi SPSS Pada Statistik Parametrik. Jakarta: Elex Media Komputindo.
- _____. 2012. Statistik Multivariant. Edisi Revisi. PT Elex Media Komputindo. Jakarta.
- Sheisarvian, Revi M., Nengah Sudjana, dan Muhammad Saifi. 2015. Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kebijakan Dividen, dan Profitabilitas Terhadap Kebijakan Hutang (Studi Pada Perusahaan Manufaktur Yang Tercatat di BEI Periode 2010-2012). *Jurnal Administrasi Bisnis (JAB)*. Vol. 22 No. 1 Mei. Hal. 1-9.
- Sugiyono. 2010. Metode Penelitian Kuantitatif Kualitatif dan R&D. Penerbit ALFABETA.
- _____. 2008. Metode Penelitian Pendidikan Pendekatan Kuantitatif, Kualitatif, dan R&D. Alfabeta. Bandung.
- Suryani, Ade Dwi. 2015. Pengaruh Free Cash Flow, Pertumbuhan Perusahaan, Kebijakan Dividen dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Hutang. Skripsi. Jurusan Akuntansi Universitas Negeri Semarang.
- Susilawati, Christine Dwi Karya, Lidya Agustina dan Se Tin. 2012. Faktor-Faktor yang

- Mempengaruhi Kebijakan Hutang. *Jurnal Keuangan dan Perbankan*, Vol. 16, No. 2 Mei 2012, hlm.178–187.
- Wahidahwati. 2002. Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Institusional Pada Kebijakan Hutang Perusahaan: Sebuah Perspektif Theory Agency. Simposium Akuntansi Nasional IV.
- Weston, J. Fred. dan Thomas E Copeland. 1997. *Manajemen Keuangan*. Edisi Sembilan. Penerbit Bina Rupa Aksara. Jakarta.
- Yeniati dan Nicken Destriana. 2010. Faktor-faktor Yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang Pada Perusahaan Non Keuangan Yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*. Vol. 12. No. 1. Hlm. 1-16.
- www.idx.co.id
- www.kemenperin.go.id