

PENGARUH PROFITABILITAS, *FREE CASH FLOW*, PERTUMBUHAN PENJUALAN, UKURAN PERUSAHAAN TERHADAP KEBIJAKAN HUTANG

Siti Fatimatul Zuhria

riyah_riyah@yahoo.co.id

Ikhsan Budi Riharjo

Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Indonesia (STIESIA) Surabaya

ABSTRACT

This study aimed to analyze and examine the effect of profitability, free cash flow, sales growth and size of the company debt policy. The population in this study are firms Food and Beverages in the Indonesia Stock Exchange. The sampling technique used purposive sampling, data collection techniques using documentation technique derived from the annual report. Analysis of data using multiple linear regression analysis. The results of this study indicate that profitability has a negative impact, which means companies with a high rate of return that allows the company to finance the majority of internal funding, free cash flow has a negative relationship means with their free cash flow that is higher by a manager can be used to pay debt, to distribute dividends to shareholders, and to finance the company's operations and can be reinvested, sales growth has a negative impact, which means that companies that have a high acceptance, it means having the ability of internal funding is high, while the size of the company has a positive effect means that the size of the company which likely means companies have more stable cash flow, the lower the risk of defaults, and have easy access to credit

Keywords: profitability, free cash flow, sales growth, firm size, debt policy.

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis dan menguji pengaruh profitabilitas, *free cash flow*, pertumbuhan penjualan dan ukuran perusahaan terhadap kebijakan hutang. Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan *Food and Beverages* di Bursa Efek Indonesia. Teknik pengambilan sampel menggunakan purposive sampling, sedangkan teknik pengumpulan data menggunakan teknik dokumentasi yang diperoleh dari *annual report*. Analisis data menggunakan analisis regresi linier berganda. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa profitabilitas mempunyai pengaruh yang negatif yang artinya perusahaan dengan tingkat pengembalian yang tinggi yang memungkinkan perusahaan untuk membiayai sebagian besar pendanaan internal, *free cash flow* mempunyai hubungan negatif yang artinya dengan adanya *free cash flow* yang tinggi oleh manajer dapat digunakan untuk membayar hutang, membagikan deviden kepada pemegang saham, dan untuk membiayai operasional perusahaan serta dapat di investasikan kembali, pertumbuhan penjualan mempunyai pengaruh yang negatif yang artinya bahwa perusahaan yang memiliki penerimaan tinggi, berarti memiliki kemampuan pendanaan internal yang tinggi sedangkan ukuran perusahaan mempunyai pengaruh yang positif artinya ukuran perusahaan yang besar berarti perusahaan lebih mempunyai arus kas yang stabil, risiko kebangkrutan yang lebih rendah, dan mempunyai akses yang mudah untuk melakukan kredit.

Kata kunci: profitabilitas, *free cash flow*, pertumbuhan penjualan, ukuran perusahaan, kebijakan hutang.

PENDAHULUAN

Pasar modal di Indonesia, yaitu Bursa Efek Indonesia (BEI) merupakan salah satu media pertemuan antara investor dan industri. Saat ini PT Bursa Efek Indonesia memiliki banyak macam perusahaan didalamnya yang terus menerus disebarluaskan melalui media cetak maupun elektronik. Salah satu sektor pendukung untuk kelangsungan suatu industri yaitu tersedianya sumber dana. Sumber dana yang dapat diperoleh pada suatu industri yaitu dengan cara menjual saham kepada publik dipasar modal. Hutang merupakan salah satu alternatif pengurang biaya agensi sekaligus sumber pendanaan adalah dana yang berasal dari luar perusahaan yang sifatnya sementara. Kebijakan hutang berkaitan dengan

masalah pendanaan untuk operasi perusahaan, pengembangan dan penelitian serta peningkatan kinerja perusahaan. Teori *contracting* menyebutkan bahwa pendanaan perusahaan bertumbuh lebih banyak menggunakan sumber-sumber internal yaitu laba ditahan dari pada sumber eksternal yaitu hutang dan pengeluaran saham. Sedangkan menurut *signalling* teori menyatakan perusahaan yang bertumbuh memiliki hutang lebih tinggi dengan asumsi bahwa perusahaan memiliki kondisi yang lebih baik dalam menghadapi *financial distress* (Harwira; 2009).

Dalam menentukan kebijakan hutang, ada beberapa faktor yang dipertimbangkan oleh perusahaan pada umumnya antara lain profitabilitas, likuiditas, pertumbuhan penjualan, pertumbuhan perusahaan, dan ukuran perusahaan. Perusahaan dengan tingkat profitabilitas yang sangat tinggi biasanya menggunakan hutang dalam jumlah yang relatif sedikit. Karena tingkat pengembalian yang tinggi memungkinkan perusahaan tersebut melakukan sebagian besar pendanaannya melalui dana yang dihasilkan secara internal (Brigham dan Houston, 2011). Hal ini sesuai dengan *pecking order theory* yang menetapkan suatu urutan keputusan pendanaan dimana para manajer pertama kali akan memilih untuk menggunakan laba ditahan, hutang dan penerbitan saham sebagai pilihan terakhir (Mamduh, 2004).

Borolla (2011) menjelaskan bahwa suatu perusahaan didirikan dengan tujuan untuk meningkatkan kemakmuran dari pemilik atau pemegang saham melalui peningkatan nilai perusahaan. Ketika nilai perusahaan semakin tinggi, maka kemakmuran yang dirasakan oleh pemegang saham juga semakin tinggi. Perubahan struktur modal atau *leverage* mempengaruhi beban biaya, serta efisiensi perusahaan dalam melakukan produksi. Hal ini dikarenakan, semakin besar hutang yang harus ditanggung perusahaan untuk memenuhi kebutuhannya akan dana, semakin besar pula biaya yang harus dikeluarkan untuk pendanaan, baik untuk membayar biaya bunga, maupun untuk membayar perantara keuangan.

Profitabilitas menunjukkan kemampuan perusahaan dalam memperoleh laba. Profitabilitas adalah kemampuan perusahaan memperoleh laba dalam hubungannya dengan penjualan, total aktiva, maupun modal sendiri. Menurut penelitian yang dilakukan oleh Silitonga (2014), profitabilitas berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang perusahaan. Hasil ini menunjukkan profitabilitas erat kaitannya dengan kebijakan hutang, yaitu semakin tinggi profitabilitas maka akan semakin rendah kebijakan hutangnya. Hal ini kemungkinan karena perusahaan lebih memilih menggunakan laba ditahan untuk memenuhi kebutuhan perusahaan dari pada menggunakan hutang jika perusahaan memiliki potensi profitabilitas yang tinggi. Hasil ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Murtiningtyas (2012) yang menunjukkan profitabilitas berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang.

Free cash flow merupakan kas lebih perusahaan yang dapat didistribusikan kepada kreditor atau pemegang saham yang tidak digunakan untuk operasi atau investasi. Penelitian Makaryanawati dan Mamdy (2009) menunjukkan bahwa *free cash flow*, berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang. Hal ini menunjukkan pada saat perusahaan dalam keadaan stabil, dan untuk mengurangi risiko kebangkrutan yang diakibatkan oleh hutang, perusahaan akan berusaha menguranginya dengan mengalokasikan *free cash flow* untuk membayar hutang. Dapat disimpulkan bahwa semakin besar *free cash flow*, akan mengakibatkan turunnya kebijakan hutang perusahaan, hasil ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Junaidi (2012), yang menyatakan bahwa *free cash flow* berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang, hal ini menunjukkan perusahaan pada tahun penelitian dalam keadaan stabil, sehingga demi mengurangi risiko kebangkrutan yang diakibatkan oleh hutang, perusahaan akan berusaha menguranginya dengan mengalokasikan *free cash flow* untuk membayar hutang. Berdasarkan pembahasan tersebut maka dapat disimpulkan bahwa semakin tinggi tingkat *free cash flow* perusahaan maka

semakin rendah tingkat hutangnya. Dalam perkembangannya perusahaan lama kelamaan juga diharapkan mengalami pertumbuhan. Pertumbuhan perusahaan dapat didefinisikan sebagai kemampuan perusahaan untuk meningkatkan *size*.

Menurut Amirya dan Atmini (2008), menunjukkan bahwa pertumbuhan penjualan berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang, hal ini menunjukkan bahwa perusahaan yang memiliki penerimaan tinggi, berarti memiliki kemampuan pendanaan internal yang tinggi. Sesuai dengan teori *pecking order*, perusahaan akan memilih pendanaan internal terlebih dahulu kemudian hutang dan saham sebagai pilihan terakhir. Jadi, semakin tinggi pertumbuhan perusahaan, maka semakin tinggi pula penerimaan perusahaan. Dalam penggunaan dana eksternal perusahaan memiliki pilihan untuk menerbitkan surat hutang atau mengeluarkan saham baru. Perusahaan cenderung lebih mempertimbangkan untuk menerbitkan surat hutang daripada mengeluarkan saham baru karena biaya emisi saham baru lebih besar daripada biaya hutang itu sendiri, sehingga dapat dikatakan bahwa dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi perusahaan cenderung lebih banyak menggunakan hutang.

Ukuran perusahaan adalah ukuran atau besarnya aset yang dimiliki perusahaan. Perusahaan yang berada pada pertumbuhan penjualan yang tinggi membutuhkan dukungan sumber daya perusahaan yang semakin besar. Demikian juga sebaliknya, pada perusahaan yang tingkat pertumbuhan penjualannya rendah kebutuhan terhadap sumber daya perusahaan juga semakin kecil. Silitonga (2014), menunjukkan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang, hal ini menunjukkan bahwa ukuran perusahaan yang besar berarti perusahaan lebih mempunyai arus kas yang stabil, risiko kebangkrutan yang lebih rendah, dan mempunyai akses yang mudah untuk melakukan kredit. Ukuran Perusahaan yang besar pada umumnya juga mempunyai beban pajak perusahaan yang tinggi

Penelitian tentang kebijakan hutang perusahaan telah banyak dilakukan karena hal tersebut berkaitan dengan kemampuan pihak manajemen dan para investor perusahaan dalam mengambil keputusan yang tepat. Sehingga peneliti bermaksud menguji kembali agar dibuktikan hasil yang lebih konsisten. Perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) ada yang bergerak dalam bidang jasa dan non jasa (Industri). Penelitian ini dilakukan dalam kelompok perusahaan yang tergabung dalam industri makanan dan minuman yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dari periode 2011-2014. Kelompok industri makanan dan minuman dipilih sebagai perusahaan yang diteliti dengan mempertimbangkan persaingan yang tinggi, sehingga menuntut kinerja perusahaan yang selalu prima agar unggul dalam persaingan. Alasan lain memilih industri makanan dan minuman karena industri ini menyediakan kebutuhan primer manusia sehingga tetap dapat menjadi prioritas utama konsumen, meskipun kondisi perekonomian kurang mendukung, bagaimanapun buruknya kondisi kehidupan ekonomi konsumen, mereka masih tetap membutuhkan makanan dan minuman untuk mempertahankannya.

Berdasarkan uraian pada latar belakang di atas, maka tujuan dari penelitian ini adalah: untuk (1) Menguji secara empiris pengaruh profitabilitas terhadap kebijakan hutang. (2) Menguji secara empiris pengaruh *free cash flow* terhadap kebijakan hutang. (3) Menguji secara empiris pengaruh pertumbuhan penjualan terhadap kebijakan hutang. (4) Menguji secara empiris pengaruh ukuran perusahaan terhadap kebijakan hutang.

TINJAUAN TEORETIS

Agency Theory (Teori Keagenan)

Teori keagenan sudah mulai berkembang berawal dari adanya penelitian oleh Jensen dan Meckling (1976) yang mengacu pada pemenuhan tujuan utama dari manajemen keuangan yaitu memaksimalkan kekayaan pemegang saham. Pemegang saham sebagai

pemilik perusahaan disebut *principal*. Maksimalisasi kekayaan *principal* akan diserahkan kepada pihak-pihak yang dianggap profesional untuk mengelola perusahaan. Pihak profesional tersebut dalam perusahaan disebut sebagai manajemen, yang dalam teori keagenan disebut sebagai *agent*. Menurut Jensen dan Meckling (1976) *agency conflict* akan terjadi jika proporsi kepemilikan manajemen atas saham perusahaan kurang dari 100%. Kondisi ini akan menimbulkan kecenderungan manajemen untuk bertindak mementingkan kepentingan sendiri dan tidak berdasarkan maksimalisasi kemakmuran *principal* lagi.

Wibowo dan Rosita (2009), menyatakan hubungan antara manajer dan pemilik dalam kerangka hubungan keagenan. Dalam hubungan keagenan, terjadi kontrak antara kedua belah pihak. Kontrak tersebut mengharuskan *agent* memberi jasa kepada pemilik. Pendelegasian wewenang dari pemilik kepada manajemen membuatnya memiliki hak untuk mengambil keputusan bisnis bagi kepentingan pemilik. Perencanaan kontrak yang tepat untuk menyelaraskan kepentingan manajer dan pemilik dalam hal konflik kepentingan inilah yang merupakan inti dari *agency theory*. Namun untuk menciptakan kontrak yang tepat merupakan hal yang sulit untuk diwujudkan. Oleh karena itu, investor diwajibkan untuk memberi hak pengendalian *residual* kepada manajer (*residual control right*) yakni hak untuk membuat keputusan dalam kondisi-kondisi tertentu yang sebelumnya belum terlihat di kontrak.

Pecking Order Theory

Pecking order theory adalah salah satu teori yang mendasari keputusan pendanaan perusahaan. Husnan (2002:59), mengemukakan argumentasi mengenai adanya kecenderungan suatu perusahaan untuk menentukan pemilihan sumber pendanaan yang berdasarkan pada *pecking order theory*. *Pecking order theory* adalah salah satu teori yang mendasarkan pada asimetri informasi. Asimetri informasi akan mempengaruhi struktur modal perusahaan dengan cara membatasi akses pada sumber pendanaan dari luar. Husnan (2002:67), menunjukkan bahwa dengan adanya asimetri informasi, investor biasanya akan menginterpretasikan sebagai berita buruk apabila perusahaan mendanai investasinya dengan menerbitkan ekuitas. Perilaku *pecking order* selain dipengaruhi oleh adanya asimetri informasi juga cenderung didorong dengan adanya pajak dan biaya transaksi. Dalam kaitannya dengan nilai perusahaan, *pecking order theory* telah memberikan gambaran bahwa penggunaan utang akan memberikan manfaat sekaligus biaya dan risiko sebagaimana dinyatakan oleh Brigham (2005) yang mengemukakan bahwa penggunaan utang yang berbeban bunga memiliki keuntungan dan kerugian bagi perusahaan. Sehingga penggunaan utang yang optimal dan dipertimbangkan terhadap karakteristik spesifik perusahaan (*asset*, pangsa pasar dan kemampuan) akan menghindarkan perusahaan dari risiko gagal pemenuhan kewajiban sehingga perusahaan terhindar dari penurunan kepercayaan investor yang berimplikasi pada menurunnya nilai perusahaan.

Profitabilitas

Profitabilitas sering juga disebut sebagai rasio rentabilitas, menurut Mulyadi (2006:52) rasio profitabilitas adalah rasio yang berusaha mengukur kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba, baik dengan menggunakan seluruh aktiva yang ada maupun dengan menggunakan modal sendiri. Sementara itu rasio profitabilitas menurut Harahap (2007:304) adalah yang menggambarkan kemampuan perusahaan mendapatkan laba melalui semua kemampuan, dan sumber yang ada seperti kegiatan penjualan, kas, modal, jumlah karyawan, jumlah cabang, dan sebagainya. Kasmir (2008:196) rasio profitabilitas merupakan rasio untuk menilai kemampuan perusahaan dalam mencari keuangan. Dalam penelitian ini ukuran rasio profitabilitas menggunakan *return on assets* (ROA). *Return on assets* (ROA) merupakan rasio yang menunjukkan hasil (*return*) atas jumlah aktiva yang digunakan dalam perusahaan atas suatu ukuran tentang aktiva yang digunakan dalam perusahaan atas suatu

ukuran tentang aktivitas manajemen (Kasmir, 2008:211). *Return on assets* (ROA) adalah rasio yang diperoleh dengan membagi laba/rugi bersih dengan total *assets*. Pengembalian atas aset-aset (ROA) menentukan jumlah pendapatan bersih yang dihasilkan dari aset-aset perusahaan dengan menghubungkan pendapatan bersih ke total aset-aset.

Free Cash Flow

Menurut Hanafi, (2008:41) pendanaan yang dilakukan oleh manajemen yang pertama kali dipilih adalah dana internal terlebih dahulu (dari laba ditahan) kemudian diikuti hutang, baru akhirnya penerbitan saham sebagai pilihan terakhir. *Free Cash Flow* merupakan kas perusahaan yang dapat didistribusikan kepada kreditor atau pemegang saham yang tidak diperlukan untuk modal kerja atau aset tetap (Tarjo, 2005). Sedangkan Putri dan Nasir (2006) mengemukakan bahwa manajer berusaha meningkatkan kestabilan perusahaan dengan cara menggunakan *free cash flow* untuk membayar hutang, karena hutang yang terlalu tinggi meningkatkan risiko kebangkrutan. Hasil penelitian Makaryanawati dan Mamdy (2009) menunjukkan bahwa variabel *free cash flow*, berpengaruh negatif signifikan terhadap variabel kebijakan hutang. Hal ini terjadi pada saat perusahaan dalam keadaan stabil, sehingga demi mengurangi risiko kebangkrutan yang diakibatkan oleh hutang, perusahaan akan berusaha menguranginya dengan mengalokasikan *free cash flow* untuk membayar hutang.

Dengan adanya hutang dapat digunakan untuk mengendalikan penggunaan *free cash flow* yang berlebihan oleh manajer. Selain itu pemegang saham juga akan menikmati kontrol yang lebih atas tim manajemennya misalnya, jika perusahaan menerbitkan hutang baru dan menggunakan hasilnya untuk membeli kembali saham biasa yang terutang maka manajemen wajib membayar tunai untuk menutupi utang ini, secara simultan mengurangi jumlah arus kas yang ada pada manajemen untuk dipermainkan. Dengan adanya hutang ini, manajemen akan bekerja lebih efisien agar tidak terjadi kegagalan keuangan sehingga akan mengurangi biaya agensi arus kas bebas. Hal ini sesuai dengan teori arus kas bebas struktur modal (Damayanti, 2006). *Free cash flow* merupakan kas lebih perusahaan yang dapat didistribusikan kepada pemegang saham atau kreditor yang tidak diperlukan untuk modal kerja atau investasi pada aset tetap (Tarjo dan Jogiyanto, 2003).

Pertumbuhan Penjualan

Menurut Nasehah dan Widyarti (2012) pertumbuhan merupakan kemampuan perusahaan untuk mempertahankan posisi usahanya dalam perkembangan ekonomi dan industry di dalam perekonomian dimana perusahaan tersebut beroperasi. Pertumbuhan adalah dampak atas arus dana perusahaan dari perubahan operasional yang disebabkan oleh pertumbuhan dan penurunan volume usaha. Dari sudut pandang investor, pertumbuhan suatu perusahaan merupakan tanda perusahaan memiliki aspek yang menguntungkan, dan investor pun akan mengharapkan tingkat pengembalian (*rate of return*) dari investasi yang dilakukan menunjukkan perkembangan yang baik (Safrida, 2008). Dengan mengetahui seberapa besar pertumbuhan penjualan, perusahaan dapat memprediksi seberapa besar profit yang akan didapatkan. Pertumbuhan dinyatakan sebagai pertumbuhan total aset dimana pertumbuhan aset masa lalu akan menggambarkan profitabilitas yang akan datang dan pertumbuhan yang datang (Taswan, 2003). *Growth* adalah perubahan (penurunan atau peningkatan) total aktiva yang dimiliki oleh perusahaan. Pertumbuhan aset dihitung sebagai persentase perubahan aset pada saat tertentu terhadap tahun sebelumnya (Saidi, 2004). Berdasarkan definisi di atas dapat dijelaskan *Growth* merupakan perubahan total aset baik berupa peningkatan maupun penurunan yang dialami oleh perusahaan selama satu periode (satu tahun).

Ukuran Perusahaan

Setiawan (2009:45) menyatakan bahwa ukuran perusahaan (*size*) merupakan cerminan besar kecilnya perusahaan. perusahaan yang berukuran besar mempunyai perbedaan yang berukuran kecil. Perusahaan besar mempunyai kapasitas produksi dalam jumlah yang besar, sehingga akan dapat memproduksi dalam skala ekonomis yang tinggi, atau dapat menghasilkan produk dengan harga per unit rendah. Berdasarkan pendapat tersebut, dapat diambil kesimpulan bahwa ukuran perusahaan (*size*) adalah ukuran atau besarnya aset yang dimiliki perusahaan. Perusahaan yang berada pada pertumbuhan penjualan yang tinggi membutuhkan dukungan sumber daya perusahaan yang semakin besar. Demikian juga sebaliknya, pada perusahaan yang tingkat pertumbuhan penjualannya rendah kebutuhan terhadap sumber daya perusahaan juga semakin kecil. Pada dasarnya ukuran perusahaan terbagi dalam 3 kategori yaitu perusahaan besar (*large firm*), perusahaan menengah (*medium firm*), dan perusahaan kecil (*small firm*). Jika perusahaan memiliki *total asset* yang besar, pihak manajemen lebih leluasa dalam mempergunakan aset yang ada di perusahaan tersebut. Kebebasan yang dimiliki manajemen ini sebanding dengan kekhawatiran yang dilakukan oleh pemilik atas asetnya. Jumlah aset yang besar akan menurunkan nilai perusahaan jika dinilai dari sisi pemilik perusahaan. Akan tetapi jika dilihat dari sisi manajemen, kemudahan yang dimilikinya dalam mengendalikan perusahaan akan meningkatkan nilai perusahaan.

Kebijakan Hutang

Hutang adalah pengorbanan manfaat ekonomi yang akan timbul dimasa yang akan datang yang disebabkan oleh kewajiban-kewajiban di saat sekarang dari suatu badan usaha yang akan dipenuhi dengan mentransfer aktiva atau memberikan jasa kepada badan usaha lain dimasa datang sebagai akibat dari transaksitransaksi yang sudah lalu (Baridwan, 2004). Dalam pengambilan keputusan akan penggunaan hutang ini harus mempertimbangkan besarnya biaya tetap yang muncul dari hutang berupa bunga yang akan menyebabkan semakin meningkatnya *leverage* keuangan dan semakin tidak pastinya tingkat pengembalian bagi para pemegang saham biasa.

Penggunaan hutang perusahaan akan memaksa manajemen untuk bertindak lebih efisien dan tidak konsumtif karena adanya risiko kebangkrutan (Nugroho, 2006). Penggunaan hutang dapat untuk mengurangi *agency conflict* dan asimetri informasi perusahaan mengeluarkan hutang berarti memberikan signal kepada investor akan kemampuan kondisi keuangan perusahaan di masa depan (Nugroho, 2006). Kebijakan hutang perusahaan yang merupakan hasil pembagian antara kewajiban jangka panjang dengan jumlah total antara kewajiban jangka panjang dan modal sendiri. Penggunaan hutang dapat untuk mengurangi *agency conflict* dan asimetri informasi perusahaan mengeluarkan hutang. Hutang berarti memberikan signal kepada investor akan kemampuan kondisi keuangan perusahaan di masa depan (Nugroho, 2006). Kebijakan hutang perusahaan dapat dilihat dari rasio *leverage* perusahaan. *Leverage* adalah rasio yang membandingkan antara dana yang berasal dari pemilik dengan dana yang berasal dari kreditur. Pada umumnya kreditur dan calon kreditur memerlukan informasi berapa dana pemilik sebagai dasar menentukan tingkat keamanan kredit. Untuk memenuhi kebutuhan pendanaan, pemegang saham lebih menginginkan pendanaan perusahaan dibiayai dengan hutang karena dengan penggunaan hutang, hak mereka terhadap perusahaan tidak akan berkurang. Manajemen perusahaan mempunyai kecenderungan untuk memperoleh keuntungan yang sebesar-besarnya dengan biaya pihak lain. Perilaku ini disebut sebagai keterbatasan rasional (*bounded rationality*).

Perumusan Hipotesis

Pengaruh Profitabilitas terhadap Kebijakan Hutang

Profitabilitas merupakan tingkat keuntungan bersih yang mampu diraih oleh perusahaan pada saat menjalankan operasionalnya. Profitabilitas menggambarkan pendapatan yang dimiliki perusahaan untuk membiayai investasi. Profitabilitas menunjukkan kemampuan dari modal yang diinvestasikan dalam keseluruhan aktiva untuk menghasilkan keuntungan bagi investor. Perusahaan yang baik (sehat) mempunyai profitabilitas yang besar dan cenderung memiliki laporan keuangan yang sewajarnya sehingga potensi untuk mendapatkan opini yang baik akan lebih besar dibandingkan dengan jika profitabilitasnya rendah. Menurut Damayanti dan Hartini (2013), mengemukakan ada hubungan negatif dan signifikan antara profitabilitas dengan kebijakan hutang, hal ini berarti 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. Dengan laba ditahan yang besar, perusahaan akan menggunakan laba ditahan sebelum memutuskan untuk menggunakan hutang. Berdasarkan penjelasan diatas, maka penelitian ini dimaksudkan untuk menguji kembali hubungan profitabilitas terhadap kebijakan hutang dengan rumusan hipotesis sebagai berikut:

H₁: Profitabilitas berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang

Pengaruh *Free Cash Flow* terhadap Kebijakan Hutang

Dengan adanya hutang dapat digunakan untuk mengendalikan penggunaan *free cash flow* yang berlebihan oleh manajer. Selain itu pemegang saham juga akan menikmati kontrol yang lebih atas tim manajemennya misalnya, jika perusahaan menerbitkan hutang baru dan menggunakan hasilnya untuk membeli kembali saham biasa yang terutang maka manajemen wajib membayar tunai untuk menutupi utang ini, secara simultan mengurangi jumlah arus kas yang ada pada manajemen untuk dipertahankan. Dengan adanya hutang ini, manajemen akan bekerja lebih efisien agar tidak terjadi kegagalan keuangan sehingga akan mengurangi biaya agensi arus kas bebas. Putri dan Nasir (2006) mengemukakan bahwa manajer berusaha meningkatkan kestabilan perusahaan dengan cara menggunakan *free cash flow* untuk membayar hutang, karena hutang yang terlalu tinggi meningkatkan risiko kebangkrutan. Makaryanawati dan Mamdy (2009) menunjukkan bahwa *free cash flow* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang, hal ini menunjukkan dengan adanya *free cash flow* yang tinggi oleh manajer dapat digunakan untuk membayar hutang, membagikan deviden kepada pemegang saham, dan untuk membiayai operasional perusahaan serta dapat diinvestasikan kembali. Sehingga dengan adanya *free cash flow* yang tinggi, perusahaan tidak perlu mencari lagi dana eksternal tambahan yang berasal dari hutang. Berdasarkan penjelasan diatas, maka penelitian ini dimaksudkan untuk menguji kembali hubungan *free cash flow* terhadap kebijakan hutang dengan rumusan hipotesis sebagai berikut:

H₂: *Free cash flow* berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang.

Pengaruh Pertumbuhan Penjualan terhadap Kebijakan Hutang

Menurut sudut pandang investor, pertumbuhan suatu perusahaan merupakan tanda perusahaan memiliki aspek yang menguntungkan, dan investor pun akan mengharapkan tingkat pengembalian (*rate of return*) dari investasi yang dilakukan menunjukkan perkembangan yang baik (Safrida, 2008). Pertumbuhan penjualan mencerminkan tingkat produktivitas terpasang yang siap beroperasi serta kapasitas saat ini yang dapat diserap pasar dan mencerminkan daya saing perusahaan dalam pasar. Jadi, semakin tinggi pertumbuhan perusahaan, maka semakin tinggi pula penerimaan perusahaan. Dengan

mengetahui seberapa besar pertumbuhan penjualan, perusahaan dapat memprediksi seberapa besar profit yang akan didapatkan. Amiryana dan Atmini (2008), menunjukkan bahwa pertumbuhan penjualan berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang, hal ini menunjukkan bahwa perusahaan yang memiliki penerimaan tinggi, berarti memiliki kemampuan pendanaan internal yang tinggi. Sesuai dengan teori *pecking order*, perusahaan akan memilih pendanaan internal terlebih dahulu kemudian hutang dan saham sebagai pilihan terakhir. Berdasarkan penjelasan diatas, maka penelitian ini dimaksudkan untuk menguji kembali hubungan pertumbuhan penjualan terhadap kebijakan hutang dengan rumusan hipotesis sebagai berikut:

H₃: Pertumbuhan penjualan berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang.

Pengaruh Ukuran Perusahaan terhadap Kebijakan Hutang

Ukuran perusahaan adalah ukuran atau besarnya aset yang dimiliki perusahaan. Perusahaan yang berada pada pertumbuhan penjualan yang tinggi membutuhkan dukungan sumber daya perusahaan yang semakin besar. Demikian juga sebaliknya, pada perusahaan yang tingkat pertumbuhannya rendah kebutuhan terhadap sumber daya perusahaan juga semakin kecil. Besar kecilnya ukuran suatu perusahaan akan berpengaruh terhadap struktur modal, semakin besar perusahaan maka akan semakin besar pula dana yang dibutuhkan perusahaan untuk melakukan investasi. Silitonga (2014), menunjukkan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang, hal ini menunjukkan bahwa ukuran perusahaan yang besar berarti perusahaan lebih mempunyai arus kas yang stabil, risiko kebangkrutan yang lebih rendah, dan mempunyai akses yang mudah untuk melakukan kredit. Ukuran Perusahaan yang besar pada umumnya juga mempunyai beban pajak perusahaan yang tinggi. Berdasarkan teori *trade off*, perusahaan dengan aset yang berwujud dan aman serta penghasilan kena pajak yang besar seharusnya beroperasi pada tingkat hutang yang tinggi. Selain itu kemudahan perusahaan besar dalam mengakses pasar modal akan mendapatkan *rating* yang baik untuk penerbitan obligasi mereka, dikarenakan perusahaan lebih dikenal publik sehingga meningkatkan kepercayaan calon pemegang obligasi. Berdasarkan penjelasan diatas, maka penelitian ini dimaksudkan untuk menguji kembali hubungan ukuran perusahaan terhadap kebijakan hutang dengan rumusan hipotesis sebagai berikut:

H₄: Ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang

METODE PENELITIAN

Jenis Penelitian dan Gambaran dari Populasi (Obyek) Penelitian

Jenis penelitian ini adalah penelitian kuantitatif dengan tujuan untuk mengetahui hubungan antara satu atau lebih variabel bebas terhadap variabel terikat. Populasi menurut Sugiyono (2011:80) merupakan wilayah generalisasi yang terdiri dari objek atau subjek yang mempunyai kualitas dan karakteristik tertentu yang ditunjuk oleh peneliti untuk dipelajari dan kemudian ditambah kesimpulan. Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan makanan dan minuman yang terdaftar di Busa Efek Indonesia. Alasan peneliti memilih perusahaan makanan dan minuman karena memegang peranan penting dalam memenuhi kebutuhan konsumen, perusahaan *food and Beverages* juga merupakan perusahaan yang terstruktur yaitu produk yang dihasilkan harus terdaftar di Badan Pengawasan Obat-obatan dan Makanan (BPOM), kebutuhan masyarakat akan produk makanan dan minuman akan selalu ada karena merupakan salah satu kebutuhan pokok.

Teknik Pengambilan Sampel

Sampel menurut Sugiyono (2011: 80) adalah bagian dari jumlah dan karakteristik yang dimiliki oleh populasi. Dalam penelitian ini sampel diambil secara *purposive sampling*, yaitu

pemilihan sampel yang didasarkan atas kriteria yang telah ditentukan oleh peneliti. Pemilihan sampel dalam penelitian ini didasarkan pada *purposive sampling*. Adapun kriteria-kriteria yang digunakan dalam penelitian ini yang dijadikan sampel adalah: (1) Perusahaan makanan dan minuman yang terdaftar, *go public* dan masih aktif di Bursa Efek Indonesia dari tahun 2011-2014. (2) Perusahaan makanan dan minuman yang menerbitkan laporan keuangan yang lengkap, jelas dan dinyatakan dalam rupiah pada tahun 2011-2014 secara berturut-turut. (3) Perusahaan makanan dan minuman yang mengalami pertumbuhan penjualan pada tahun 2011-2014 secara berturut-turut. Adapun teknik pengambilan sampel nampak pada Tabel 1.

Tabel 1
Daftar Pemilihan Sampel Penelitian

Keterangan	Jumlah Sampel
Perusahaan Makanan dan Minuman yang <i>go public</i> di BEI	15
Perusahaan yang laporan keuangannya tidak dinyatakan dalam Rupiah pada periode tahun 2011-2014	3
Perusahaan Makanan dan Minuman yang tidak memiliki pertumbuhan penjualan selama tahun 2011-2014	2
Jadi jumlah sampel perusahaan yang digunakan dalam penelitian	10

Sumber: Bursa Efek Indonesia

Dengan demikian total sampel dalam penelitian ini selama Tahun 2011-2014 adalah 40 sampel (10 Perusahaan x 4 tahun pengamatan). Nama perusahaan sampel dapat dilihat pada Tabel 2.

Tabel 2
Daftar Sampel Penelitian

No.	Nama Perusahaan	Kode
1	PT. Akasha Wira International Tbk.	ADES
2	PT. Indofood CBP Sukses Makmur Tbk	ICBP
3	PT. Indofood Sukses Makmur Tbk.	INDF
4	PT. Mayora Indah Tbk.	MYOR
5	PT. Multi Bintang Indonesia Tbk	MLBI
6	PT. Delta Djakarta Tbk	DLTA
7	PT. Nippon Indosari Corpindo Tbk	ROTI
8	PT. Sekar Laut Tbk	SKLT
9	PT. Siantar Top Tbk	STTP
10	PT. Ultra Jaya Milk Tbk	ULTJ

Sumber: Bursa Efek Indonesia (BEI)

Teknik Pengumpulan Data

Teknik pengumpulan data yang digunakan dalam penelitian ini adalah dengan teknik dokumentasi yaitu suatu teknik pengumpulan data dengan mempelajari dan menggunakan laporan keuangan pihak emiten yang menjadi sampel dalam penelitian ini yang diambil dari perpustakaan Bursa Efek Indonesia. Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini merupakan data sekunder yang diperoleh dan dikelola sedemikian rupa untuk keperluan penelitian. Data sekunder adalah data yang informasinya diperoleh secara tidak langsung dari perusahaan. Pada penelitian ini data sekunder di dapat dalam bentuk dokumentasi,

yaitu data yang diterbitkan oleh pihak-pihak berkompeten (BEI), melalui data laporan keuangan perusahaan makanan dan minuman yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) yang rutin diterbitkan setiap tahunnya dalam bentuk cetakan maupun data. Sumber data yang digunakan diperoleh dari BEI, karena di BEI terdapat data-data mengenai laporan keuangan perusahaan makanan dan minuman yang telah terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI).

Variabel dan Definisi Operasional Variabel

Variabel-variabel dalam penelitian ini terbagi menjadi 2, yaitu variabel independen dan variabel dependen. Variabel independen adalah variabel yang mempengaruhi, sedangkan variabel dependen adalah variabel yang dipengaruhi. Adapun definisi operasional masing-masing variabel yang akan diamati dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

Profitabilitas (P)

Profitabilitas adalah kemampuan perusahaan dalam memperoleh laba. Profitabilitas diukur dengan menggunakan rasio *return on aset*. *Return on aset* (ROA) merupakan rasio laba (rugi) sebelum pajak terhadap total aset (Mulyadi, 2006:53). Skala pengukurannya adalah skala rasio dan dinyatakan dalam persentase. Dalam penelitian ini profitabilitas diukur dengan menggunakan rumus:

$$\text{Profitabilitas} = \frac{\text{Laba Setelah Pajak}}{\text{Total Aset}} \times 100\%$$

Free Cash Flow (FCF)

Free cash flow merupakan kas lebih perusahaan yang dapat didistribusikan kepada pemegang saham atau kreditor yang tidak diperlukan untuk modal kerja atau investasi pada aset tetap. Menurut Junaidi (2012), untuk perhitungan *free cash flow* menggunakan rumus:

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

Keterangan:

FCF = *free cash flow*

CFO = arus kas operasi

CFI = arus kas investasi

Pertumbuhan Penjualan (PP)

Menurut Nasehah dan Widyarti (2012:3), pertumbuhan penjualan (*growth*) memiliki peranan yang penting dalam manajemen modal kerja. Dengan mengetahui seberapa besar pertumbuhan penjualan, perusahaan dapat memprediksi seberapa besar profit yang akan didapatkan. Untuk mengukur pertumbuhan penjualan, digunakan rumus:

$$\text{Pertumbuhan Penjualan} = \frac{\text{Penjualan } t - \text{Penjualan } t-1}{\text{Penjualan } t-1} \times 100\%$$

Ukuran Perusahaan (UP)

Menurut Setiawan (2009:45), cerminan besar kecilnya perusahaan. perusahaan yang berukuran besar mempunyai perbedaan yang berukuran kecil. Dalam penelitian ini ukuran perusahaan diukur dengan menggunakan rumus:

$$\text{Ukuran Perusahaan} = \text{Ln. TA}$$

Kebijakan Hutang (KH)

Kebijakan hutang disini adalah seberapa banyak penggunaan hutang oleh perusahaan sebagai pendanaannya. Jadi besarnya hutang yang digunakan perusahaan dapat dilihat

pada nilai DER perusahaan. Menurut Nugroho (2006), perhitungan DER menggunakan rumus:

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

Teknik Analisis Data

Analisis Regresi Berganda

Analisis regresi berganda digunakan untuk menguji pengaruh dua atau lebih variabel independen terhadap variabel dependen. Dalam penelitian ini, analisis regresi berganda digunakan untuk memprediksi hubungan antara profitabilitas, *free cash flow*, pertumbuhan penjualan dan ukuran perusahaan terhadap kebijakan hutang. Adapun persamaan untuk menguji hipotesis secara keseluruhan pada penelitian ini adalah sebagai berikut:

$$\text{KH} = \alpha + \beta_1 P + \beta_2 \text{FCF} + \beta_3 \text{PP} + \beta_4 \text{UP}$$

Keterangan :

KH = Kebijakan Hutang

α = Konstanta

P = Profitabilitas

FCF = *Free Cash Flow*

PP = Pertumbuhan Penjualan

UP = Ukuran Perusahaan

Uji Asumsi Klasik

Dalam suatu persamaan regresi linier diperlukan uji asumsi klasik untuk menentukan bahwa model yang peneliti peroleh tidak bias dan efisien yaitu memenuhi sifat *Best Linier Unbiased Estimation* (BLUE). (1) Uji Normalitas, pengujian normalitas adalah pengujian tentang kenormalan data. Uji ini digunakan untuk menguji apakah dalam sebuah model regresi, variabel profitabilitas, *free cash flow*, pertumbuhan penjualan, ukuran perusahaan, dan kebijakan hutang mempunyai distribusi normal atau tidak. Model regresi yang baik adalah data terdistribusi normal atau mendekati normal. Untuk menguji apakah distribusi normal atau tidak, salah satunya adalah dengan menggunakan metode analisis grafik dari normal P - P *Plot of Regression Standardized Residual*, untuk mengetahuinya diasumsikan sebagai berikut: (a) Jika ada titik-titik data yang menyebar disekitar garis normal dan mengikuti arah diagonal, maka model regresi memenuhi asumsi normalitas. (b) Jika titik-titik data menyebar jauh dari garis diagonal dan atau tidak mengikuti arah garis diagonal. Maka model regresi tidak memenuhi asumsi normalitas. (2) Uji Autokorelasi, uji autokorelasi merupakan pengujian asumsi dalam regresi dimana variabel dependen tidak berkorelasi dengan dirinya sendiri. Maksud korelasi dengan dirinya sendiri adalah bahwa nilai dari variabel dependen tidak berhubungan dengan variabel itu sendiri, baik nilai periode sebelumnya maupun nilai sesudahnya. Cara pendeteksi ada tidaknya autokorelasi adalah dengan uji Durbin - Watson (DW test). Uji Durbin-Watson hanya digunakan untuk autokorelasi tingkat satu dan mensyaratkan adanya konstanta dalam model regresi. Batas nilai dari metode Durbin - Watson adalah: (a) Nilai D - W yang besar atau diatas 2 berarti tidak ada autokorelasi negatif. (b) Nilai D - W antara negatif 2 sampai 2 berarti tidak ada autokorelasi atau bebas autokorelasi. (c) Nilai D - W yang kecil atau dibawah negatif 2 berarti ada autokorelasi. (3) Uji Multikolinieritas, uji multikolinieritas untuk menguji model regresi ditemukan ada korelasi antar variabel profitabilitas, *free cash flow*, pertumbuhan penjualan, dan ukuran perusahaan. Model regresi yang baik seharusnya tidak terjadi diantara variabel bebas. Menurut Santoso (2010:2006), pedoman suatu model regresi yang bebas multikolinieritas adalah: (a) Mempunyai nilai VIF disekitar angka 10. (b) Mempunyai angka *tolerance* mendekati 1. (4) Uji Heterokedastisitas, uji heterokedastisitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi terjadi tidak kesamaan variabel dari residual

satu pengamatan ke pengamatan lain. Jika variance dari residual satu pengamatan ke pengamatan lain tetap, maka disebut homoskedastisitas atau tidak terjadi heteroskedastisitas. Deteksi adanya heteroskedastisitas adalah deteksi dengan melihat ada tidaknya pola tertentu pada grafik. Dasar pengambilan keputusan: (a) Jika ada pola, seperti titik yang ada membentuk suatu pola tertentu yang teratur (bergelombang, melebar kemudian menyempit), maka terjadi heteroskedastisitas. (b) Jika tidak ada pola yang jelas serta titik menyebar diatas dan dibawah angka 0 pada sumbu Y, maka tidak terjadi heteroskedastisitas.

Uji Koefisien Determinasi Berganda (R^2)

Koefisien determinasi (R^2) pada intinya mengukur seberapa jauh kemampuan model dalam menerangkan variasi variabel terikat. Nilai koefisien determinasi adalah diantara nol dan satu. Nilai R^2 yang kecil berarti kemampuan variabel profitabilitas, *free cash flow*, pertumbuhan penjualan dan ukuran perusahaan dalam menjelaskan variabel kebijakan hutang amat terbatas. Nilai yang mendekati satu berarti variabel profitabilitas, *free cash flow*, pertumbuhan penjualan dan ukuran perusahaan memberikan hampir semua informasi yang dibutuhkan untuk memprediksi variasi kebijakan hutang. Secara umum koefisien determinasi untuk data silang tempat relatif rendah karena adanya variasi yang besar antara masing-masing pengamatan, sedangkan untuk data runtut waktu biasanya mempunyai nilai koefisien determinasi yang tinggi.

Uji Kelayakan Model (*Goodness of Fit*)

Uji kelayakan model yang menunjukkan apakah model regresi *fit* untuk diolah lebih lanjut. Uji kelayakan model pada dasarnya menunjukkan apakah semua variabel profitabilitas, *free cash flow*, pertumbuhan penjualan dan ukuran perusahaan yang dimasukkan dalam model mempunyai pengaruh terhadap variabel kebijakan hutang. Pengujian dilakukan dengan menggunakan signifikan level 0,05 ($\alpha=5\%$). Ketentuan penerimaan atau penolakan hipotesis adalah sebagai berikut: (1) Jika nilai signifikansi $F < 0,05$ maka model dapat dikatakan layak. (2) Jika nilai signifikansi $F > 0,05$ maka model dapat dikatakan tidak layak.

Uji t

Uji t digunakan untuk menguji pengaruh dari profitabilitas, *free cash flow*, pertumbuhan penjualan dan ukuran perusahaan secara individual terhadap kebijakan hutang. Adapun kriteria pengujian secara parsial dengan tingkat signifikansi $\alpha = 0,05$ yaitu: (1) Jika nilai signifikansi uji t $> 0,05$ maka H_0 diterima dan H_1 ditolak yang berarti profitabilitas, *free cash flow*, pertumbuhan penjualan dan ukuran perusahaan tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang. (2) Jika nilai signifikansi uji t $\leq 0,05$ maka H_0 ditolak dan H_1 diterima yang berarti profitabilitas, *free cash flow*, pertumbuhan penjualan dan ukuran perusahaan berpengaruh terhadap kebijakan hutang.

HASIL ANALISIS DAN PEMBAHASAN

Statistik Deskriptif

Pengujian statistik deskriptif digunakan untuk memberikan informasi gambaran umum dari tiap variabel penelitian. Analisis statistik deskriptif memberikan gambaran suatu data dilihat dari nilai minimum, maksimum, rata-rata (*mean*), standar deviasi dari masing-masing variabel penelitian. Berikut Tabel 3 yang menjelaskan tentang hasil pengujian statistik dalam penelitian ini.

Tabel 3
Hasil Statistik Deskriptif

Descriptive Statistics					
	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
ROA	40	.00	2.08	.4900	.53363
FCF	40	9.83	16.85	13.2730	1.71185
PP	40	-.16	1.27	.2195	.22291
UP	40	12.27	18.26	14.5837	1.70571
KH	40	.22	11.18	1.5995	1.98333
Valid N (listwise)	40				

Sumber: Data Sekunder 2016, diolah.

Berdasarkan Tabel 3 tentang pengujian statistik deskriptif diatas menunjukkan bahwa jumlah observasi (N) dari penelitian ini adalah 40. Pada variabel *return on aset* menunjukkan bahwa nilai yang terkecil adalah 0,00 dan terbesar adalah 2.08. Rata-rata variabel *return on aset* yang diobservasi adalah sebesar 0,4900 dan standar deviasi sebesar 0.53363. Pada variabel *free cash flow* menunjukkan bahwa nilai yang terkecil adalah 9.83 dan terbesar adalah 16.85. Rata-rata *free cash flow* dalam penelitian ini adalah sebesar 13.2730. Standar deviasi *free cash flow* dalam penelitian ini sebesar 1.71185. Pada variabel pertumbuhan penjualan menunjukkan bahwa nilai yang terkecil adalah -0,16 dan terbesar adalah 1,27. Rata-rata pertumbuhan penjualan dalam penelitian ini adalah sebesar 0,2195. Standar deviasi pertumbuhan penjualan dalam penelitian ini sebesar 0,22291. Pada variabel ukuran perusahaan menunjukkan bahwa nilai yang terkecil adalah 12,27 dan terbesar adalah 18,26. Rata-rata ukuran perusahaan dalam penelitian ini adalah sebesar 14,5837. Standar deviasi ukuran perusahaan dalam penelitian ini sebesar 1,70571. Dan pada variabel kebijakan hutang menunjukkan bahwa nilai yang terkecil adalah 0,22 dan terbesar adalah 11,18. Rata-rata kebijakan hutang dalam penelitian ini adalah sebesar 1,5995. Standar deviasi kebijakan hutang dalam penelitian ini sebesar 1,98333.

Analisis Regresi Linier Berganda

Analisis regresi berganda digunakan untuk menguji pengaruh dua atau lebih variabel independen terhadap variabel dependen. Dalam penelitian ini, analisis regresi berganda digunakan untuk memprediksi hubungan antara *return on aset*, *free cash flow*, pertumbuhan penjualan, dan ukuran perusahaan terhadap kebijakan hutang. Adapun hasil dari Analisis Regresi Linier Berganda yang nampak pada Tabel 4.

Tabel 4
Hasil Analisis Regresi Linier Berganda

Coefficients ^a						
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients		
		B	Std. Error	Beta	t	Sig.
1	(Constant)	4.031	3.468		1.162	.253
	ROA	-.303	.095	-.571	-3.208	.003
	FCF	-.485	.630	-.132	-2.769	.026
	PP	-.892	2.398	-.348	-2.040	.048
	UP	.603	1.098	.136	2.914	.016

a. Dependent Variable: KH

Sumber: Data Sekunder 2016, diolah.

Berdasarkan Tabel 4 dengan menggunakan tingkat signifikansi sebesar 5% diperoleh persamaan sebagai berikut:

$$KH = 4.031 - 0.303 \text{ ROA} - 0.485 \text{ FCF} - 0.892 \text{ PP} + 0.603 \text{ UP}$$

Berdasarkan pada model persamaan regresi yang didapat, maka dapat dijelaskan sebagai berikut: (1) Koefisien Regresi *Return on Aset*, besarnya nilai koefisien regresi *return on aset* sebesar -0.303, nilai koefisien regresi ini bersifat negatif yang menunjukkan adanya hubungan yang tidak searah antara variabel *return on aset* dengan kebijakan hutang perusahaan. (2) Koefisien Regresi *Free Cash Flow*, besarnya nilai koefisien regresi *free cash flow* sebesar -0.485, nilai koefisien regresi ini bersifat negatif yang menunjukkan adanya hubungan yang tidak searah antara variabel *free cash flow* dengan kebijakan hutang perusahaan *food and beverages* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. (3) Koefisien Regresi Pertumbuhan Penjualan, besarnya nilai koefisien regresi pertumbuhan penjualan sebesar -0,892, nilai koefisien regresi ini bersifat negatif yang menunjukkan adanya hubungan yang tidak searah antara variabel pertumbuhan penjualan dengan kebijakan hutang perusahaan *food and beverages* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. (4) Koefisien Regresi Ukuran Perusahaan, besarnya nilai koefisien regresi ukuran perusahaan sebesar 0.603, nilai koefisien regresi ini bersifat positif yang menunjukkan adanya hubungan yang searah antara variabel ukuran perusahaan dengan kebijakan hutang perusahaan *food and beverages* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

Uji Normalitas

Berdasarkan hasil Uji Normalitas dapat diketahui bahwa besarnya nilai *Asymp sig (2-tailed)* sebesar $0,995 > 0,050$, hal ini sesuai dengan ketentuan yang telah ditetapkan maka dapat disimpulkan bahwa data tersebut berdistribusi normal dan dapat digunakan dalam penelitian.

Uji Autokorelasi

Dari hasil uji autokorelasi menunjukkan angka *Durbin Watson* sebesar 0,890. Nilai tersebut berada diantara -2 sampai +2 sehingga dapat disimpulkan bahwa dalam penelitian ini tidak terjadi autokorelasi.

Uji Multikolinieritas

Berdasarkan pada hasil uji multikolinieritas dapat diketahui bahwa besarnya nilai *Variance Influence Factor (VIF)* pada seluruh variabel baik *return on aset*, *free cash flow*, pertumbuhan penjualan, dan ukuran perusahaan lebih kecil dari 10, dan sesuai dengan ketentuan yang telah ditetapkan maka hal ini berarti model yang digunakan dalam penelitian tidak ditemukan adanya korelasi antar variabel *return on aset*, *free cash flow*, pertumbuhan penjualan, dan ukuran perusahaan atau bisa disebut juga dengan bebas dari Multikolinieritas, sehingga variabel tersebut dapat digunakan dalam penelitian.

Uji Heteroskedastisitas

Berdasarkan hasil pengujian dengan tingkat probabilitas signifikansi variabel independen $< 0,05$ atau 5% pada gambar diatas menunjukkan tidak ada pola yang jelas atau menyebar, titik-titik penyebaran berada di atas dan di bawah angka 0 pada sumbu Y. Oleh karena itu dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi heteroskedastisitas.

Uji Koefisien Determinasi Multiple (R^2)

Koefisien determinasi (R^2) pada intinya mengukur seberapa jauh kemampuan model variabel *return on aset*, *free cash flow*, pertumbuhan penjualan, dan ukuran perusahaan dalam menerangkan variabel kebijakan hutang. Hasil dari Uji Koefisien Determinasi Multiple (R^2) nampak pada Tabel 5.

Tabel 5
Hasil Uji Koefisien Determinasi Multiple (R²)

Model Summary ^b				
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.511 ^a	.262	.177	.77885

a. Predictors: (Constant), UP, PP, ROA, FCF
b. Dependent Variable: KH

Sumber: Data Sekunder 2016, diolah.

Hasil Uji koefisien determinasi berganda pada Tabel 5 dapat diketahui *R square* (R²) sebesar 0,262 atau 26,2% yang menunjukkan kontribusi dari variabel *return on aset, free cash flow, pertumbuhan penjualan, dan ukuran perusahaan* terhadap kebijakan hutang perusahaan *Food and Beverages* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Sedangkan sisanya 73,8% dikontribusi oleh faktor lainnya diluar model penelitian. Koefisien korelasi berganda (R) digunakan untuk mengukur keeratan hubungan secara bersama-sama antara variabel *return on aset, free cash flow, pertumbuhan penjualan, dan ukuran perusahaan* terhadap kebijakan hutang perusahaan *Food and Beverages* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Koefisien korelasi berganda ditunjukkan dengan (R) sebesar 0,511 atau 51,1% yang mengindikasikan bahwa korelasi atau hubungan antara variabel *return on aset, free cash flow, pertumbuhan penjualan, dan ukuran perusahaan* terhadap Kinerja kebijakan hutang perusahaan *Food and Beverages* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia memiliki hubungan yang cukup.

Uji Kelayakan Model

Uji kelayakan model yang menunjukkan apakah model regresi *fit* untuk diolah lebih lanjut. Uji kelayakan model pada dasarnya menunjukkan apakah semua variabel *return on aset, free cash flow, pertumbuhan penjualan, dan ukuran perusahaan* yang dimasukkan dalam model mempunyai pengaruh terhadap variabel kebijakan hutang. Pengujian dilakukan dengan menggunakan signifikan level 0,05 ($\alpha=5\%$). Hasil dari Uji Kelayakan Model, tampak pada Tabel 6.

Tabel 6
Hasil Uji Kelayakan Model

ANOVA ^b						
Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	7.518	4	1.880	3.098	.028 ^a
	Residual	21.231	35	.607		
	Total	28.749	39			

a. Predictors: (Constant), UP, PP, ROA, FCF

b. Dependent Variable: KH

Sumber: Data Sekunder 2016, diolah.

Berdasarkan perhitungan pada Tabel 6 menunjukkan bahwa angka F hitung sebesar 3.098 dengan sig 0,028. Dengan menggunakan tingkat signifikansi sebesar $\alpha = 0,05$, maka nilai sig 0,028 lebih kecil. Sehingga dapat disimpulkan bahwa *return on aset, free cash flow, pertumbuhan penjualan, dan ukuran perusahaan* secara bersama-sama memiliki pengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang perusahaan *food and beverages* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Berdasarkan hasil perhitungan pada Tabel 9 menunjukkan model penelitian ini layak untuk dilakukan pengujian berikutnya.

Uji t

Pengujian ini pada dasarnya menunjukkan seberapa jauh pengaruh satu variabel *return on aset*, *free cash flow*, pertumbuhan penjualan, dan ukuran perusahaan secara individual dalam menerangkan variabel kebijakan hutang. Pengujian dilakukan dengan menggunakan *significance level* 0,05 ($\alpha=5\%$). Hasil dari Uji t tampak pada Tabel 7.

Tabel 7
Hasil Uji t

		Coefficients ^a				
		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients		
Model		B	Std. Error	Beta	t	Sig.
1	(Constant)	4.031	3.468		1.162	.253
	ROA	-.303	.095	-.571	-3.208	.003
	FCF	-.485	.630	-.132	-2.769	.026
	PP	-.892	2.398	-.348	-2.040	.048
	UP	.603	1.098	.136	2.914	.016

a. Dependent Variable: KH

Sumber: Data Sekunder 2016, diolah.

Berdasarkan hasil uji t pada Tabel 7 dapat diperoleh: (1) Pengujian pengaruh *return on aset* terhadap kebijakan hutang menghasilkan nilai signifikansi 0,003 atau nilai signifikansi < 0,05, maka disimpulkan untuk H_0 ditolak dan H_1 diterima yang berarti *return on aset* berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang pada perusahaan *Food and Beverages* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. (2) Pengujian pengaruh *free cash flow* terhadap kebijakan hutang menghasilkan nilai signifikansi 0,026 atau nilai signifikansi < 0,05, maka disimpulkan untuk H_0 ditolak dan H_1 diterima yang berarti *free cash flow* berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang pada perusahaan *Food and Beverages* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. (3) Pengujian pengaruh pertumbuhan penjualan terhadap kebijakan hutang menghasilkan nilai signifikansi 0,048 atau nilai signifikansi < 0,05, maka disimpulkan untuk H_0 ditolak dan H_1 diterima yang berarti pertumbuhan penjualan berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang pada perusahaan *Food and Beverages* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. (4) Pengujian pengaruh ukuran perusahaan terhadap kebijakan hutang menghasilkan nilai signifikansi 0,016 atau nilai signifikansi < 0,05, maka disimpulkan untuk H_0 ditolak dan H_1 diterima yang berarti ukuran perusahaan berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang pada perusahaan *Food and Beverages* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

Pembahasan

Pengaruh *Return on Aset* Terhadap Kebijakan Hutang

Hasil penelitian menemukan bahwa *return on aset* memberikan pengaruh yang negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang dengan nilai signifikansi sebesar 0,003 < 0,05 sebagaimana yang tampak pada Tabel 7. Dengan demikian hasil uji hipotesis yang pertama dengan menggunakan Uji t berhasil membuktikan bahwa *return on aset* mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan hutang perusahaan *Food and Beverages* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Damayanti dan Hartini (2013), mengemukakan ada hubungan negatif dan signifikan antara profitabilitas dengan kebijakan hutang, hal ini berarti 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.

Profitabilitas menggambarkan pendapatan yang dimiliki perusahaan untuk membiayai investasi. Profitabilitas menunjukkan kemampuan dari modal yang diinvestasikan dalam keseluruhan aktiva untuk menghasilkan keuntungan bagi investor. Perusahaan yang baik (sehat) mempunyai profitabilitas yang besar dan cenderung memiliki laporan keuangan yang sewajarnya sehingga potensi untuk mendapatkan opini yang baik akan lebih besar dibandingkan dengan jika profitabilitasnya rendah. Dengan laba ditahan yang besar, perusahaan akan menggunakan laba ditahan sebelum memutuskan untuk menggunakan hutang. Temuan ini mendukung teori *pecking order* yang menyatakan bahwa perusahaan dengan tingkat profitabilitas yang tinggi maka tingkat hutangnya rendah, dikarenakan perusahaan yang profitabilitasnya tinggi memiliki sumber dana *internal* yang berlimpah dan umumnya perusahaan lebih mendahulukan menggunakan dana *internal* setelah itu baru menggunakan dana *eksternal*. Perusahaan dengan dana internal yang berlimpah secara otomatis memiliki laba ditahan yang besar.

Pengaruh *Free Cash Flow* Terhadap Kebijakan Hutang

Hasil penelitian menemukan bahwa *free cash flow* memberikan pengaruh yang negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang dengan nilai signifikansi sebesar $0,026 < 0,05$ sebagaimana yang tampak pada Tabel 7. Dengan demikian hasil uji hipotesis yang kedua dengan menggunakan Uji t berhasil membuktikan bahwa *free cash flow* mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan hutang perusahaan *Food and Beverages* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Makaryanawati dan Mamdy (2009) menunjukkan bahwa *free cash flow* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang, hal ini menunjukkan dengan adanya *free cash flow* yang tinggi oleh manajer dapat digunakan untuk membayar hutang, membagikan deviden kepada pemegang saham, dan untuk membiayai operasional perusahaan serta dapat diinvestasikan kembali. Sehingga dengan adanya *free cash flow* yang tinggi, perusahaan tidak perlu mencari lagi dana eksternal tambahan yang berasal dari hutang.

Dengan adanya hutang dapat digunakan untuk mengendalikan penggunaan *free cash flow* yang berlebihan oleh manajer. Selain itu pemegang saham juga akan menikmati kontrol yang lebih atas tim manajemennya misalnya, jika perusahaan menerbitkan hutang baru dan menggunakan hasilnya untuk membeli kembali saham biasa yang terutang maka manajemen wajib membayar tunai untuk menutupi utang ini. Sehingga dengan adanya *free cash flow* yang tinggi, perusahaan tidak perlu mencari lagi dana eksternal tambahan yang berasal dari hutang. Dengan adanya hutang ini, manajemen akan bekerja lebih efisien agar tidak terjadi kegagalan keuangan sehingga akan mengurangi biaya agensi arus kas bebas.

Pengaruh Pertumbuhan Penjualan Terhadap Kebijakan Hutang

Hasil penelitian menemukan bahwa pertumbuhan penjualan memberikan pengaruh yang negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang dengan nilai signifikansi sebesar $0,048 < 0,05$ sebagaimana yang tampak pada Tabel 7. Dengan demikian hasil uji hipotesis yang ketiga dengan menggunakan Uji t berhasil membuktikan bahwa pertumbuhan penjualan mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan hutang perusahaan *Food and Beverages* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Amirya dan Atmini (2008), menunjukkan bahwa pertumbuhan penjualan berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang, hal ini menunjukkan bahwa perusahaan yang memiliki penerimaan tinggi, berarti memiliki kemampuan pendanaan internal yang tinggi.

Sesuai dengan teori *pecking order*, perusahaan akan memilih pendanaan internal terlebih dahulu kemudian hutang dan saham sebagai pilihan terakhir. Menurut sudut pandang investor, pertumbuhan suatu perusahaan merupakan tanda perusahaan memiliki aspek yang menguntungkan, dan investor pun akan mengharapkan tingkat pengembalian (*rate of return*) dari investasi yang dilakukan menunjukkan perkembangan yang baik. Pertumbuhan penjualan mencerminkan tingkat produktivitas terpasang yang siap beroperasi serta kapasitas saat ini yang dapat diserap pasar dan mencerminkan daya saing perusahaan dalam pasar. Jadi, semakin tinggi pertumbuhan perusahaan, maka semakin tinggi pula penerimaan perusahaan. Dengan mengetahui seberapa besar pertumbuhan penjualan, perusahaan dapat memprediksi seberapa besar profit yang akan didapatkan.

Pertumbuhan perusahaan diukur dengan tumbuhnya penjualan yang pesat dari tahun ke tahun. Perusahaan yang sedang berkembang pesat memiliki tingkat penjualan yang cenderung naik dari tahun ke tahun berikutnya. Pertumbuhan penjualan yang tinggi menunjukkan kemampuan perusahaan menghasilkan laba yang stabil. Pertumbuhan penjualan dari tahun sebelumnya secara berkala dapat digunakan untuk memprediksi pertumbuhan penjualan pada tahun yang akan datang.

Pengaruh Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Hutang

Hasil penelitian menemukan bahwa ukuran perusahaan memberikan pengaruh yang positif dan signifikan terhadap kebijakan hutang dengan nilai signifikansi sebesar $0,016 < 0,05$ sebagaimana yang tampak pada Tabel 7. Dengan demikian hasil uji hipotesis yang keempat dengan menggunakan Uji t berhasil membuktikan bahwa ukuran perusahaan mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan hutang perusahaan *Food and Beverages* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Silitonga (2014), menunjukkan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang, hal ini menunjukkan bahwa ukuran perusahaan yang besar berarti perusahaan lebih mempunyai arus kas yang stabil, risiko kebangkrutan yang lebih rendah, dan mempunyai akses yang mudah untuk melakukan kredit.

Berdasarkan teori *trade off*, perusahaan dengan aset yang berwujud dan aman serta penghasilan kena pajak yang besar seharusnya beroperasi pada tingkat hutang yang tinggi. Selain itu kemudahan perusahaan besar dalam mengakses pasar modal akan mendapatkan *rating* yang baik untuk penerbitan obligasi mereka, dikarenakan perusahaan lebih dikenal publik sehingga meningkatkan kepercayaan calon pemegang obligasi. Semakin besar ukuran suatu perusahaan, maka kecenderungan menggunakan modal juga semakin besar, hal ini disebabkan karena perusahaan besar membutuhkan dana yang besar pula untuk menunjang operasionalnya. Besar kecilnya ukuran suatu perusahaan akan berpengaruh terhadap struktur modal, semakin besar perusahaan maka akan semakin besar pula dana yang dibutuhkan perusahaan untuk melakukan investasi.

SIMPULAN DAN SARAN

Simpulan

Berdasarkan hasil penelitian yang telah dibahas pada bab sebelumnya, maka dapat diperoleh simpulan sebagai berikut: (1) Berdasarkan uji kelayakan model diketahui bahwa *return on aset*, *free cash flow*, pertumbuhan penjualan, dan ukuran perusahaan layak digunakan penelitian terhadap kebijakan hutang. (2) *Return on aset* terhadap kebijakan hutang berpengaruh signifikan dan negatif, yang artinya perusahaan yang baik (sehat) mempunyai profitabilitas yang besar dan cenderung memiliki laporan keuangan yang sewajarnya sehingga potensi untuk mendapatkan opini yang baik akan lebih besar dibandingkan dengan jika profitabilitasnya rendah. (3) *Free cash flow* terhadap kebijakan

hutang berpengaruh signifikan dan negatif, yang artinya *free cash flow* yang tinggi, perusahaan tidak perlu mencari lagi dana eksternal tambahan yang berasal dari hutang. (4) Pertumbuhan penjualan terhadap kebijakan hutang berpengaruh signifikan dan negatif, yang artinya pertumbuhan penjualan yang tinggi menunjukkan kemampuan perusahaan menghasilkan laba yang stabil. Pertumbuhan penjualan dari tahun sebelumnya secara berkala dapat digunakan untuk memprediksi pertumbuhan penjualan pada tahun yang akan datang. (5) Ukuran perusahaan terhadap kebijakan hutang berpengaruh signifikan dan positif, yang artinya semakin besar ukuran suatu perusahaan, maka kecenderungan menggunakan modal juga semakin besar, hal ini disebabkan karena perusahaan besar membutuhkan dana yang besar pula untuk menunjang operasionalnya.

Saran

Bedasarkan hasil penelitian di atas, dapat disarankan beberapa hal sebagai berikut: (1) Bagi para debitur yang memberikan sumber pendanaan hutang, lebih memperhatikan aspek profitabilitas, ukuran perusahaan dan *free cash flow* perusahaan, karena perusahaan akan semakin membutuhkan pendanaan yang besar jika nilai ketiga item tadi tinggi. (2) Bagi para investor, dalam mengambil keputusan investasi untuk menanamkan saham di suatu perusahaan perlu memperhatikan potensi tumbuh kembang perusahaan dengan nilai kebijakan hutang yang baik yang didukung oleh nilai ukuran perusahaan, profitabilitas dan *free cash flow* yang memadai atau baik pula. (3) Penelitian ini dilakukan dalam periode 2011-2014. Dengan sampel sebanyak 40 sampel. Untuk penelitian selanjutnya, hendaknya perlu memperbesar ukuran sampel misalnya dengan menambah jumlah perusahaan yang menjadi objek penelitian dan menambah tahun pengamatan penelitian, sehingga diperoleh sampel yang lebih besar dan memberikan kemungkinan yang lebih besar untuk memperoleh kondisi yang sebenarnya, (4) Bagi peneliti selanjutnya disarankan untuk melakukan penelitian di luar variabel independen yang digunakan dalam penelitian ini ataupun mengkombinasikan salah satu variabel dalam penelitian ini dengan variabel lain diluar variabel dalam penelitian ini, agar dapat memperoleh hasil yang lebih bervariasi yang dapat menggambarkan hal-hal apa saja yang dapat berpengaruh terhadap Kinerja Keuangan

DAFTAR PUSTAKA

- Amirya, M. dan S. Atmini. 2008. Determinan Tingkat Hutang Serta Hubungan Tingkat Hutang Terhadap Nilai Perusahaan : Perspektif Pecking Order Theory. *Skripsi*. Universitas Diponegoro. Semarang.
- Baridwan, Z. 2004. *Intermediate Accounting*. Edisi Kedelepan BPFE. Yogyakarta.
- Borolla. 2011. Analisis Pengaruh Struktur Kepemilikan Terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Prestasi*. Vol.7 (1).
- Brigham, E. F. 2005. *Manajemen Keuangan*. Erlangga. Jakarta.
- Brigham, E. F. dan J. F. Houston. 2011. *Accounting Management*. Terjemahan A. A. Yulianto. 2008. *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*. Edisi Kesepuluh. Salemba Empat. Jakarta.
- Damayanti, I. 2006. Analisis Pengaruh *Free Cash Flow* dan Struktur Kepemilikan Saham terhadap Kebijakan Utang Pada Perusahaan Manufaktur Indonesia. *Skripsi* Fakultas Ekonomi Universitas Islam Indonesia. Jakarta.
- Damayanti, D. dan T. Hartini. 2013. Pengaruh Profitabilitas, Likuiditas, Pertumbuhan Penjualan Dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Hutang Pada Perusahaan Sektor *Consumer Goods* Di Bei Periode 2008-2012. *Jurnal*. STIE MDP. Palembang.
- Hanafi, M. M. 2008. *Manajemen Keuangan*. BPFE. Yogyakarta.
- Harahap, S. S. 2007. *Analisa Kritis Atas Laporan Keuangan*. PT Raja Grafindo Persada. Jakarta.

- Harwira, W. 2009. Pengaruh Kebijakan Dividen, Kepemilikan Manajerial, dan Kepemilikan Institusional terhadap Kebijakan Hutang: Sebuah Perspektif Teori Agensi. *Skripsi*. Universitas Riau. Riau.
- Husnan, S. 2002. *Dasar-Dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas*. UUP AMP YKPN. Yogyakarta.
- Jensen, M. dan W. Meckling. 1976. Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*. Vol. 3.
- Junaidi, A. A. 2012. Pengaruh Kepemilikan Institusional, *Free Cash Flow* dan Kebijakan Dividen Terhadap Kebijakan Utang Perusahaan. *Skripsi*. Universitas Dian Nuswantoro. Semarang.
- Kasmir. 2008. *Pengantar Manajemen Keuangan*. Kencana. Jakarta.
- Makaryanawati, dan B. A. Mamdy. 2009. Pengaruh *Free Cash Flow*, Struktur Kepemilikan, Kebijakan Dividen, Struktur Aktiva, dan Profitabilitas terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan. *Jurnal Akuntansi, Bisnis, dan Manajemen*. Vol. 16. (3).
- Mamduh, M. H. 2004. *Manajemen Keuangan*. Edisi Satu. BPFE. Yogyakarta.
- Mulyadi. 2006. *Akuntansi Manajemen*. Edisi Ketiga. Penerbit Salemba Empat. Jakarta.
- Murtiningtyas, A. I. 2012. Kebijakan Deviden, Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Profitabilitas, Resiko Bisnis Terhadap Kebijakan Hutang. *Accounting Analysis Journal*. ISSN 2252-6765. Vol. 1 (2).
- Nasehah, D. dan E. T. Widyarti. 2012. Analisis Pengaruh ROE, DER, DPR, Growth Dan Firm Terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Manajemen*. Vol. 1. (1).
- Nugroho, B. A. 2006. *Manajemen Perbankan*. BPFE. Yogyakarta.
- Putri, I. F. dan M. Nasir. 2006. Analisis Persamaan Simultan Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Risiko, Kebijakan Hutang, dan Kebijakan Dividen dalam Perspektif Teori Keagenan. *Simposium Nasional Akuntansi 9*, Padang.
- Safrida, E. 2008. Pengaruh Struktur Modal dan Pertumbuhan Perusahaan terhadap Nilai Perusahaan pada Perusahaan Manufaktur di BEI. *Tesis*. Universitas Sumatera Utara. Medan.
- Saidi. 2004. Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal pada Perusahaan Manufaktur Go Public di BEJ Tahun 1997-2002. *Jurnal Bisnis dan Ekonomi*. Vol. XI (1).
- Santoso, S. 2010. *Statistik Parametrik Konsep dan Aplikasi dengan SPSS*. PT Elex Media Komputindo. Jakarta.
- Setiawan. R. 2009. Pengaruh Growth Opportunity dan Ukuran Perusahaan Terhadap Profitabilitas Perusahaan Makanan dan Minuman di Bursa Efek Indonesia. *Skripsi*. Universitas Diponegoro. Semarang.
- Silitonga, A. H. 2014. Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Ukuran Perusahaan Dan Profitabilitas terhadap Kebijakan Hutang (Studi Empiris Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di BEI). *Artikel Ilmiah Mahasiswa*. Universitas Negeri Jember. Jember.
- Sugiyono. 2011. *Metode Penelitian Kuantitatif, Kualitatif dan R&D*. Cetakan Kedelapan. IKAPI. Bandung.
- Tarjo. 2005. Analisis *Free Cash Flow* dan Kepemilikan Manajerial terhadap Kebijakan Utang pada Perusahaan Publik di Indonesia. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*. Vol. 8(1)
- Tarjo dan Jogiyanto. 2003. Analisa *Free Cash Flow* dan Kepemilikan Manajerial terhadap Kebijakan Utang pada Perusahaan Publik di Indonesia. *Simposium Nasional Akuntansi VI*. Surabaya.
- Taswan. S. E. 2003. Analisis Pengaruh Insider Ownership, Kebijakan Hutang Dan Deviden Terhadap Nilai Perusahaan Serta Faktor-Faktor Yang Mempengaruhinya, *Jurnal Bisnis Dan Ekonomi*. Vol. 10 (2).

Wibowo, A. B. dan A. Rosita. 2009. Pengujian Teori Pecking Order Pada Perusahaan-perusahaan Non Keuangan LQ45 Periode 2001-2005. *Manajemen Usahawan Indonesia*, XXXVI, volume 12.