

PENGARUH ARUS KAS BEBAS, PROFITABILITAS DAN UKURAN PERUSAHAAN TERHADAP KEBIJAKAN UTANG

Zaka Yahya Putra
zakayahyap@gmail.com
Fidiana

Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Indonesia (STIESIA) Surabaya

ABSTRACT

This research is meant to test the influence of free cash flow, profitability and firm size to the debt policy to the consumer goods sector manufacturing companies which are listed in Indonesia Stock Exchange. The data is the secondary data in the form of annual statement. The population is all consumer goods sector manufacturing companies which are listed in Indonesia Stock Exchange in 2012-2014 periods. The sample selection has been done by using purposive sampling technique with certain criteria and 27 companies which have met the criteria so 81 observations have been obtained. The data analysis has been carried out by using multiple linear regressions with SPSS software 20th version. Based on the research result it can be concluded that free cash flow and firm size has positive influence to the debt policy, It is due to the free cash flow and the firm value is getting high, the activity which will increase the firm value which is related to the use of debt policy is getting high as well. Profitability does not have any negative influence to the debt policy, it is due to the fact that the company cannot avoid the use of debt for the source of funding because companies require large fund for the their investment and high profitability level means that the company can generate high profit larger than their capital which has been invested on their assets which can give easiness in order to gain the trust of the creditors to give their loan to the company even though the pecking order theory stated that the manager more prefer internal fund (retained earning) than external fund (debt).

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

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh arus kas bebas, profitabilitas dan ukuran perusahaan terhadap kebijakan utang pada perusahaan manufaktur sektor barang konsumsi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder berupa laporan tahunan. Populasi dalam penelitian ini berupa perusahaan manufaktur sektor barang konsumsi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2012 - 2014. Pemilihan sampel dilakukan dengan teknik *purposive sampling* dengan menggunakan kriteria tertentu sehingga didapatkan sampel sejumlah 27 perusahaan yang sesuai dengan kriteria sehingga diperoleh 81 pengamatan. Analisis data yang digunakan adalah regresi linier berganda dengan menggunakan *software* SPSS versi 20. Berdasarkan hasil penelitian disimpulkan bahwa arus kas bebas dan ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap kebijakan utang, hal ini disebabkan karena semakin tinggi nilai arus kas bebasnya dan semakin besar ukuran perusahaannya maka semakin tinggi pula aktivitas yang akan menaikkan nilai perusahaan yang berkaitan dengan penggunaan kebijakan utang. Profitabilitas tidak berpengaruh negatif terhadap kebijakan utang, hal ini disebabkan karena pada kenyataannya perusahaan tidak bisa menghindari penggunaan utang untuk sumber pendanaannya karena perusahaan memerlukan dana yang besar untuk tambahan investasinya dan dengan tingkat profitabilitas yang tinggi artinya perusahaan mampu menghasilkan keuntungan yang lebih besar dari modal yang diinvestasikan pada aktivanya yang dapat memberikan kemudahan dalam memperoleh kepercayaan kreditur untuk meminjamkan dana pada perusahaan walaupun *the pecking order theory* mengatakan bahwa manajer lebih menyukai dana internal (laba ditahan) dari pada dana eksternal (utang).

Kata kunci: kebijakan utang, arus kas bebas, profitabilitas, ukuran perusahaan

PENDAHULUAN

Pencapaian tujuan perusahaan untuk memaksimalkan kemakmuran dapat terwujud jika pengelolaan seluruh perusahaan dilakukan dengan baik. Pembiayaan merupakan elemen penting dalam sebuah perusahaan. Perusahaan menyerahkan pengelolaan pada manajer. Pengelolaan *asset* yang telah dipercayakan kepada manajer perusahaan diharapkan bisa memperoleh nilai tambah. Tugas manajer membuat berbagai kebijakan dalam kegiatan operasional suatu perusahaan. Salah satu kebijakan yang dibuat manajer mengenai struktur modal. Manajer memiliki tugas untuk mempertimbangkan keputusan pendanaannya. Pertimbangan diperlukan karena masing – masing sumber pendanaan mempunyai konsekuensi yang berbeda – beda. Kombinasi penggunaan sumber yang berasal dari dalam perusahaan dan luar perusahaan guna memenuhi kebutuhan dana perusahaan yang disebut dengan struktur modal (Rodoni dan Ali , 2014).

Kebijakan utang merupakan salah satu keputusan pendanaan yang berasal dari eksternal. Kebijakan utang ini dilakukan untuk menambah dana perusahaan yang akan digunakan untuk memenuhi kebutuhan operasional perusahaan. Utang mempunyai pengaruh penting bagi perusahaan karena selain sebagai sumber pendanaan ekspansi, utang juga dapat digunakan untuk mengurangi konflik keagenan. Ketersediaan terhadap sumber dana maupun modal sangat mempengaruhi kelangsungan hidup maupun kesempatan berkembang perusahaan. Perusahaan memerlukan dana yang besar dalam mendanai belanja modal perusahaan. Sumber pendanaan tersebut dapat diperoleh dari internal yaitu laba ditahan atau dengan menerbitkan saham dipasar modal yang akan dibeli para investor atau eksternal dengan melakukan pinjaman dalam bentuk utang. Utang dapat meningkatkan nilai perusahaan. Selain itu penggunaan utang juga dapat meningkatkan risiko. Perusahaan yang menggunakan utang untuk mendanai perusahaan dan tidak mampu melunasi utangnya maka akan terancam likuiditasnya, sehingga manajemen harus mampu mengambil keputusan yang sesuai dan tepat untuk meminimalisir resiko yang akan ditanggung oleh perusahaan.

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

Keputusan pemilihan sumber dana dapat diklasifikasikan menjadi dua jenis, yaitu menggunakan dana internal dengan menggunakan laba ditahan atau menggunakan dana dari pihak eksternal yaitu melalui utang (Brigham dan Gapenski, 1996). Jika perusahaan terlalu banyak menggunakan sumber dana internal akan menimbulkan penurunan tingkat kesempatan pertumbuhan perusahaan yang diakibatkan tingkat produktivitas yang menurun karena laba ditahan yang seharusnya digunakan untuk penambahan dana operasional digunakan sebagai sumber pendanaan yang lain. Myres (1984) menyatakan bahwa perusahaan yang tidak memiliki dana internal yang memadai, maka dana eksternal akan dipilih sebagai alternatif. Jika dana eksternal dibutuhkan, maka perusahaan akan lebih cenderung untuk menggunakan utang daripada ekuitas. Utang menjadi salah satu alternatif sumber pendanaan perusahaan, dimana penggunaan utang dapat menguntungkan bagi perusahaan dibandingkan dengan penggunaan modal sendiri. Brigham *et al*, 1998 (dalam Indahningrum dan Handayani, 2009) mengemukakan bahwa penggunaan utang yang berbeban bunga memiliki keuntungan dan kelemahan bagi perusahaan. Keuntungannya antara lain: biaya bunga mengurangi penghasilan kena pajak, sehingga biaya bunga efektif menjadi lebih rendah, kreditur hanya mendapat biaya bunga yang

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

Pemegang saham, kreditor dan manajemen adalah pihak – pihak yang memiliki perbedaan kepentingan dan perspektif berkenaan dengan perusahaan. Pemegang saham akan cenderung memaksimalkan nilai saham dan memaksa manajer untuk bertindak sesuai dengan kepentingan mereka melalui pengawasan yang mereka lakukan. Kreditor di sisi lain cenderung akan berusaha melindungi dana yang sudah mereka investasikan dalam perusahaan dengan jaminan dan kebijakan pengawasan yang ketat pula. Konflik kepentingan antara pemegang saham dengan manajer dapat timbul jika manajer bertindak untuk kepentingan sendiri demi mendapatkan keuntungan sebesar – besarnya tanpa memperhatikan kepentingan para pemegang saham (Wardani dan Siregar, 2009).

Masalah keagenan dapat disebabkan oleh keberadaan aliran kas bebas. Hal tersebut dikarenakan adanya perbedaan kepentingan antara pemegang saham dan manajer. Pemegang saham menginginkan sisa dana tersebut dibagikan untuk meningkatkan kesejahteraannya sementara manajer berkeinginan dana yang ada digunakan untuk memperbesar perusahaan melebihi ukuran optimalnya sehingga mereka tetap melakukan investasi meskipun investasi tersebut memberikan *net present value* negatif. Bagi pemegang saham, keputusan tersebut dinilai sebagai keputusan yang tidak berpihak kepada pemegang saham.

Jensen 1986 (dalam Wardani dan Siregar, 2009) mendefinisikan aliran kas bebas sebagai kelebihan kas yang diperlukan untuk mendanai semua proyek yang memiliki nilai bersih sekarang positif. Aliran kas bebas mencerminkan keleluasaan perusahaan dalam melakukan investasi tambahan, melunasi utang, membeli saham *treasury* atau menambah likuiditas, sehingga aliran kas bebas yang tinggi mengindikasikan kinerja perusahaan yang tinggi. Kinerja dari perusahaan yang tinggi akan meningkatkan nilai pemegang saham yang diwujudkan dalam bentuk *return* yang tinggi melalui deviden, harga saham, atau laba ditahan untuk diinvestasikan dimasa depan. Jadi jika aliran kas bebas tinggi, maka nilai pemegang saham juga akan tinggi. Menurut Wahidahwati (2002), peningkatan pendanaan melalui utang merupakan salah satu alternatif untuk mengurangi biaya keagenan. Utang dapat mengendalikan manajer untuk mengurangi tindakan *opportunistic* dan kinerja perusahaan menjadi lebih efisien sehingga penilaian investor terhadap perusahaan akan meningkat. Sesuai dengan *Pecking Order Theory* perusahaan akan lebih memilih menggunakan dana internal terlebih dahulu untuk memenuhi kebutuhan pendanaannya daripada harus menggunakan utang. Dalam melakukan kegiatan ekspansinya, perusahaan cenderung membutuhkan sumber dana yang besar dalam membiayai kegiatan ekspansinya, dimana dana internal tidak akan mencukupi dalam membiayai kegiatan ekspansinya, sehingga perusahaan lebih memilih dana dari sumber eksternal yang besar. Dalam rangka memenuhi kebutuhan dana tersebut perusahaan cenderung menggunakan utang.

Hal lain yang menyangkut dengan kebijakan utang yaitu ukuran perusahaan. Ukuran perusahaan dapat mempengaruhi banyak hal dalam perusahaan. Ukuran perusahaan biasanya diukur melalui nilai total aktiva, total nilai buku *asset*, total penjualan dan jumlah tenaga kerja. Ukuran perusahaan mencerminkan tinggi rendahnya aktivitas perusahaan. Ukuran tersebut dapat menjadi ukuran investor atau kreditor dalam melihat keadaan sebuah perusahaan. Ukuran perusahaan yang besar mencerminkan bahwa perusahaan tersebut memerlukan dana

yang besar dalam pembiayaan perusahaan. Tingginya dana yang diperlukan dalam pembiayaan maka perusahaan menggunakan utang untuk memenuhi kebutuhan dananya.

Menurut Smith 1996 (dalam Rahmawati, 2012) ukuran perusahaan yang besar memiliki pendanaan yang besar, salah satunya dengan menggunakan utang. Artinya bahwa semakin besar perusahaan, maka semakin tinggi perusahaan menggunakan utang sehingga nilai perusahaan juga meningkat. Perusahaan besar memiliki keuntungan aktivitas serta lebih dikenal oleh publik dibandingkan dengan perusahaan kecil sehingga kebutuhan utang perusahaan yang besar akan lebih tinggi dalam meningkatkan nilai perusahaan. Ukuran perusahaan merupakan suatu gambaran besar kecilnya perusahaan yang dinyatakan dengan total aktiva atau aset yang dimiliki perusahaan. Menurut Faisal (2004) menyatakan bahwa perusahaan yang memiliki akses sumber dana luar yang lebih besar dan mudah dibanding perusahaan kecil sehingga kemampuan untuk berhutang juga lebih besar. Ukuran perusahaan yang besar juga mampu dalam pemenuhan kewajibannya di masa yang akan datang.

Berikutnya yang diduga mempengaruhi kebijakan utang perusahaan adalah profitabilitas. Profitabilitas merupakan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan keuntungan atau laba selama periode tertentu. Perusahaan yang memiliki profitabilitas yang tinggi berarti akan menahan labanya, sehingga manajer tidak memerlukan tambahan sumber dana eksternal. Sebaliknya, apabila perusahaan akan memilih tambahan sumber dana eksternal yaitu utang dalam pemenuhan biaya operasional perusahaan. Hal ini disebabkan perusahaan menahan sebagian besar keuntungannya pada laba ditahan sehingga mengandalkan sumber internal dan relatif mengurangi penggunaan utang. Hal ini sesuai dengan *Pecking Order Theory* yang menyebutkan bahwa perusahaan akan lebih memilih memprioritaskan penggunaan sumber dana internal dari perusahaan, kekurangannya dipenuhi menggunakan sumber dana eksternal.

Perusahaan manufaktur merupakan perusahaan yang keberhasilannya sangat bergantung pada keadaan perekonomian suatu negara, termasuk yang belum lama ini terjadi di Indonesia. Keadaan perekonomian Indonesia belakangan ini menunjukkan pergerakan fluktuatif bahkan mengalami perlambatan, dilihat dari laju inflasi belakangan ini yang sangat fluktuatif, sehingga perlu menjadi perhatian bagi perusahaan manufaktur dalam pengambilan keputusan perusahaan. Meskipun demikian minat investasi sektor manufaktur tahun ini diprediksi masih tetap positif mengikuti lonjakan investasi manufaktur yang terjadi sepanjang tahun. Oleh karena itu, adanya pertumbuhan ekonomi yang fluktuatif pada industri manufaktur dan adanya kesamaan masalah industri manufaktur saat ini dengan masalah industri manufaktur terdahulu, dimana adanya pelemahan nilai tukar rupiah saat ini, peneliti tertarik untuk melakukan penelitian pada perusahaan manufaktur.

Bedasarkan uraian di atas, maka rumusan masalah dari penelitian ini adalah 1) apakah arus kas bebas berpengaruh terhadap kebijakan utang?; 2) apakah profitabilitas berpengaruh terhadap kebijakan utang?; 3) apakah ukuran perusahaan berpengaruh terhadap kebijakan utang?. Penelitian ini bertujuan untuk menguji secara empiris pengaruh arus kas bebas, profitabilitas dan ukuran perusahaan terhadap kebijakan utang. Informasi mengenai arus kas bebas, profitabilitas dan ukuran perusahaan yang mempengaruhi kebijakan utang, diharapkan dapat dijadikan sebagai pertimbangan untuk pengambilan keputusan mengenai investasi dan penggunaan kebijakan utang yang optimal agar tercapai tujuan perusahaan.

TINJAUAN TEORITIS DAN HIPOTESIS

The Pecking Order Theory

Pecking Order Theory merupakan penetapan suatu urutan keputusan pendanaan dimana para manajer pertama kali akan memilih untuk menggunakan laba ditahan, utang dan

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

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

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

Signaling Theory

Brigham dan Houston (2001) menyatakan bahwa sinyal adalah suatu tindakan yang diambil oleh manajemen perusahaan yang memberikan petunjuk bagi investor tentang bagaimana manajemen memandang prospek perusahaan. Perusahaan dengan prospek yang menguntungkan akan mencoba memaksimalkan dana internal. Namun, jika dana internal tidak dapat memenuhi maka perusahaan akan menghindari penjualan saham dan mengusahakan modal baru dengan cara - cara lain seperti dengan menggunakan utang.

Apabila manajer mempunyai keyakinan bahwa prospek perusahaan baik, dan ingin agar harga saham meningkat, perusahaan ingin mengkomunikasikan hal tersebut ke investor. Manajer dapat menggunakan utang lebih banyak, sebagai sinyal yang lebih dapat dipercaya. Hal ini karena perusahaan yang meningkatkan utang bisa dipandang sebagai perusahaan yang yakin dengan prospek perusahaan di masa mendatang. Dasar pertimbangannya adalah penambahan utang menyebabkan keterbatasan arus kas dan meningkatkan biaya - biaya beban keuangan sehingga manajer hanya akan menerbitkan utang baru yang lebih banyak apabila mereka yakin perusahaan kelak dapat memenuhi kewajibannya. Investor diharapkan akan menangkap sinyal bahwa perusahaan mempunyai prospek yang baik. Dengan demikian utang merupakan tanda atau sinyal positif.

Kebijakan Utang

Kebijakan utang merupakan keputusan yang sangat penting dalam perusahaan. Dimana kebijakan utang merupakan salah satu bagian dari kebijakan pendanaan perusahaan. Kebijakan utang adalah kebijakan yang diambil oleh pihak manajemen dalam rangka memperoleh sumber pembiayaan bagi perusahaan sehingga dapat digunakan untuk membiayai aktivitas operasional perusahaan. Menurut Munawir (2004), utang adalah semua kewajiban keuangan perusahaan kepada pihak lain yang belum terpenuhi, di mana utang ini merupakan sumber dana atau modal perusahaan yang berasal dari kreditor. Menurut

Murni dan Andriani (2007) untuk memenuhi kebutuhan pendanaan, pemegang saham lebih menginginkan pendanaan perusahaan dibiayai dengan utang karena dengan penggunaan utang, hak pemegang saham terhadap perusahaan tidak akan berkurang dan dapat mencapai keinginan perusahaan. Disamping itu perilaku manajer dan komisaris perusahaan juga dapat dikendalikan. Namun, sebaliknya manajer tidak menyukai pendanaan tersebut dikarenakan utang mengandung resiko yang tinggi.

Pembiayaan kegiatan operasional perusahaan dengan utang membuat perusahaan memiliki kewajiban untuk mengembalikan pinjaman dan membayar beban bunga secara periodeik, sehingga memaksa manajer untuk mengoptimalkan penggunaan dana yang ada. Kegagalan perusahaan dalam membayar bunga atas utang dapat menyebabkan kesulitan keuangan yang dapat berakhir dengan kebangkrutan perusahaan. Namun demikian, penggunaan utang juga memberikan keuntungan pada perusahaan dalam penghematan pajak atas laba perusahaan. Oleh karena itu, penggunaan utang harus menyeimbangkan antara keuntungan dan kerugiannya (Tampubolon, 2005). Pembiayaan dengan menggunakan utang memiliki beberapa keunggulan dan kelemahan. Menurut Brigham dan Houtson (2001) keunggulan pembiayaan dengan menggunakan utang antara lain, a) bunga yang dibayarkan dapat dipotong untuk tujuan pajak, sehingga menurunkan biaya efektif dari utang; b) pemegang utang (*debtholder*) mendapat pengembalian yang tetap, sehingga pemegang saham (*stockholder*) tidak perlu mengambil bagian laba mereka ketika perusahaan dalam kondisi prima. Sementara kelemahan pembiayaan dengan menggunakan utang antara lain, a) semakin tinggi rasio utang, semakin tinggi pula resiko perusahaan, sehingga suku bunganya mungkin akan lebih tinggi; b) apabila sebuah perusahaan mengalami kesulitan keuangan dan laba operasi tidak mencukupi untuk menutup beban bunga, maka pemegang sahamnya harus menutup kekurangan itu, dan perusahaan akan bangkrut jika mereka tidak sanggup melunasi utangnya.

Arus Kas Bebas

Arus kas bebas merupakan arus kas yang tersedia untuk didistribusikan kepada seluruh investor (pemegang saham dan pemilik utang) setelah perusahaan menempatkan seluruh investasinya pada aktiva tetap dan modal kerja yang dibutuhkan untuk mempertahankan operasi yang sedang berjalan (Brigham dan Houtson, 2006). Bagi perusahaan yang mengeluarkan pengeluaran modal, arus kas bebas akan mencerminkan dengan jelas mengenai perusahaan manakah yang masih mempunyai kemampuan di masa depan atau tidak. Pasar akan bereaksi jika terlihat ada arus kas bebas yang dapat meningkatkan harapan mereka untuk mendapatkan deviden di masa depan. Arus kas mencerminkan keuntungan atau kembalian bagi para penyedia modal, termasuk utang atau *equity*.

Arus kas bebas memudahkan perusahaan untuk mengukur pertumbuhan bisnis dan pembayaran kepada *stakeholders*. Menurut Jensen (1986) mendefinisikan arus kas bebas adalah aliran kas yang merupakan sisa dari pendanaan seluruh proyek yang menghasilkan *net present value* positif yang didiskontokan pada tingkat biaya modal yang relevan. Perusahaan dengan arus kas bebas berlebihan akan memiliki kinerja lebih baik dibandingkan dengan perusahaan lainnya karena mereka dapat memperoleh keuntungan atas berbagai kesempatan yang mungkin tidak dapat diperoleh perusahaan lain. Semakin besar arus kas bebas yang tersedia dalam perusahaan, maka semakin sehat perusahaan tersebut karena memiliki kas yang tersedia untuk pertumbuhan, pembayaran utang, dan deviden (White *et al.*, 2003:68). Berikut ini beberapa manfaat yang diperoleh dari adanya arus kas bebas antara lain, 1) semakin tinggi arus kas bebas menggambarkan perusahaan semakin sehat, karena memiliki kas yang tersedia untuk

pertumbuhan, pembayaran utang dan deviden; 2) perusahaan memiliki kesempatan yang luas untuk menangkap peluang investasi; 3) menunjukkan kepada investor bahwa deviden yang dibagikan tidak sekedar strategi menyasiasi pasar dengan maksud menaikkan nilai perusahaan; 4) adanya arus kas bebas akan menandakan kepada pasar bahwa perusahaan mempunyai kemampuan di masa depan; 5) arus kas bebas dapat meningkatkan nilai perusahaan.

Profitabilitas

Profitabilitas adalah kemampuan perusahaan dalam memperoleh laba dalam hubungannya dengan penjualan, total aktiva maupun modal sendiri (Sartono, 2001). Secara keseluruhan ketiga pengukuran ini akan memungkinkan seorang penganalisa untuk mengevaluasi tingkat *earnings* dalam hubungannya volume penjualan, jumlah aktiva dan investasi tertentu dari pemilik perusahaan. Profitabilitas adalah keuntungan bersih yang mampu diraih oleh perusahaan pada saat menjalankan operasinya. Perusahaan dengan laba ditahan yang besar, akan menggunakan laba ditahan terlebih dahulu sebelum memutuskan untuk menggunakan utang. Hal ini sesuai dengan *Pecking Order Theory* yang menetapkan suatu urutan keputusan pendanaan dimana para manajer pertama kali akan memilih untuk menggunakan laba ditahan, utang dan penerbitan saham sebagai pilihan terakhir (Mamduh, 2004).

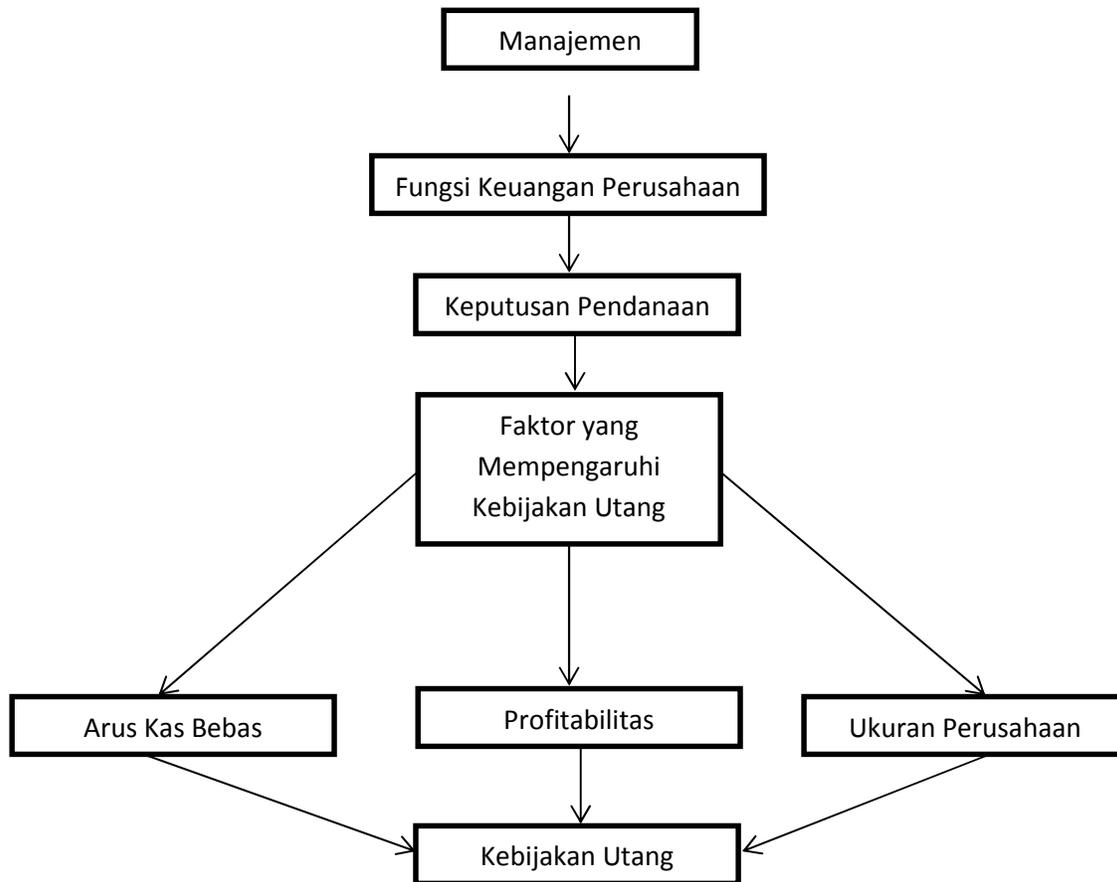
Profitabilitas dapat mencerminkan bagaimana prospek perusahaan dimasa yang akan datang, sehingga dapat memengaruhi kebijakan para investor terhadap investasi yang dilakukan di perusahaan tersebut. Perusahaan yang tingkat profitabilitasnya relatif tinggi akan dapat menarik perhatian investor untuk menanamkan dananya di perusahaan. Sedangkan apabila tingkat profitabilitas perusahaan tersebut menurun akan memungkinkan para investor menarik dana yang telah diinvestasikan. Oleh karena itu, perusahaan selalu berusaha untuk meningkatkan profitabilitasnya untuk menjamin keberlangsungan hidup perusahaan di masa yang akan datang. Profitabilitas menggambarkan pendapatan yang dimiliki perusahaan untuk membiayai investasi. Perusahaan yang memiliki profitabilitas tinggi cenderung menggunakan utang yang relatif kecil karena laba ditahan yang tinggi sudah memadai untuk membiayai sebagian besar kebutuhan pendanaan termasuk investasi.

Ukuran Perusahaan

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

Perusahaan yang besar akan lebih aman dalam memperoleh utang karena perusahaan mampu dalam pemenuhan kewajiban dengan adanya diversifikasi yang lebih luas dan memiliki arus kas yang stabil. Ukuran perusahaan menggambarkan besar kecilnya suatu perusahaan yang dapat dinyatakan dengan total aktiva atau total penjualan bersih. Semakin besar total aktiva maupun penjualan maka semakin besar pula ukuran perusahaan. Semakin besar aktiva maka semakin besar modal yang ditanam, sementara semakin banyak penjualan maka semakin banyak juga perputaran uang dalam perusahaan. Dengan demikian, ukuran perusahaan merupakan ukuran atau besarnya asset yang dimiliki oleh perusahaan. Ukuran perusahaan secara langsung mencerminkan tinggi rendahnya aktivitas operasi suatu perusahaan. Pada umumnya semakin besar suatu perusahaan maka akan semakin besar pula

aktivitasnya. Dengan demikian, ukuran perusahaan juga dapat dikaitkan dengan besarnya kekayaan yang dimiliki oleh perusahaan, Nisa Fidyati, 2003 (dalam Rahmawati, 2012).



Gambar 1
Rerangka Pemikiran

Pengembangan Hipotesis

Pengaruh arus kas bebas terhadap kebijakan utang

Arus kas bebas yaitu arus kas perusahaan yang dihasilkan dalam sebuah periode akuntansi, setelah membayar biaya operasi, dan pembiayaan yang diperlukan oleh perusahaan. Arus kas ini mencerminkan keuntungan atau kembalian bagi para penyedia modal, termasuk utang atau equity. Arus kas ini berperan penting dalam keputusan kebijakan utang perusahaan. Keputusan yang diambil harus memperhatikan arus kas yang ada di perusahaan, sehingga tidak terjadi penggunaan arus kas yang tidak dibutuhkan perusahaan. Indahningrum dan Handayani (2009) menemukan bukti bahwa arus kas bebas berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan utang. Artinya, semakin tinggi arus kas bebas yang ada di perusahaan maka perusahaan akan membagikan arus kas tersebut kepada pemegang saham. Jika perusahaan telah membagikan kepada pemegang saham, maka perusahaan akan menggunakan utang untuk pembiayaan operasional perusahaan sesuai kebutuhan. Kebijakan utang tersebut diambil agar dapat mengurangi konflik agensi antara manajemen dan pemegang saham. Berdasarkan

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

H₁ : Arus kas bebas berpengaruh positif terhadap kebijakan utang.

Pengaruh profitabilitas terhadap kebijakan utang

Menurut Masdupi, 2005 (dalam Yeniate dan Destriani, 2010) profitabilitas merefleksikan laba untuk pendanaan investasi, berdasarkan pendekatan *pecking order theory*, pilihan pertama dalam keputusan pendanaan adalah menggunakan *retained earning* kemudian menggunakan utang dan ekuitas. Perusahaan yang tingkat profitabilitasnya tinggi biasanya menggunakan utang dalam jumlah yang relatif sedikit karena tingkat pengembalian yang tinggi memungkinkan perusahaan untuk membiayai kegiatan operasionalnya dengan menggunakan dana yang dihasilkan oleh perusahaan (dana internal). Hal ini sesuai dengan *pecking order theory* yang menyatakan bahwa perusahaan lebih cenderung memilih pendanaan yang berasal dari internal perusahaan yang bersumber dari aliran kas dan laba ditahan dari pada yang berasal dari eksternal perusahaan. Semakin tinggi profit yang diperoleh perusahaan, maka akan semakin kecil penggunaan utang yang digunakan dalam pendanaan perusahaan karena perusahaan dapat menggunakan *internal equity* yang diperoleh dari laba ditahan terlebih dahulu. Apabila kebutuhan dana belum tercukupi, perusahaan dapat menggunakan utang. Berdasarkan uraian tersebut, maka hipotesis yang dirumuskan adalah sebagai berikut:

H₂ : Profitabilitas berpengaruh negatif terhadap kebijakan utang.

Pengaruh ukuran perusahaan terhadap kebijakan utang

Mulianto (2011) menyatakan bahwa perusahaan besar cenderung memiliki pasar saham yang lebih luas sehingga penggunaan modal sendiri dalam struktur modal juga cukup besar. Pada kondisi dana internal tidak dapat mencukupi kebutuhan struktur modal perusahaan, berdasarkan pada *Pecking Order Theory*, perusahaan akan menggunakan opsi dana eksternal/ utang dalam memenuhi kebutuhan struktur modal perusahaan. Selain itu ukuran perusahaan juga sangat berpengaruh terhadap struktur modal, terutama berkaitan dengan kemampuan memperoleh pinjaman. Perusahaan besar lebih mudah memperoleh pinjaman karena nilai aktiva yang dijadikan jaminan lebih besar dan tingkat kepercayaan bank juga lebih tinggi. Selain itu semakin besar ukuran perusahaan maka semakin mudah pula perusahaan tersebut mendapatkan akses ke pasar modal yang memudahkan perusahaan tersebut mendapatkan dana dari pihak eksternal atau utang. Sebaliknya, jika perusahaan kecil hanya mempunyai aktivitas yang sedikit sehingga untuk operasional perusahaan dapat dipenuhi dengan dana sendiri.

Dengan demikian, ukuran perusahaan yang besar mencerminkan aktivitas perusahaan banyak, sehingga perusahaan dapat menggunakan hutang dalam mendanai aktivitas tersebut. Berdasarkan uraian tersebut, maka hipotesis yang diajukan untuk penelitian ini adalah sebagai berikut:

H₃ : Ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap kebijakan utang.

METODA PENELITIAN

Jenis Penelitian dan Gambaran dari Populasi (Objek) Penelitian

Jenis penelitian ini menggunakan penelitian kuantitatif berupa penelitian terhadap

masalah - masalah yang berupa fakta saat ini dari suatu populasi dengan cara menganalisis data - data sekunder. Proses penelitian ini adalah pengujian dan pembuktian terhadap hipotesis yang diajukan secara statistik terhadap variabel - variabel yang diteliti. Populasi merupakan sekelompok orang, kejadian, atau segala sesuatu yang memiliki karakteristik tertentu. Populasi yang akan digunakan dalam penelitian ini adalah terdiri atas perusahaan manufaktur di sektor barang konsumsi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia mulai tahun 2012 sampai dengan tahun 2014.

Teknik Pengambilan Sampel

Metode pengambilan sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah metode *purposive sampling* dengan tujuan untuk mendapatkan sampel yang representatif sesuai dengan kriteria yang ditentukan. Metode *purposive sampling* adalah teknik pengambilan sampel dengan pertimbangan tertentu. Pengambilan sampel dalam penelitian ini menggunakan kriteria sebagai berikut:

Tabel 1
Proses Pemilihan Sampel

No	Kriteria Pengambilan Sampel	Jumlah
1	Perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama tahun 2012 - 2014	142
2	Perusahaan manufaktur bukan sektor barang konsumsi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama tahun 2012 - 2014	(103)
3	Perusahaan manufaktur sektor barang konsumsi yang terdaftar di bursa efek Indonesia selama tahun 2012 - 2014	39
4	Perusahaan manufaktur sektor barang konsumsi yang mengalami kerugian selama tahun 2012 - 2014	(12)
Perusahaan Manufaktur yang memenuhi kriteria sampel		27

Sumber: Galeri Investasi Bursa Efek Indonesia STIESIA Surabaya (diolah)

Penelitian ini menggunakan perusahaan manufaktur di sektor barang konsumsi sebagai sampel dengan periode pengamatan 2012 - 2014, perusahaan yang memenuhi kriteria sampel sebanyak 27 perusahaan.

Teknik Pengumpulan Data

Teknik pengumpulan data merupakan bagian dari proses pengujian data yang hasilnya digunakan sebagai bukti yang memadai untuk menarik kesimpulan. Dalam rangka untuk mendapatkan data dan informasi untuk penyusunan penelitian, teknik pengumpulan data melalui sumber data sekunder, yaitu teknik pengumpulan data dengan cara memanfaatkan laporan keuangan tahunan perusahaan manufaktur di Pojok Bursa Efek Indonesia STIESIA Surabaya dari tahun 2012 - 2014 maupun dari *website* Bursa Efek Indonesia.

Variabel dan Definisi Operasional Variabel

Variabel yang digunakan dalam penelitian ini adalah variabel terikat berupa kebijakan utang, dan variabel bebas berupa arus kas bebas, profitabilitas dan ukuran perusahaan.

Kebijakan hutang adalah tindakan manajemen perusahaan yang akan mendanai operasional perusahaan dengan menggunakan modal yang berasal dari hutang

(Karinaputri, 2012). Dalam penelitian ini ukuran kebijakan hutang diukur menggunakan *proxy Debt Equity Ratio* (DER). *Debt Equity Ratio* dirumuskan sebagai berikut:

$$DER = \frac{\text{Total Utang}}{\text{Total Modal}}$$

Arus kas bebas merupakan arus kas aktual yang didistribusikan kepada investor sesudah perusahaan melakukan semua investasi dan modal kerja yang diperlukan untuk menjaga kelangsungan operasionalnya. Arus kas bebas dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$FCF = CFO - CFI$$

Keterangan:

FCF = *free cash flow*/ arus kas bebas

CFO = *cash flow from operations*/ arus kas operasi

CFI = *cash flow from investasion*/ arus kas investasi

Profitabilitas mengukur efektivitas perusahaan dengan keseluruhan dana yang ditanamkan dalam aktiva yang akan digunakan untuk operasi perusahaan dan menghasilkan keuntungan (Munawir, 2004). Dalam penelitian ini tingkat profitabilitas diukur menggunakan rasio *return on assets* (ROA) karena ROA bersifat menyeluruh dan komprehensif. Rasio ini mengukur efektivitas perusahaan dengan keseluruhan dana yang ditanamkan dalam aktiva yang akan digunakan untuk operasi perusahaan dan menghasilkan keuntungan. Profitabilitas dihitung dengan dirumuskan (Brigham dan Houston, 2006), yaitu:

$$ROA = \frac{\text{Laba Bersih Setelah Pajak}}{\text{Total Asset}}$$

Ukuran perusahaan mencerminkan besar kecilnya perusahaan yang tampak dalam nilai total aset perusahaan pada neraca akhir tahun (Sujoko dan Soebiantoro, 2007). Aset menunjukkan aktiva yang digunakan untuk aktivitas operasional perusahaan. Ukuran perusahaan dapat dirumuskan sebagai berikut (Soesetio, 2008):

$$Size = Ln (\text{Total aktiva})$$

Teknik Analisis Data

Analisis statistik deskriptif disajikan dengan menggunakan table statistik deskriptif yang memaparkan nilai minimum, nilai maksimum, nilai rata - rata (*mean*), dan standar deviasi (*standard deviation*).

Analisis regresi berganda digunakan untuk mengetahui signifikan tidaknya pengaruh variabel bebas yaitu arus kas bebas, profitabilitas dan ukuran perusahaan terhadap variabel terikat yaitu kebijakan utang. Persamaan fungsinya dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$KU = \alpha + \beta_1AKB + \beta_2P + \beta_3UP + e$$

keterangan

KU : kebijakan utang

AKB : arus kas bebas

P : profitabilitas

UP : ukuran perusaha

$\beta_1, \beta_2, \beta_3$: koefisien regresi

α : konstanta

e : standar eror

Uji Asumsi Klasik

Uji normalitas adalah untuk menguji apakah dalam model regresi, variabel pengganggu atau residual memiliki distribusi normal (Ghozali, 2013). Model regresi yang baik adalah memiliki distribusi data normal atau mendekati normal. Untuk menguji apakah distribusi data normal atau tidak, maka dapat dilakukan analisis grafik atau dengan melihat *normal probability plot* yang membandingkan distribusi kumulatif dan distribusi normal. Distribusi normal akan membentuk satu garis lurus diagonal, dan plotting data residual akan dibandingkan dengan garis normal. Jika distribusi data residual normal, maka garis yang menggambarkan data sesungguhnya akan mengikuti garis diagonal. Untuk mendeteksi normalitas data dapat juga dilakukan dengan uji *Kolmogorov-Smirnov* (Ghozali, 2005). Hal ini dilakukan dengan cara menentukan terlebih dahulu hipotesis pengujian yaitu, H_0 : data terdistribusi secara normal dan H_1 : data tidak terdistribusi secara normal. Apabila nilai signifikansi yang dihasilkan dari uji *Kolmogorov-Smirnov* menunjukkan hasil kurang dari 0,05 maka H_0 ditolak dan H_1 diterima. Demikian juga sebaliknya apabila nilai signifikansi lebih dari 0,05 maka H_0 diterima dan H_1 ditolak.

Uji multikolinearitas adalah untuk menguji apakah model regresi ditemukan adanya korelasi antar variabel bebas (Ghozali, 2006). Model regresi yang baik seharusnya tidak terjadi korelasi di antara variabel bebas. Jika variabel bebas saling berkorelasi, maka variabel - variabel ini tidak *ortogonal*. Variabel *ortogonal* adalah variabel bebas yang nilai korelasi antar sesama variabel bebas sama dengan nol. Berdasarkan Santoso (2009), pedoman suatu model regresi yang bebas dari multikolinearitas adalah 1) mempunyai nilai VIF disekitar angka 1; 2) mempunyai angka TOLERANCY mendekati 1; 3) koefisien korelasi antar variabel bebas haruslah lemah (di bawah 0,5). Jika korelasi kuat, maka terjadi masalah multikolinearitas.

Uji autokorelasi adalah untuk menguji apakah dalam suatu model regresi linier ada korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode t dengan kesalahan pada periode $t-1$ (sebelumnya). Jika terjadi korelasi maka dinamakan ada problem autokorelasi. Model regresi yang baik adalah regresi yang bebas dari autokorelasi berdasarkan Ghozali (2006). Berdasarkan Santoso (2009), untuk mendeteksi adanya autokorelasi bisa dilihat pada tabel D-W (*Durbin-Watson*) dan secara umum bisa diambil patokan yaitu 1) angka D-W dibawah -2 berarti ada autokorelasi positif; 2) angka D-W diantara -2 sampai +2, berarti tidak ada autokorelasi; 3) angka D-W diatas +2 berarti ada auto korelasi negatif.

Uji heteroskedastisitas adalah untuk menguji apakah dalam model regresi ketidaksamaan *variance* dari residual satu pengamatan ke pengamatan lain (Ghozali, 2013). Jika *variance* dari residual suatu pengamatan ke pengamatan lain tetap, maka disebut homokedastisitas dan jika berbeda disebut heteroskedastisitas. Model regresi yang baik adalah yang Homokedastisitas atau tidak terjadi Heteroskedastisitas. Mendeteksi adanya heterokedastisitas dapat dilihat dari gambar *scatterplots* yang membentuk pola tertentu, seperti titik-titik yang ada membentuk pola tertentu yang teratur (bergelombang, melebar kemudian menyempit). Sebaliknya, apabila gambar *scatterplots* tidak menunjukkan ada pola yang jelas, serta titik-titik menyebar diatas dan di bawah angka 0 pada sumbu Y, maka heterokedastisitas tidak terdeteksi. Selain itu, untuk menguji heterokedastisitas juga dilakukan uji Glesjer. Cara bekerja uji Glesjer adalah dengan meregres nilai absolut residual terhadap variabel independen, Gujarati (dalam Ghozali, 2011). Jika variabel independen signifikan secara statistik mempengaruhi variabel dependen, maka ada indikasi terjadi heterokedastisitas.

Uji Hipotesis

Koefisien determinasi (R^2) pada intinya mengukur seberapa jauh kemampuan model

dalam menerangkan variasi variabel dependen (Ghozali, 2013).

Uji F (*Goodness of Fit*) digunakan untuk melihat signifikansi model yang digunakan dalam penelitian berdasarkan Ferdinand (2006). Kriteria pengujian yaitu 1) jika $Sig > (\alpha) 0,05$, maka model regresi yang dihasilkan tidak baik (tidak layak) untuk digunakan pada analisis selanjutnya; 2) jika $Sig < (\alpha) 0,05$, maka model regresi yang dihasilkan baik (layak) dan dapat digunakan untuk analisis selanjutnya.

Uji statistik t (*t-test*) pada dasarnya menunjukkan seberapa jauh pengaruh satu variabel bebas secara individual dalam menerangkan variabel terikat berdasarkan Ghozali (2006). Adapun kriteria uji statistik t dengan tingkat signifikansi $\alpha = 5\%$, yaitu 1) H_0 diterima apabila $t > 0,05$ (5%), hal ini menunjukkan koefisien regresi tidak signifikan dan secara parsial variabel bebas tersebut tidak berpengaruh signifikan terhadap variabel terikat; 2) H_0 ditolak apabila $t < 0,05$ (5%), hal ini menunjukkan koefisien regresi signifikan dan secara parsial variabel bebas tersebut tidak berpengaruh signifikan terhadap variabel terikat.

ANALISIS DAN PEMBAHASAN

Analisis Statistik Deskriptif

Berikut tabel 2 yang menjelaskan tentang hasil pengujian statistik dalam penelitian ini.

Tabel 2
Hasil Pengujian Statistik Deskriptif

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
Kebijakan Utang	81	,07	3,03	,7859	,57174
Arus Kas Bebas	81	-,20	,93	,2237	,17840
Profitabilitas	81	,01	,67	,1475	,12759
Ukuran Perusahaan	81	20,16	32,09	27,9211	2,69857

Sumber: Hasil olahan SPSS

Pada variabel kebijakan utang dapat diketahui bahwa nilai minimum sebesar 0,07 dan nilai maksimum sebesar 3,03. Hal ini menunjukkan bahwa besarnya kebijakan utang pada sampel penelitian ini berkisar antara 0,07 sampai 3,03 dengan rata - rata (*mean*) 0,7859 pada standar deviasi sebesar 0,57174. Pada variabel arus kas bebas dapat diketahui bahwa nilai minimum sebesar -0,20 dan nilai maksimum sebesar 0,93. Hal ini menunjukkan bahwa besarnya kebijakan utang pada sampel penelitian ini berkisar antara -0,20 sampai 0,93 dengan rata - rata (*mean*) 0,2237 pada standar deviasi sebesar 0,17840. Pada variabel profitabilitas dapat diketahui bahwa nilai minimum sebesar 0,01 dan nilai maksimum sebesar 0,67. Hal ini menunjukkan bahwa besarnya profitabilitas pada sampel penelitian ini berkisar antara 0,01 sampai 0,67 dengan rata - rata (*mean*) 0,1475 pada standar deviasi sebesar 0,12759. Pada variabel ukuran perusahaan dapat diketahui bahwa nilai minimum sebesar 20,16 dan nilai maksimum sebesar 32,09. Hal ini menunjukkan bahwa besarnya ukuran perusahaan pada sampel penelitian ini berkisar antara 20,16 sampai 32,09 dengan rata - rata (*mean*) 27,9211 pada standar deviasi sebesar 2,69857.

Analisis Regresi Berganda

Hasil analisis regresi linier berganda yang nampak pada Tabel 3.

Tabel 3
Hasil Analisis Regresi Berganda

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	sig.
	B	Std. Error	Beta		
	1 (Constant)	-1,039	,621		
Arus Kas Bebas	1,274	,515	,398	2,474	,016
Profitabilitas	-,433	,722	-,097	-,600	,550
Ukuran Perusahaan	,057	,022	,271	2,615	,011

Sumber: Hasil olahan SPSS

Berdasarkan hasil analisis persamaan regresi berganda pada Tabel 3 maka dapat diketahui persamaan regresi berganda adalah sebagai berikut:

$$KU = \alpha + \beta_1AKB + \beta_2P + \beta_3UP + e$$

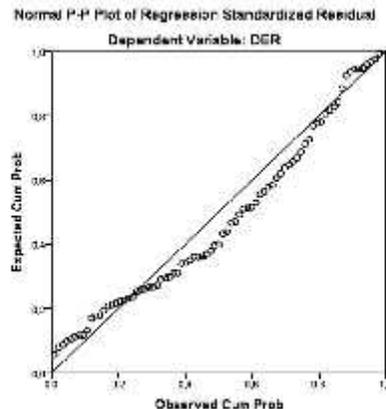
Dimana, $KU = -1,039 + 1,274AKB + (-0,433P) + 0,057UP + e$

Menurut hasil persamaan regresi di atas dapat dijelaskan sebagai berikut:

Konstanta (α) pada persamaan regresi berganda tersebut menunjukkan arah hubungan negatif (berlawanan arah). Hal tersebut menunjukkan bahwa jika variabel independen dianggap konstan, maka rata-rata kebijakan utang akan turun. Arus kas bebas menunjukkan arah hubungan positif (searah) antara arus kas bebas dengan kebijakan utang. Nilai tersebut berarti semakin tinggi arus kas bebas maka akan diikuti dengan kenaikan kebijakan utang. Profitabilitas menunjukkan arah hubungan negatif (berlawanan arah) antara profitabilitas dengan kebijakan utang. Nilai tersebut berarti semakin tinggi profitabilitas maka akan diikuti dengan penurunan kebijakan utang. Ukuran perusahaan menunjukkan arah hubungan positif (searah) antara ukuran perusahaan dengan kebijakan utang. Nilai tersebut berarti semakin besar ukuran perusahaan maka akan diikuti dengan kenaikan kebijakan utang.

Uji Asumsi Klasik

Uji normalitas



Sumber: Hasil olahan SPSS

Gambar 2
Grafik Normal Probability Plot

Jika data menyebar disekitar garis diagonal dan mengikuti garis diagonal, maka model regresi memenuhi asumsi normalitas. Hasil dari uji normalitas dengan menggunakan grafik dapat dilihat pada gambar 2 diatas.

Cara selanjutnya yang dipakai oleh peneliti adalah dengan uji *Kolmogorov-Smirnov* (1-Sample *KS*), yaitu dengan melihat nilai signifikansi residual. Nilai residual terstandarisasi berdistribusi normal jika $K \text{ hitung} < K \text{ tabel}$ atau nilai $\text{Sig.} > \alpha$ (0,05) (Suliyanto, 2011:75). Hasil uji *Kolmogorov-Smirnov* (1-Sample *KS*) dapat dilihat pada tabel 4. Hasil data pengamatan dalam penelitian ini telah teruji terdistribusi normal, hal ini dapat dilihat dari hasil pengujian yang menunjukkan nilai $K \text{ hitung}$ sebesar 0,984 dengan nilai signifikansi sebesar 0,288 karena nilai signifikansi diatas 0,05 maka dapat dikatakan nilai residual terstandarisasi berdistribusi normal.

Tabel 4
Hasil Uji Kolmogorov-Smirnov (1-Sample KS)

		Standardized Residual
N		81
Normal Parameters ^{a,b}	Mean	0E-7
	Std. Deviation	,98107084
	Most Extreme Differences	
	Absolute	,109
	Positive	,109
	Negative	-,061
Kolmogorov-Smirnov Z		,984
Asymp. Sig. (2-tailed)		,288

Sumber: Hasil olahan SPSS

Uji multikolenieritas

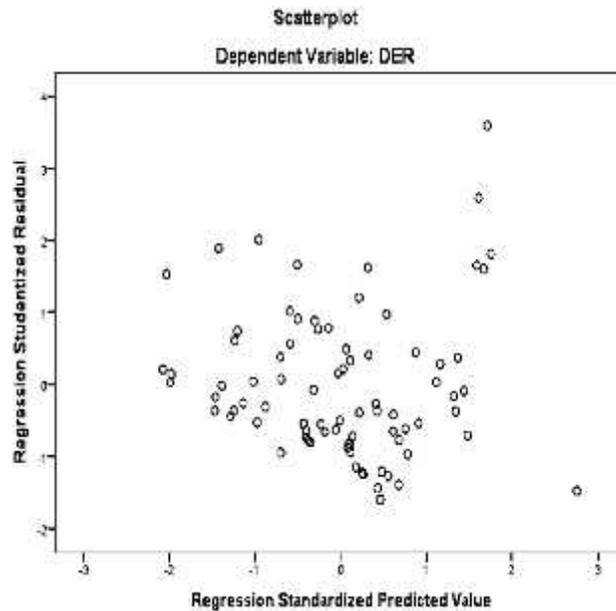
Tabel 5
Hasil Uji Multikolinieritas

Model		Collinearity Statistics	
		Tolerance	VIF
1	Arus Kas Bebas	,406	2,465
	Profitabilitas	,404	2,476
	Ukuran Perusahaan	,974	1,027

Sumber: Hasil olahan SPSS

Tabel 5 menunjukkan bahwa nilai *tolerance* dari variabel Arus Kas Bebas, Profitabilitas dan Ukuran Perusahaan lebih besar dari 0,10 sedangkan nilai $VIF < 10$. Berdasarkan hasil tersebut dapat disimpulkan bahwa variabel independen yang digunakan dalam model regresi penelitian ini adalah terbebas dari multikolinieritas, dengan kata lain dapat dipercaya dan obyektif.

Uji heteroskedastisitas



Sumber: Hasil olahan SPSS

Gambar 3
Hasil Pengujian Heteroskedastisitas

Berdasarkan tampilan pada grafik *scatterplot* terlihat bahwa plot menyebar secara acak di atas maupun di bawah angka 0 pada sumbu Y dan tidak membentuk pola tertentu, sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi gejala heteroskedastisitas dalam model regresi.

Uji Autokorelasi

Tabel 6
Hasil Uji Statistik Autokorelasi

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,440 ^a	,193	,162	,52337	1,174

Sumber: Hasil olahan SPSS

Berdasarkan hasil pengujian pada Table 6 untuk mendeteksi adanya autokorelasi dapat dilakukan dengan menggunakan angka *Durbin Watson*. Dari hasil tersebut menunjukkan bahwa angka *Durbin Watson* sebesar 1,174. Nilai tersebut berada diantara -2 sampai +2 atau $-2 \leq DW \leq +2$, sehingga dapat disampaikan bahwa dalam penelitian ini tidak terjadi autokorelasi.

Uji Hipotesis

Uji koefisien determinasi (R^2)

Hasil perhitungan pengujian koefisien determinasi nampak pada Tabel 7.

Tabel 7
Hasil Uji Koefisien Determinasi (R²)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,440 ^a	,193	,162	,52337

Sumber: Hasil olahan SPSS

Berdasarkan hasil perhitungan dari Tabel 7 nilai adjusted R² sebesar 0,162 atau 16,2% yang menunjukkan kontribusi dari variabel bebas terdiri atas arus kas bebas, profitabilitas dan ukuran perusahaan secara bersama-sama terhadap kebijakan utang. Sedangkan sisannya (100% - 16,2% = 83,8%) dikontribusikan oleh faktor lainnya.

Uji F (*Goodness of Fit*)

Hasil dari uji kelayakan model nampak pada Tabel 8.

Tabel 8
Hasil Uji Kelayakan Model

Model		Sum of Squares	Df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	5,060	3	1,687	6,157	,001 ^b
	Residual	21,091	77	,274		
	Total	26,151	80			

a. Dependent Variable: Kebijakan Utang

b. Predictors: (Constant), Ukuran Perusahaan, Arus Kas Bebas, Profitabilitas

Sumber: Hasil olahan SPSS

Berdasarkan Tabel 8 didapat tingkat signifikan nilai uji F hitung sebesar 6,157 dengan menggunakan tingkat signifikansi $\alpha = 0,05$, maka model penelitian ini dapat dikatakan layak karena dengan hasil perhitungan bahwa nilai sig $0,001 < 0,05$ sehingga dapat disimpulkan bahwa model penelitian ini layak untuk digunakan sebagai model regresi.

Uji statistik t (*t-test*)

Hasil pengujian yang telah dilakukan akan tampak dalam Tabel 9 berikut:

Tabel 9
Hasil Uji Statistik t

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	sig.
		B	Std. Error			
1	(Constant)	-1,039	,621		-1,673	,098
	Arus Kas Bebas	1,274	,515	,398	2,474	,016
	Profitabilitas	-,433	,722	-,097	-,600	,550
	Ukuran Perusahaan	,057	,022	,271	2,615	,011

Sumber: Hasil olahan SPSS

Berdasarkan Tabel 9 diatas, maka dapat dijelaskan dan dipaparkan hasilnya yaitu, 1) arus kas bebas mempunyai nilai t sebesar 2,474 dengan nilai signifikansi sebesar 0,016 dan nilai koefisien regresi (β) sebesar 1,274. Berdasarkan hasil tersebut dapat dikatakan bahwa nilai signifikansi arus kas bebas lebih kecil dari pada nilai taraf ujinya ($0,016 < 0,05$), maka H_0 ditolak H_1 diterima. Hal ini berarti variabel arus kas bebas berpengaruh positif terhadap kebijakan utang; 2) profitabilitas mempunyai nilai t sebesar -0,600 dengan nilai signifikansi sebesar 0,550 dan nilai koefisien regresi (β) sebesar -0,433. Berdasarkan hasil tersebut dapat dikatakan bahwa nilai signifikansi profitabilitas lebih besar dari pada nilai taraf ujinya ($0,550 > 0,05$), maka H_0 diterima H_2 ditolak. Hal ini berarti variabel profitabilitas tidak berpengaruh negatif terhadap kebijakan utang; 3) ukuran perusahaan mempunyai nilai t sebesar 2,615 dengan nilai signifikansi sebesar 0,011 dan nilai koefisien regresi (β) sebesar 0,057. Berdasarkan hasil tersebut dapat dikatakan bahwa nilai signifikansi ukuran perusahaan lebih kecil dari pada nilai taraf ujinya ($0,011 < 0,05$), maka H_0 ditolak H_3 diterima. Hal ini berarti variabel ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap kebijakan utang.

Pembahasan

Pengaruh arus kas bebas terhadap kebijakan utang

Variabel arus kas bebas berpengaruh terhadap kebijakan utang dengan nilai signifikansi $0,016 < 0,05$, yang berarti nilai signifikansi 0,016 lebih kecil dari 0,05. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa H_1 yaitu arus kas bebas berpengaruh positif terhadap kebijakan utang.

Arus kas dapat digunakan untuk pembelanjaan modal dengan orientasi pertumbuhan, pembayaran utang dan pembayaran kepada pemegang saham dalam bentuk deviden. Jensen, 1986 (dalam Wardani dan Siregar, 2009) mendefinisikan aliran kas bebas sebagai kelebihan kas yang diperlukan untuk mendanai semua proyek yang memiliki nilai bersih sekarang positif. Aliran kas bebas mencerminkan keleluasaan perusahaan dalam melakukan investasi tambahan, hal tersebut sesuai dengan *pecking order theory* dimana perusahaan akan memilih menggunakan dana internal terlebih dahulu untuk memenuhi kebutuhan pendanaannya dari pada utang. Semakin besar arus kas bebas yang tersedia dalam suatu perusahaan maka semakin sehat perusahaan tersebut karena memiliki kas yang tersedia untuk investasi tambahan, pembayaran utang dan deviden. Damayanti (2006) arus kas mempunyai hubungan yang positif dengan kebijakan utang karena arus kas bebas dianggap menggambarkan kas yang tersedia setelah memenuhi semua komitmen atau tanggung jawab yang ada, yaitu keperluan pembayaran untuk melanjutkan operasi (termasuk pembayaran utang lancar, investasi kembali modal regular untuk mempertahankan aktivitas operasi lancar). Semakin tinggi nilai arus kas bebasnya semakin tinggi pula aktivitas yang akan menaikkan nilai perusahaan yang berkaitan dengan penggunaan kebijakan utang. Penelitian tersebut juga didukung oleh hasil penelitian yang dilakukan oleh Indahningrum dan Handayani (2009), Setiana dan Sibagariang (2013), dan Faisal (2004) menyatakan bahwa arus kas bebas berpengaruh positif terhadap kebijakan utang.

Pengaruh profitabilitas terhadap kebijakan utang

Variabel profitabilitas tidak berpengaruh terhadap kebijakan utang dengan nilai signifikansi $0,550 > 0,05$, yang berarti nilai signifikansi 0,550 lebih besar dari 0,05. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa H_2 yaitu profitabilitas tidak berpengaruh negatif terhadap kebijakan utang.

Berdasarkan hasil penelitian ini ternyata peningkatan profitabilitas perusahaan manufaktur sektor barang konsumsi tidak selalu menurunkan kebijakannya. Hal ini menunjukkan bahwa ada perusahaan yang profitabel semakin rendah penggunaan utang karena perusahaan

yang memiliki profitabilitas tinggi mempunyai dana internal yang besar, sehingga akan lebih menyukai menggunakan dana internal dari keuntungan (laba ditahan) dari pada dana eksternal. Hal tersebut sesuai dengan *the pecking order theory* yang menjelaskan urutan - urutan dalam memilih sumber pendanaan. Berdasarkan *the pecking order theory* para manajer pertama kali akan memilih dana internal seperti laba ditahan, utang dan penerbitan saham sebagai pilihan terakhir (Mamduh, 2004). Tetapi pada kenyataannya perusahaan tidak bisa menghindari penggunaan utang untuk sumber pendanaannya karena perusahaan memerlukan dana yang besar untuk tambahan investasi dan sebaliknya dengan tingkat profitabilitas yang tinggi artinya perusahaan mampu menghasilkan keuntungan yang lebih besar dari modal yang diinvestasikan pada aktivitya, dapat memberikan kemudahan dalam memperoleh kepercayaan kreditur untuk meminjamkan dana pada perusahaan. Kondisi tersebut kemungkinan disebabkan semakin tinggi profitabilitas yang dimiliki perusahaan, manajemen semakin yakin dengan kemampuannya untuk mencapai kinerja yang optimal sehingga mampu membayar utang jangka panjangnya. Penelitian tersebut juga didukung oleh hasil penelitian yang dilakukan oleh Kurniati (2007) menyatakan bahwa profitabilitas tidak berpengaruh negatif terhadap kebijakan utang. Tetapi tidak mendukung penelitian yang diteliti oleh Indahningrum dan Handayani (2009) menyatakan bahwa profitabilitas berpengaruh positif terhadap kebijakan utang.

Pengaruh ukuran perusahaan terhadap kebijakan utang

Variabel ukuran perusahaan berpengaruh terhadap kebijakan utang dengan nilai signifikansi $0,011 < 0,05$, yang berarti nilai signifikansi 0,011 lebih kecil dari 0,05. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa H_3 yaitu ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap kebijakan utang.

Perusahaan yang berukuran besar akan memerlukan sumber dana eksternal yang lebih besar dibandingkan dengan perusahaan kecil sehingga kemampuan untuk berhutang juga lebih besar. Besarnya ukuran perusahaan dapat mempengaruhi kemudahan suatu perusahaan dalam memperoleh sumber pendanaan baik eksternal maupun internal. Perusahaan - perusahaan besar memiliki utang yang tinggi karena memiliki kemudahan untuk mengakses kepada pihak ketiga atau kreditur, hal ini bisa dikatakan sebagai akibat dari *size effect*. Di sisi lain, perusahaan kecil secara umum tidak memiliki posisi yang kuat terhadap persoalan utang, karena kapabilitasnya terhadap pinjaman dibatasi. Perusahaan yang memiliki ukuran besar akan menarik bagi investor untuk membeli saham perusahaan tersebut karena tingkat keamanan perusahaan tersebut akan relatif lebih terjaga dan perusahaan telah dikenal secara luas. *Signaling theory* memperlihatkan dimana perusahaan yang memiliki ukuran yang besar menunjukkan perusahaan mengalami perkembangan, selain itu ukuran perusahaan yang besar menunjukkan kondisi yang stabil terutama di dalam *return* pengembalian saham untuk investor lebih tinggi. Hal ini akan direspon positif oleh investor dan membuat harga saham perusahaan meningkat sehingga akan meningkatkan nilai perusahaan (Sujoko dan Soebiantoro, 2007). Kemudian perusahaan besar memiliki keuntungan aktivitas serta lebih dikenal oleh publik dibandingkan dengan perusahaan kecil sehingga kebutuhan utang perusahaan yang besar akan lebih tinggi dari perusahaan kecil. Selain itu, semakin besar ukuran perusahaan maka perusahaan semakin transparan dalam mengungkapkan kinerja perusahaan kepada pihak luar, dengan demikian perusahaan semakin mudah mendapatkan pinjaman karena semakin dipercaya oleh kreditur. Oleh karena itu, semakin besar ukuran perusahaan, aktiva yang didanai dengan utang akan semakin besar pula (Mulianto, 2011). Berdasarkan hal tersebut maka dapat dinyatakan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap kebijakan utang. Penelitian tersebut juga didukung oleh hasil penelitian yang dilakukan oleh Faisal (2004) dan

Milanto (2011) menyatakan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap kebijakan utang.

SIMPULAN DAN SARAN

Simpulan

Dari hasil penelitian dan pembahasan yang digunakan sesuai dengan tujuan hipotesis yang dilakukan dengan analisis regresi berganda. Berdasarkan hasil analisis dan pembahasan yang telah dikemukakan, maka dapat diambil kesimpulan antara lain, 1) berdasarkan hasil uji kelayakan model diketahui bahwa arus kas bebas, profitabilitas, dan ukuran perusahaan layak digunakan penelitian terhadap kebijakan utang; 2) arus kas bebas berpengaruh positif terhadap kebijakan utang. Berdasarkan hasil output dari regresi yang telah dikelolah dalam SPSS menunjukkan bahwa hipotesis pertama dari variabel independen yaitu variabel arus kas bebas memiliki pengaruh positif terhadap kebijakan utang dengan nilai $sig\ 0,016 < 0,05$, yang berarti nilai $sig\ 0,016$ lebih kecil dari $0,05$. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa H_1 yaitu arus kas bebas berpengaruh positif terhadap kebijakan utang; 3) profitabilitas tidak berpengaruh negatif terhadap kebijakan utang. Berdasarkan hasil output dari regresi yang telah dikelolah dalam SPSS menunjukkan bahwa hipotesis kedua dari variabel independen yaitu variabel profitabilitas memiliki pengaruh negatif terhadap kebijakan utang dengan nilai $sig\ 0,550 > 0,05$, yang berarti nilai $sig\ 0,550$ lebih besar dari $0,05$. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa H_2 yaitu profitabilitas tidak berpengaruh negatif terhadap kebijakan utang; 4) ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap kebijakan utang. Berdasarkan hasil output dari regresi yang telah dikelolah dalam SPSS menunjukkan bahwa hipotesis ketiga dari variabel independen yaitu variabel ukuran perusahaan memiliki pengaruh positif terhadap kebijakan utang dengan nilai $sig\ 0,011 < 0,05$, yang berarti nilai $sig\ 0,011$ lebih kecil dari $0,05$. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa H_3 yaitu ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap kebijakan utang.

Saran

Berdasarkan penelitian yang dilakukan, maka ada saran yang bisa disampaikan peneliti antara lain, 1) bagi perusahaan dalam pengambilan kebijakan utang manajemen perusahaan sebaiknya memperhatikan variabel ukuran perusahaan karena perusahaan yang sudah berukuran besar dapat lebih meningkatkan ukuran perusahaannya misal dengan membuka cabang - cabang perusahaan dengan memanfaatkan kepercayaan kreditur dengan pengelolaan yang lebih baik sehingga perusahaan dapat meningkatkan kepercayaan kreditur dan menjadi daya tarik bagi investor. Profitabilitas, perusahaan lebih meningkatkan profitabilitas sehingga dapat meningkatkan kepercayaan dari pihak eksternal; 2) bagi investor sebaiknya memperhatikan variabel - variabel yang mempengaruhi kebijakan utang yang memiliki hasil positif dalam penelitian ini yaitu arus kas bebas dan ukuran perusahaan yang dapat dijadikan sebagai pertimbangan bagi investor dalam pengambilan keputusan mengenai investasi dan penggunaan kebijakan utang yang optimal agar tercapai tujuan perusahaan yaitu meningkatkan kesejahteraan pemegang saham; 3) bagi penelitian selanjutnya akan lebih baik jika memperluas obyek penelitian seperti seluruh perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia serta memperpanjang periode pengamatan dan menambah variabel yang dapat mempengaruhi kebijakan utang yang tidak terbatas hanya menggunakan variabel yang ada dalam penelitian ini. Variabel lain yang diduga dapat mempengaruhi kebijakan utang, seperti: kebijakan dividen, pertumbuhan perusahaan, kepemilikan manajerial, resiko bisnis, dan keadaan pasar modal.

DAFTAR PUSTAKA

- Brigham, E. F., dan L. C. Gapenski. 1996. *Intermediate Finance Management. Harbor Drive : The Dryden Press*. Erlangga. Jakarta.
- Damayanti, J. 2006. Analisis Pengaruh Free Cash Flow dan Struktur Kepemilikan Saham Terhadap Kebijakan Hutang Pada Perusahaan Manufaktur Di Indonesia. *Skripsi*. Universitas Islam Indonesia. Yogyakarta.
- _____, dan J.F. Houston. 2001. *Manajemen Keuangan*. Edisi 8. Erlangga. Jakarta.
- _____. 2006. *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*. Penerbit Salemba Empat. Jakarta.
- Faisal, M. 2004. Analisis Pengaruh *Free Cash Flow*, Set Kesempatan Investasi, Kepemilikan Manajerial, dan Ukuran Perusahaan Terhadap Hutang Studi Empiris Pada Perusahaan-perusahaan Sektor Industri Manufaktur di Bursa Efek Jakarta. *Jurnal Magister Manajemen Universitas Diponegoro*. Semarang.
- Ferdinand, A. 2006. *Metode Penelitian Manajemen*. Edisi 2. BP Universitas Diponegoro. Semarang.
- Ghozali, I. 2006. *Aplikasi Analisis Multivariate dengan program IBM SPSS 19*. BP Undip. Semarang.
- _____. 2011. *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS*. Badan Penerbit Universitas Diponegoro. Semarang.
- _____. 2013. *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program IBM SPSS 21 Update PLS Regresi*. Badan Penerbit Universitas Diponegoro. Semarang.
- Hidayat, M. S. 2013. Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kebijakan Dividen, Struktur Aktiva, Pertumbuhan Penjualan, Dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Utang. *Jurnal Ilmu Manajemen Volume 1(1)*.
- Indahningrum, R. P., dan R. Handayani. 2009. Pengaruh Ukuran Perusahaan, Kepemilikan Institusional, Dividen, Pertumbuhan Perusahaan, *Free Cash Flow* dan Profitabilitas Terhadap Kebijakan Utang Perusahaan. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, Vol 11(3): 189-207.
- Jensen, M. C. 1986. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *American Economic Review*. Vol. 76(2): 323-329.
- Karinaputri, N. 2012. Analisis Pengaruh Kepemilikan Institusional, Kebijakan Dividen, Profitabilitas, dan Pertumbuhan Perusahaan Terhadap Kebijakan Hutang Studi Pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI Tahun 2008-2010. *Skripsi*. Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro.
- Kurniati, W. 2007. Pengaruh Struktur Kepemilikan Terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan (Studi Pada Perusahaan Textile/ Garment di Bursa Efek Jakarta). *Tesis*. Pasca Sarjana Universitas Diponegoro. Semarang.
- Mamduh, M. H. 2004. *Manajemen Keuangan*.. BPF. Yogyakarta.
- Mulianto, D. 2011. Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang: Studi Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia (BEI) Periode Tahun 2009-2011. *Tesis*. Universitas Diponegoro. Semarang.
- Munawir. 2004. *Analisa Laporan Keuangan*. Penerbit Liberty. Yogyakarta.
- Murni, S., dan Andriana. 2007. Pengaruh Insider Ownership, Institusional Investor, Dividend payments, dan Firm Growth Terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan (Studi Kasus pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta). *Jurnal Akuntansi dan Bisnis*. Vol. 1: 15-24.
- Myers, S. 1984. The Capital Structure Puzzle. *Journal of Finance*. 39: 575-592.
- Pithaloka, N. D. 2009. Pengaruh Faktor-Faktor Intern Perusahaan Terhadap Kebijakan Hutang: Dengan Pendekatan Pecking Order Theory. *Skripsi*. Ekonomi Universitas Lampung. Bandar Lampung.

- Rahmawati, A. N. 2012. Analisis Faktor Kebijakan Hutang yang Mempengaruhi Nilai Perusahaan Studi Pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI Periode 2006-2010. *Skripsi*. Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro. Semarang.
- Riyanto, B. 1995. *Dasar-dasar Pembelanjaan Perusahaan*. BPFE. Yogyakarta.
- Rodoni, A., dan Ali. 2014. *Manajemen Keuangan Modern*. Mitra Wacana Media. Jakarta.
- Santoso, S. 2009. *Panduan Lengkap Menguasai Statistik Dengan SPSS*. PT. Elex media Komputindo. Jakarta.
- Sartono, A. 2001. *Manajemen keuangan Teori dan Aplikasi*. BPFE. Yogyakarta.
- Setiana, E., dan Sibagariang. 2010. Pengaruh *Free Cash Flow* Dan Kepemilikan Manajerial Terhadap Kebijakan Utang Perusahaan Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Bursa Efek Indonesia (BEI). *Jurnal telaah Akuntansi*. Vol. 15 (1): 16-33.
- Soesetio, Y. 2008. Ukuran Perusahaan dan Instiusional, Kebijakan Dividen, Ukuran Perusahaan, Struktur Aktiva dan Profitabilitas terhadap Kebijakan Hutang. *Jurnal Keuangan dan Perbankan*, Vol. 12(3): 384-398.
- Sujoko dan U. Subiantoro. 2007. Pengaruh Struktur Kepemilikan Saham, *Leverage*, Faktor *Intern* dan Faktor *ekstern* terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan*. Vol 9(1): 47.
- Susanto, Y. K. 2011. Pengaruh Faktor-Faktor Intern Perusahaan Terhadap Kebijakan Hutang: Dengan Pendekatan Pecking Order Theory, *Jurnal Bisnis dan Akuntansi* Vol. 13(3): 195-210.
- Tampubolon, R. 2005. *Risk and System-Based Internal Auditing*, Edisi Pertama. PT.Elex Media Komputindo. Jakarta.
- Wahidahwati. 2002. Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Instiusional pada Kebijakan Hutang Perusahaan: sebuah Perspektif Theory Agency, *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, Vol.5(1): 1-16.
- White, G. I., Sondhi, A. C., dan Dov, F. 2003. *The Analysis and Use Of Financial Statements. Journal*. John Wiley and Sons, Inc. New York.
- Wardani, R. A. K. dan B. Siregar. 2009. Pengaruh Aliran Kas Bebas Terhadap Nilai Pemegang Saham Dengan Set Kesempatan Investasi dan Dividen Sebagai Variabel Moderator. *Jurnal Akuntansi dan Manajemen*. Vol. 20(3): 157-174.
- Yeniatie dan N. Destriana. 2010. Faktor-Faktor yang Memengaruhi Kebijakan Utang Pada Perusahaan Non Keuangan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, Vol. 12(1): 1-16.