

## FAKTOR-FAKTOR YANG MEMPENGARUHI KEBIJAKAN HUTANG PERUSAHAAN YANG TERDAFTAR DI BEI

Weka Natasia  
*weka.natasia@gmail.com*  
Wahidahwati

Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Indonesia (STIESIA) Surabaya

### ABSTRACT

*The purpose of this research is to test some factors which has influenced the debt policy in the manufacturing companies which are listed in Indonesia Stock Exchange (IDX) in the 2009-2013 periods. The samples are 83 manufacturing companies with sample selection characteristic which has been carried out by using the purposive sampling method. The multiple linear regressions analysis is used as the data analysis. The result of the research describes that free cash flow, managerial ownership, profitability, assets structure, retained earnings and liquidity have influence to the debt policy whereas the institutional ownership and company's growth does not have any significant influence to the debt policy.*

**Keywords:** *Determinant, Pecking Order Theory, Debt Policy*

### INTISARI

Penelitian ini bertujuan untuk menguji faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan hutang pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2009-2013. Sampel penelitian ini terdiri dari 83 perusahaan manufaktur dengan karakteristik pemilihan sampel menggunakan metode *purposive sampling*. Analisis data yang digunakan pada penelitian ini adalah analisis regresi linear berganda. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa *free cash flow, managerial ownership, profitabilitas, struktur aktiva, laba ditahan dan likuiditas* berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Sedangkan *institutional ownership* dan pertumbuhan perusahaan tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang.

Kata Kunci : *Determinan, pecking order theory, kebijakan hutang*

### PENDAHULUAN

#### Latar Belakang

Salah satu keputusan penting yang dihadapi oleh manajer dalam kaitannya dengan kelangsungan operasi perusahaan adalah keputusan pendanaan. Semakin tinggi tingkat pertumbuhan perusahaan akan cenderung membutuhkan dana yang lebih besar. Ada beberapa hal yang perlu dipertimbangkan manajer untuk melakukan keputusan dalam hal aktivitas pencairan dana. Menurut Wahidahwati (2002), keputusan dalam hal aktivitas pencairan dana (*financing decision*) dapat menimbulkan konflik antara pihak manajer dengan para pemegang saham. Dalam kaitannya dengan hal tersebut para manajer diharapkan dapat lebih bijaksana dalam melakukan keputusan pencairan dana perusahaan.

Konflik kepentingan antara para pemegang saham dengan pihak manajemen dapat diminimalkan dengan cara mensejajarkan kepentingan pemegang saham dengan pihak

manajemen. Jensen dan Meckling (dalam Indahningrum dan Handayani, 2009), menyatakan bahwa cara untuk mengatasi konflik keagenan yaitu dengan meningkatkan kepemilikan *insider* sehingga dapat mensejajarkan kepentingan pemilik dengan manajer. Selain itu hutang juga dapat dikategorikan sebagai salah satu alternatif sumber pendanaan yang dapat mengurangi risiko terjadinya konflik keagenan. Dengan hutang diharapkan dapat memaksa manajer menjadi lebih disiplin dan berhati-hati dalam penggunaannya. Wahidahwati (2002), menyatakan bahwa hutang akan menurunkan konflik keagenan dan menurunkan *excess cash flow* yang ada dalam perusahaan sehingga dapat menurunkan kemungkinan pemborosan oleh pihak manajemen. Beberapa penelitian telah melakukan pengujian terkait mengenai faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan hutang antara lain oleh Indahningrum dan Handayani (2009), Nasrizal dkk. (2010), Steven dan Lina (2011), Milanto (2012), Surya dan Rahayuningsih (2012), Hrdiningsih dan Oktaviani (2012). Dari penelitian tersebut diperoleh hasil yang berbeda-beda.

Nasrizal dkk. (2010), Hardiningsih dan Oktaviani (2012) menemukan bahwa kepemilikan manajerial tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan hutang perusahaan. Namun Indahningrum dan Handayani (2009) menemukan bahwa kepemilikan manajerial mempunyai pengaruh searah terhadap kebijakan hutang perusahaan (DER). Narita (2012) menemukan bahwa kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Sedangkan Indahningrum dan Handayani (2009), Nasrizal dkk. (2010) menemukan bahwa kepemilikan institusional memiliki pengaruh terhadap kebijakan hutang.

Indahningrum dan Handayani (2009) menemukan bahwa semakin tinggi profitabilitas maka akan semakin rendah kebijakan hutang perusahaan. Hal ini menggambarkan bahwa profitabilitas memiliki pengaruh yang tidak searah dengan kebijakan hutang. Nasrizal dkk. (2010) menemukan bahwa profitabilitas memiliki pengaruh secara signifikan dan memiliki arah positif, hasil tersebut mengindikasikan bahwa pada tingkat profitabilitas rendah maka perusahaan tidak akan menggunakan hutang untuk membiayai operasionalnya. Sedangkan Masdupi (2005) menyatakan bahwa profitabilitas tidak memiliki pengaruh terhadap kebijakan hutang.

Jensen (dalam Hardiningsih dan Oktaviani, 2012) menyatakan bahwa jika perusahaan berada pada kondisi pertumbuhan yang rendah maka *agency cost* akan muncul, sehingga seharusnya hutang akan diterbitkan. Penelitian Hardiningsih dan Oktaviani (2012), Indahningrum dan Handayani (2009) menemukan bahwa pertumbuhan perusahaan memiliki pengaruh negatif terhadap kebijakan hutang. Hasil serupa juga ditemukan oleh Steven dan Lina (2011). Yeniatie dan Destriana (2010) menjelaskan bahwa pertumbuhan perusahaan memiliki pengaruh positif terhadap kebijakan hutang.

Milanto (2012) menemukan bahwa proporsi penggunaan hutang perusahaan tidak dipengaruhi oleh pergerakan struktur asset perusahaan. Sedangkan penelitian Steven dan Lina (2011) menemukan bahwa struktur asset berpengaruh terhadap kebijakan hutang, hal ini disebabkan semakin tinggi jumlah *fixed asset* perusahaan dalam *total asset* akan mempermudah perusahaan untuk mendapatkan hutang karena *fixed asset* tersebut sudah digunakan sebagai jaminan untuk memperoleh hutang dari kreditur.

Indriani (2009) menemukan bahwa variabel laba ditahan memiliki pengaruh signifikan negatif terhadap *debt to equity ratio* (DER). Semakin besar laba ditahan yang dimiliki perusahaan akan memperbesar modal sendiri sehingga perusahaan akan cenderung menggunakan sumber dana intern daripada menggunakan hutang (Indriani, 2009). Hasil tersebut sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Hardiningsih dan Oktaviani (2012) yang menunjukkan bahwa laba ditahan memiliki pengaruh negatif terhadap kebijakan hutang. Berbeda dengan penelitian yang dilakukan Keister (dalam Hardiningsih dan Oktaviani, 2012) menyatakan struktur modal dalam masa transisi perekonomian china ditemukan laba ditahan berpengaruh signifikan positif terhadap DER.

Terkait dengan pentingnya suatu kebijakan utang dan adanya permasalahan keagenan serta hasil penelitian yang masih belum konsisten tersebut maka peneliti tertarik untuk menguji kembali mengenai bagaimana pengaruh *free cash flow*, *managerial ownership*, *institutional ownership*, pertumbuhan perusahaan, profitabilitas, struktur aktiva, laba ditahan dan likuiditas terhadap kebijakan hutang. Tujuan penelitian ini adalah untuk mengetahui faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan hutang perusahaan (*free cash flow*, *managerial ownership*, *institutional ownership*, profitabilitas, pertumbuhan perusahaan, struktur aktiva, laba ditahan, dan likuiditas)

## TINJAUAN TEORITIS DAN PERUMUSAN HIPOTESIS

### *Agency Theory*

Menurut Scott (1997:305) konsep *Agency theory* adalah hubungan atau kontrak antara *principal* dan *agent*, dimana *principal* adalah pihak yang memperkerjakan *agent* agar melakukan tugas untuk kepentingan *principal*, sedangkan *agent* adalah pihak yang menjalankan kepentingan *principal*. Dari konsep tersebut dapat disimpulkan bahwa *agency theory* merupakan hubungan antara *principal* yaitu para pemegang saham dengan *agent* yaitu manajer dan dalam hubungan tersebut terdapat suatu kontrak dimana manajer diberi tanggung jawab atau tugas untuk mengelola suatu perusahaan dengan tujuan untuk memenuhi kepentingan para pemegang saham. Adanya pemisahan fungsi pengelolaan dan fungsi kepemilikan tersebut dapat menimbulkan suatu konflik yang disebut dengan konflik agensi. Dalam teori keagenan ini menjelaskan bahwa kepentingan manajemen sering bertentangan dengan kepentingan para pemegang saham yang dapat menimbulkan konflik. Konflik tersebut terjadi karena manajer cenderung mengutamakan kepentingan pribadinya, sedangkan para pemegang saham belum tentu setuju dengan keputusan manajer tersebut.

Brigham dan Houston (2006) menyatakan bahwa manajer memiliki tujuan pribadi yang bersaing dengan tujuan memaksimalkan kesejahteraan para pemegang saham. *Agency Theory* menimbulkan suatu permasalahan kepentingan yaitu suatu perilaku mementingkan kepentingan pribadi. Manajer sebuah perusahaan mungkin memiliki tujuan-tujuan pribadi yang bersaing dengan tujuan untuk memaksimalkan kekayaan para pemegang saham. Konflik yang sering terjadi antar pihak manajemen dengan para pemegang saham adalah pada saat melakukan keputusan yang berkaitan dengan pendanaan. Konflik keagenan dapat juga muncul karena pihak manajer memiliki informasi yang lebih baik mengenai prospek perusahaan dibandingkan dengan para pemegang saham, hal ini disebut dengan *asymmetric information* (Brigham dan Houston, 2011). Brigham dan Houston (2011) menyatakan bahwa salah satu alternatif untuk mengurangi konflik kepentingan tersebut adalah dengan menggunakan hutang yang lebih besar dengan harapan dengan menggunakan hutang akan memaksa pihak manajer menjadi lebih disiplin.

Menurut *agency theory* terdapat beberapa faktor yang dapat mempengaruhi keputusan pendanaan dengan menggunakan kebijakan hutang seperti *free cash flow*, *managerial ownership*, *institutional ownership*, profitabilitas, pertumbuhan perusahaan, laba ditahan dan likuiditas.

Perusahaan dengan *free cash flow* yang tinggi cenderung akan menimbulkan konflik keagenan karena adanya kecenderungan penggunaan *free cash flow* yang berlebihan oleh pihak manajer. Untuk mengendalikan *free cash flow* yang berlebihan oleh manajer maka penggunaan kebijakan hutang akan dipilih sebagai sumber pendanaan perusahaan sehingga dapat mengurangi konflik keagenan dan *agency cost of free cash flow*. Indahningrum dan handayani (2009) menemukan bahwa *free cash flow* memiliki pengaruh yang searah dengan kebijakan hutang yaitu semakin tinggi *free cash flow* yang dimiliki perusahaan maka akan semakin tinggi pula kebijakan hutang yang diambil dengan harapan akan dapat mengurangi *agency cost*.

Kepemilikan saham oleh manajer dan kepemilikan institusional juga dapat dikategorikan sebagai faktor yang dapat mempengaruhi kebijakan hutang. Kepemilikan oleh manajer akan mendorong manajer bertindak untuk menjauhi resiko sehingga tingkat hutang yang akan diambil akan menjadi turun dan dengan adanya kepemilikan oleh manajer maka akan membuat manajer lebih berhati-hati dalam melakukan keputusan pendanaan sehingga dapat mengurangi *agency cost*. Sedangkan kepemilikan institusional merupakan salah satu alat monitoring *agency cost* selain hutang, sehingga adanya monitoring dari para pemegang saham institusional akan berdampak pada penurunan hutang perusahaan, karena salah satu mekanisme monitoring *agency cost* tersebut telah diambil alih oleh investor institusional. Milanto (2011) menyatakan bahwa kepemilikan institusional memiliki pengaruh yang tidak searah terhadap kebijakan hutang, hal ini juga konsisten dengan teori keagenan dimana salah satu mekanisme monitoring yaitu hutang telah diambil alih oleh investor institusional sehingga dengan kepemilikan institusional yang tinggi dapat menurunkan kebijakan hutang perusahaan. Hasil serupa juga ditemukan oleh Yeniatie dan Destriana (2010), menunjukkan bahwa kepemilikan institusional memiliki pengaruh negatif terhadap kebijakan hutang.

Pada teori keagenan juga menyebutkan bahwa perusahaan yang memiliki profitabilitas yang tinggi seharusnya akan meningkatkan kebijakan hutang perusahaan untuk meminimalkan konflik keagenan yang akan timbul karena adanya penggunaan dan internal perusahaan oleh pihak manajer yang tidak sesuai dengan kepentingan para pemegang saham. Hardiningsih dan Oktaviani (2012) menyatakan bahwa profitabilitas memiliki pengaruh positif terhadap kebijakan hutang. Hal ini konsisten dengan teori keagenan dimana untuk menurunkan *agency cost* yang akan muncul karena adanya konflik keagenan antara pihak manajer dengan para pemegang saham maka kebijakan hutang akan diambil oleh perusahaan sebagai alat monitoring perilaku manajer. Hasil yang sama juga ditemukan oleh Nasrizal dkk. (2010) menyatakan bahwa variabel profitabilitas memiliki pengaruh positif terhadap kebijakan hutang perusahaan.

Pertumbuhan perusahaan juga merupakan salah satu faktor yang mempengaruhi kebijakan hutang. Suatu perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi akan cenderung membutuhkan dana yang besar, sehingga memerlukan mekanisme pengawasan untuk dapat meminimalkan biaya keagenan yang akan timbul dan salah satu cara adalah dengan kebijakan hutang. Yeniatie dan Destriana (2010) menyatakan hasil bahwa pertumbuhan perusahaan memiliki pengaruh positif terhadap kebijakan hutang, sesuai dengan *agency theory* suatu perusahaan yang besar membutuhkan suatu pengawasan untuk meminimalkan *agency cost* karena perusahaan dengan pertumbuhan tinggi berarti perusahaan tersebut memiliki dana internal yang cukup besar sehingga akan meningkatkan kebijakan hutang perusahaan.

Perusahaan dengan tingkat profitabilitas dan likuiditas yang tinggi artinya perusahaan tersebut memiliki dana internal yang lebih besar. Pada *agency theory* menyebutkan bahwa semakin tinggi tingkat profitabilitas perusahaan maka akan meningkatkan kebijakan hutangnya. Begitu juga dengan perusahaan yang memiliki tingkat likuiditas yang tinggi akan cenderung memiliki kebijakan hutang yang tinggi pula. Hal ini berkaitan dengan sikap oportunistik pihak manajemen, untuk menghindarinya maka akan diambil keputusan kebijakan hutang sebagai sumber pendanaan perusahaan. Hasil penelitian Nasrizal dkk. (2010) menunjukkan bahwa perusahaan pada tingkat profitabilitas yang tinggi akan menambah penggunaan hutangnya.

### ***Pecking Order Theory***

*Pecking Order Theory* menekankan pada permasalahan asimetri informasi. Permasalahan asimetri informasi timbul karena pihak manajemen memiliki informasi lebih banyak daripada para pemegang saham. Perusahaan yang memiliki *financial slack* yang cukup tidak perlu menerbitkan *risky debt* atau saham untuk mendanai proyek-proyek barunya sehingga

tidak akan menimbulkan masalah informasi. Perusahaan akan dapat menerima seluruh proyek bagus tanpa harus merugikan para pemegang saham. Teori ini merupakan penjelasan dari perilaku perusahaan yang menahan sebagian laba dan membuat cadangan kas dalam jumlah yang cukup besar (Meister, 2012).

*Pecking Order Theory* menyatakan bahwa perusahaan lebih mengutamakan *internal financing*, jika perusahaan memerlukan *eksternal financing* maka perusahaan akan memilih menerbitkan sekuritas yang paling aman terlebih dahulu. Asumsi *Pecking Order Theory* oleh Myers (dalam Hardiningsih dan Oktaviani, 2012) adalah : (1) Perusahaan lebih menyukai pendanaan internal, (2) Perusahaan berusaha menyesuaikan rasio pembagian dividen dengan kesempatan investasi, dan berupaya untuk tidak melakukan perubahan pembayaran dividen yang terlalu besar, (3) Pembayaran dividen yang cenderung konstan dan fluktuasi laba yang diperoleh mengakibatkan dana internal kadang berlebih ataupun kurang untuk berinvestasi, (4) Apabila pendanaan eksternal diperlukan perusahaan akan memilih menerbitkan sekuritas yang paling aman terlebih dahulu dimulai penerbitan obligasi, obligasi yang dapat dikonversikan menjadi modal sendiri, akhirnya menerbitkan saham baru. Menurut urutan keputusan pendanaan tersebut dapat diketahui bahwa sumber pendanaan pertama kali yang akan diambil oleh perusahaan adalah dana internal perusahaan yaitu laba ditahan. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan dengan tingkat laba ditahan yang tinggi akan cenderung memiliki kebijakan hutang yang rendah. Begitupun juga dengan perusahaan yang memiliki tingkat *free cash flow* yang tinggi akan cenderung memiliki kebijakan hutang yang rendah.

*Pecking order theory* menyatakan bahwa semakin tinggi tingkat profitabilitas perusahaan justru tingkat hutang yang digunakan akan semakin kecil, hal ini dikarenakan perusahaan dengan tingkat profitabilitas tinggi memiliki sumber dana internal yang tinggi pula sehingga perusahaan akan lebih memilih menggunakan dana internalnya terlebih dahulu. Sebaliknya suatu perusahaan yang tingkat profitabilitasnya rendah cenderung memiliki hutang yang lebih tinggi. Alasan perusahaan yang kurang *profitable* cenderung menggunakan hutang yang lebih tinggi karena kurangnya dana internal perusahaan dan hutang merupakan dana eksternal yang paling murah daripada harus menerbitkan saham baru.

Sama halnya dengan tingkat likuiditas perusahaan, semakin tinggi tingkat likuiditas perusahaan menunjukkan kemampuan perusahaan dalam melunasi kewajiban jangka pendeknya semakin baik. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan dengan tingkat likuiditas yang tinggi maka perusahaan tersebut memiliki dana internal yang cukup besar. Jika dikaitkan dengan *pecking order theory* maka perusahaan dengan tingkat likuiditas yang tinggi akan cenderung memiliki kebijakan hutang yang rendah sesuai dengan urutan keputusan pendanaan. Penelitian sebelumnya menemukan bahwa bahwa variabel profitabilitas memiliki pengaruh negatif terhadap kebijakan hutang dan sesuai dengan *pecking order theory* yang menyatakan bahwa struktur pendanaan perusahaan mengikuti suatu hirarki dimana pertama kali yang akan dipilih dalam keputusan pendanaan adalah pendanaan internal sehingga akan menurunkan pendanaan eksternal (Indahningrum dan Handayani, 2009; Yeniatie dan destriana, 2010; Steven dan lina, 2011).

Hardiningsih dan oktaviani (2012) menemukan bahwa pertumbuhan perusahaan dan laba ditahan memiliki pengaruh negatif terhadap kebijakan hutang perusahaan, sesuai dengan *pecking order theory* yang menunjukkan bahwa perusahaan dengan tingkat pertumbuhan tinggi artinya perusahaan tersebut memiliki dana internal yang cukup besar sehingga menurut urutan keputusan pendanaan, perusahaan akan lebih memilih menggunakan dana internalnya terlebih dahulu dalam mendanai kegiatannya, sama halnya dengan laba ditahan yang juga merupakan sumber dana internal perusahaan. Perusahaan dengan laba ditahan yang tinggi cenderung akan menurunkan kebijakan hutangnya. Damayanti dan hartini (2014) menunjukkan bahwa perusahaan dengan tingkat likuiditas

yang tinggi akan berpengaruh terhadap turunnya kebijakan hutang perusahaan yang sesuai dengan urutan keputusan pendanaan *pecking order theory*.

### **Kebijakan Hutang**

Hutang merupakan salah satu sumber pendanaan *external* yang digunakan oleh perusahaan untuk membiayai kebutuhan dana (Surya dan Rahayuningsih, 2012). Pada laporan keuangan umumnya hutang diklasifikasikan menjadi dua jenis yaitu hutang lancar dan hutang jangka panjang. Hutang lancar adalah hutang atau kewajiban yang berasal dari kegiatan operasional yang akan dilunasi dengan menggunakan aset lancar dalam satu tahun kedepan atau dalam satu siklus operasi normal, sedangkan hutang jangka panjang merupakan kewajiban yang jatuh temponya melebihi satu tahun sejak tanggal neraca dan didukung dengan menerbitkan surat obligasi (Nurhuda, 2009).

Menurut Nasrizal dkk. (2010), menyatakan bahwa kebijakan hutang merupakan bagian dari pertimbangan jumlah hutang jangka pendek, hutang jangka panjang, saham preferen dan saham biasa dan perusahaan akan berusaha mencapai suatu tingkat struktur modal yang optimal. Kebijakan hutang akan mendorong pihak manajer untuk lebih berhati-hati dalam mengoptimalkan penggunaan dana tersebut karena dengan hutang maka perusahaan memiliki kewajiban untuk melakukan pembayaran atas bunga dan pinjaman pokoknya secara periodik. Dengan demikian hutang akan mengurangi konflik keagenan antara manajer dengan para pemegang saham. Kekhawatiran akan kebangkrutan perusahaan akan mendorong pihak manajer agar lebih bijaksana dalam penggunaan dana tersebut. Pengukuran kebijakan hutang sering dilakukan dengan menggunakan *debt ratio* yang menggambarkan kemampuan perusahaan dengan menggunakan seluruh kewajibannya yang ditunjukkan oleh beberapa bagian modal sendiri yang digunakan untuk membayar hutang. Semakin rendah DER (*Debt Equity Ratio*) maka semakin tinggi kemampuan perusahaan untuk membayar seluruh kewajibannya.

Penelitian tentang faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan hutang telah dilakukan oleh beberapa peneliti dengan hasil yang berbeda. Penelitian yang dilakukan Indahningrum dan Handayani (2009) dengan judul Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Dividen, Pertumbuhan Perusahaan, *Free Cash Flow*, dan Profitabilitas terhadap Kebijakan Hutang menunjukkan hasil bahwa kepemilikan institusional dan *free cash flow* memiliki pengaruh positif terhadap kebijakan hutang, sedangkan profitabilitas memiliki pengaruh negatif terhadap kebijakan hutang. Untuk variabel kepemilikan manajerial, dividen, dan pertumbuhan perusahaan tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan hutang. Milanto (2012) melakukan penelitian dengan judul Analisis Faktor-Faktor yang mempengaruhi Kebijakan Hutang dengan *sampel* sebanyak 148 perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2009 - 2011 dengan analisis regresi linier berganda. Hasil penelitian ini menunjukkan kepemilikan manajerial, pertumbuhan perusahaan, dan ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang, sedangkan kepemilikan institusional memiliki pengaruh tidak searah terhadap kebijakan hutang. Sementara variabel lainnya seperti dividen dan struktur asset tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan hutang.

Hardiningsih dan Oktaviani (2012), menyatakan bahwa terdapat beberapa faktor yang mempengaruhi kebijakan hutang, diantaranya adalah : (1) Profitabilitas, perusahaan dengan tingkat profitabilitas yang tinggi cenderung akan menggunakan hutang dalam melakukan pendanaannya. Hal ini untuk menghindari penyalahgunaan dana oleh pihak manajemen. (2) Pertumbuhan Total Assets, perusahaan dengan pertumbuhan total asset yang tinggi merupakan perusahaan yang memiliki kinerja yang baik dan dapat menghasilkan keuntungan atau nilai tambah bagi perusahaan. Perusahaan dengan pertumbuhan assets yang tinggi akan menggunakan hutang yang relatif kecil karena perusahaan tersebut lebih memilih menggunakan dana internalnya. (3) Laba Ditahan, laba ditahan menunjukkan

bahwa perusahaan menunda pembagian deviden kepada para pemegang saham untuk digunakan sebagai investasi. Semakin besar laba ditahan maka perusahaan akan menggunakan dana internal yang semakin besar pula. Sehingga penggunaan hutangpun akan relatif kecil. (4) Struktur aktiva, perusahaan yang memiliki aktiva tetap yang besar memiliki potensi untuk mendapatkan pinjaman atau hutang yang besar pula.

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

### **Free Cash Flow**

*Free cash flow* melibatkan tiga komponen yaitu arus kas operasi (*operating cash flow*), Belanja modal (*capital spending*), dan Perubahan Modal Kerja Bersih (*Change In Net Working Capital*) (Ross et al, 2000). Arus kas operasi merupakan selisih dari pendapatan dengan biaya operasional dan pengeluaran lainnya tanpa biaya penyusutan dan beban bunga dikurangi pajak. Arus kas adalah bagian penting bagi perusahaan karena dari arus kas tersebut dapat memberikan informasi tentang cukup atau tidaknya arus kas dari operasi usahanya yang ada untuk menutupi seluruh biaya operasional yang dikeluarkan perusahaan. Untuk alasan tersebut arus kas dengan tanda negatif sering dianggap bermasalah (Ross et al, 2000). Belanja modal adalah pengeluaran yang dilakukan untuk pembentukan modal yang sifatnya menambah aset tetap atau aset lainnya yang memberi manfaat lebih dari satu periode akuntansi, termasuk didalamnya yaitu pengeluaran untuk biaya pemeliharaan yang digunakan dalam mempertahankan atau menambah masa manfaat, meningkatkan kapasitas dan kualitas aset. Modal kerja merupakan selisih antara total aktiva lancar perusahaan dengan kewajiban lancar.

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

Untuk meminimalkan konflik keagenan tersebut dan agar dapat mengendalikan penggunaan *free cash flow* yang berlebihan oleh manajer maka pihak manajer dapat memilih untuk menggunakan hutang sebagai sumber pendanaan perusahaan. Dengan penggunaan hutang tersebut akan dapat mengurangi konflik keagenan dan mengurangi *agency cost of free cash flow*.

Sesuai dengan hasil penelitian Indahningrum dan Handayani (2009), yang menyatakan bahwa tekanan pasar akan mendorong manajer untuk mendistribusikan *free cash flow* kepada

pemegang saham. Perusahaan dengan *free cash flow* yang besar yang memiliki level hutang yang tinggi akan menurunkan *agency cost of free cash flow*.

### Struktur Kepemilikan

Struktur Kepemilikan perusahaan dapat diklasifikasikan menjadi kepemilikan eksternal dan kepemilikan internal. Kepemilikan internal dapat disebut dengan kepemilikan manajerial. Kepemilikan manajerial adalah kepemilikan saham oleh manajer perusahaan atau dengan kata lain manajer tersebut sekaligus sebagai pemegang saham perusahaan (Christiawan dan Tarigan, 2007). Kepemilikan manajerial tersebut menunjukkan adanya peran ganda oleh pihak manajemen sehingga dapat mensejajarkan kepentingan manajemen dengan para pemegang saham, hal ini dapat menurunkan konflik keagenan. Semakin besar tingkat kepemilikan saham oleh pihak manajemen akan menyebabkan manajer lebih berhati-hati dalam menggunakan dana perusahaan dalam berinvestasi. Dalam kaitannya dengan *pecking order theory* kemungkinan para manajer yang juga sekaligus pemegang saham tersebut akan lebih menyukai penggunaan dana internal dalam melakukan investasi karena tidak perlu membagi keuntungannya dengan pihak kreditur. Dari penjelasan tersebut diatas dapat disimpulkan bahwa semakin besar kepemilikan saham *insider* maka akan semakin kecil kebijakan hutang perusahaan.

Kepemilikan eksternal merupakan kepemilikan oleh investor yang bukan berasal dari kalangan manajerial. Menurut Jensen dan Meckling (1976), kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional adalah dua mekanisme yang dapat membantu mengendalikan konflik keagenan dalam suatu perusahaan. Kepemilikan institusional yang tinggi menunjukkan semakin efektifnya peran monitor terhadap perilaku manajer. Adanya monitoring yang baik tersebut mempengaruhi turunnya penggunaan hutang karena peranan hutang sebagai salah satu mekanisme untuk menurunkan *agency cost* telah diambil alih oleh kepemilikan institusional tersebut. Indana (2010), menyatakan bahwa semakin tinggi kepemilikan manajerial perusahaan akan menurunkan penggunaan hutang perusahaan. Yeniatie dan destriana (2010) menyatakan bahwa adanya monitoring yang efektif oleh investor institusional menyebabkan penggunaan hutang menurun, karena peranan hutang sebagai alat monitoring *agency cost* sudah diambil alih oleh investor institusional.

### Profitabilitas

Profitabilitas adalah kemampuan perusahaan dalam memperoleh laba dalam hubungannya dengan penjualan, total aktiva maupun modal sendiri (Sartono, 2011). Profitabilitas dapat diukur salah satunya dengan menggunakan rasio *Return On Assets* (ROA) yaitu dengan membagi laba/rugi tahun berjalan dengan total aktiva yang dimiliki perusahaan. Hasil ROA yang positif menunjukkan bahwa dari total aktiva yang dipergunakan untuk operasional perusahaan mampu memberikan laba bagi perusahaan dan sebaliknya jika hasilnya negatif maka total aktiva yang dipergunakan tidak memberikan laba bagi perusahaan.

Hardiningsih dan Oktaviani (2012) menyatakan bahwa profit yang diperoleh perusahaan bisa merupakan dana yang tersedia untuk digunakan sebagai investasi ataupun dibagikan kepada para pemegang saham. Jika dihubungkan dengan teori keagenan seharusnya suatu perusahaan dengan tingkat profitabilitas yang tinggi akan memanfaatkan penggunaan hutang untuk sumber pendanaannya yang bertujuan untuk mengurangi penyalahgunaan pemakaian dana yang sia-sia oleh pihak manajemen. Nasrizal dkk. (2010) menyatakan bahwa perusahaan yang ada pada tingkat profitabilitas yang tinggi maka perusahaan akan menambah penggunaan hutangnya.

## **Pertumbuhan Perusahaan**

Pertumbuhan perusahaan merupakan perubahan total asset baik berupa peningkatan maupun penurunan asset perusahaan dalam satu periode atau satu tahun (Andina,2013). Asset merupakan harta perusahaan yang digunakan untuk mengembangkan usahanya dan untuk aktivitas lainnya di dalam usahanya. Bringham dan Gapenski (1996) menyatakan bahwa perusahaan dengan tingkat pertumbuhan tinggi cenderung membutuhkan dana dari luar perusahaan yang lebih besar. Pendanaan ekstern yang lebih disukai adalah dengan menggunakan hutang karena lebih murah dibandingkan harus dengan mengeluarkan saham baru dengan biaya emisi saham baru yang lebih besar daripada biaya hutang.

Berdasarkan *pecking order theory* yang menyatakan adanya suatu urutan keputusan pendanaan perusahaan, maka perusahaan yang memiliki pertumbuhan yang tinggi seharusnya akan menurunkan kebijakan hutangnya karena perusahaan dengan pertumbuhan yang tinggi menggambarkan bahwa perusahaan tersebut memiliki sumber dana yang cukup untuk membiayai kegiannya. Hardiningsih dan oktaviani (2012) menyatakan bahwa pertumbuhan perusahaan merupakan gambaran kinerja perusahaan yang dicapai dalam melakukan investasi dan kegiatan usaha, sehingga semakin besar tingkat pertumbuhan perusahaan seharusnya semakin mampu perusahaan tersebut mencukupi kebutuhan dananya sehingga tidak perlu lagi menggunakan dana dari pihak luar.

## **Struktur Aktiva**

Aktiva merupakan harta yang dimiliki oleh perusahaan yang digunakan untuk operasinya. Pada umumnya terdapat dua jenis aktiva yang dimiliki perusahaan yaitu aktiva lancar dan aktiva tetap. Aktiva lancar merupakan asset perusahaan yang dapat digunakan dalam kurun waktu satu tahun. Aktiva lancar dapat berupa kas, piutang, investasi jangka pendek, persediaan dan beban dibayar dimuka. Aktiva tetap merupakan harta berwujud yang memiliki umur lebih dari satu tahun dan tidak mudah diubah untuk menjadi kas yang digunakan untuk operasional dan tidak untuk dijual kembali.

Menurut Weston dan Copeland (1995:175), struktur aktiva merupakan perimbangan antara aktiva tetap dengan total aktiva yang dimiliki perusahaan, semakin besar aktiva tetap yang dimiliki perusahaan maka perusahaan tersebut akan banyak menggunakan hutang jangka panjang dengan harapan aktiva tersebut dapat digunakan untuk menutup hutangnya. Struktur aktiva merupakan penentuan berapa besar alokasi untuk masing-masing komponen aktiva, baik dalam aktiva lancar maupun aktiva tetap (Syamsudin, 2001:9). Struktur aset perusahaan memainkan peranan penting dalam menentukan pembiayaan, perusahaan yang memiliki aktiva tetap yang tinggi, maka akan banyak menggunakan hutang jangka panjang dalam pendanaannya. Sedangkan perusahaan yang sebagian aktivanya berupa piutang dan persediaan barang yang nialinya sangat tergantung pada kelanggengan tingkat profitabilitas tidak terlalu tergantung pada pembiayaan jangka pendek. Aktiva tetap merupakan asset yang sering dipergunakan perusahaan sebagai jaminan untuk mendapatkan pinjaman, sehingga jika perusahaan tersebut memiliki aktiva tetap yang besar maka perusahaan tersebut semakin mudah untuk mendapatkan pinjaman atau hutang. Aktiva tetap yang besar dan adanya penawaran kemudahan pemberian hutang serta adanya kesempatan untuk melakukan investasi akan menjadi pertimbangan bagi perusahaan untuk mengambil kebijakan hutang (Hardiningsih dan Oktaviani, 2012). Hardiningsih dan oktaviani (2012) menyatakan bahwa kepemilikan aktiva tetap yang besar dan adanya penawaran kemudahan pemberian pinjaman serta adanya kesempatan untuk berinvestasi akan menjadi pertimbangan perusahaan untuk mengambil keputusan kebijakan hutang.

## Laba Ditahan

Laba ditahan merupakan kumpulan laba tahun berjalan sejak pertama kali perusahaan beroperasi sampai dengan saat ini yang tidak dibagikan kepada para pemegang saham dalam bentuk deviden. Adanya keuntungan yang diperoleh perusahaan akan menambah laba ditahan, sedangkan adanya kerugian akan mengurangi jumlah laba ditahan perusahaan. Laba ditahan dapat digunakan sebagai cadangan untuk menghadapi kerugian yang mungkin akan timbul di masa yang akan datang, untuk melunasi hutang perusahaan, untuk menambah modal kerja maupun membiayai ekspansi perusahaan dimasa yang akan datang (Riyanto, 2001:5). Laba ditahan merupakan akumulasi laba yang merupakan hak para pemegang saham, sehingga semakin banyak dana yang dialokasikan ke *retained earnings*, maka laba yang dibayarkan dalam bentuk deviden akan semakin berkurang (Hardiningsih dan Oktaviani, 2012). Laba ditahan dapat menggambarkan kondisi keuangan internal perusahaan.

Berdasarkan *pecking order theory*, suatu perusahaan dengan laba ditahan yang lebih besar akan cenderung memiliki hutang yang lebih kecil karena perusahaan akan lebih memilih menggunakan dana internalnya dibandingkan dengan sumber pendanaan eksternal. Menurut Hardiningsih dan Oktaviani (2012), menyatakan bahwa semakin besar laba ditahan menjelaskan bahwa perusahaan semakin besar menggunakan dana internal perusahaan untuk reinvestasi, sehingga tidak banyak menggunakan dana eksternal.

## Likuiditas

Likuiditas merupakan kemampuan suatu perusahaan dalam memenuhi kewajiban keuangannya dalam jangka pendek. Jadi suatu perusahaan dikatakan likuid jika dapat melunasi seluruh kewajiban keuangannya pada saat jatuh tempo. Pengukuran tingkat likuiditas perusahaan dapat diukur dengan menggunakan rasio likuiditas. Rasio likuiditas yang sering digunakan pada umumnya adalah rasio lancar yaitu dengan membagi aktiva lancar dengan kewajiban lancar perusahaan. Jika suatu rasio lancar diperoleh hasil diatas 100% maka dapat dikatakan perusahaan tersebut likuid dan sebaliknya. Perusahaan yang rasio lancarnya kurang dari 100% dapat berdampak buruk bagi keuangannya karena tidak dapat membayar hutang lancarnya yang semakin lama akan menambah bunga pinjamannya. Hal ini dapat menimbulkan penilaian yang buruk bagi para kreditur. Perusahaan dengan tingkat likuiditas yang tinggi cenderung memiliki tingkat hutang yang kecil. Sesuai dengan *pecking order theory* yang akan mendahulukan sumber pendanaan internal dibanding memilih sumber pendanaan eksternal. Damayanti dan Hartini (2014) yang menyebutkan bahwa perusahaan yang memiliki kemampuan membayar hutang jangka pendek cenderung untuk menekan jumlah hutangnya.

## Pengembangan Hipotesis

### Pengaruh *Free Cash Flow* terhadap Kebijakan Hutang

Jensen (1986) menyatakan bahwa tekanan pasar akan mendorong manajer untuk mendistribusikan *free cash flow* kepada para pemegang saham atau risiko akan kehilangan kendali terhadap perusahaan. Hasil penelitian Indahningrum dan Handayani (2009) menemukan bahwa *free cash flow* menunjukkan pengaruh searah terhadap kebijakan hutang. Hasil tersebut menunjukkan bahwa semakin besar *free cash flow* yang dimiliki perusahaan, maka akan didistribusikan untuk para pemegang saham sehingga kebijakan hutang yang diambil akan semakin besar pula. Perusahaan dengan *free cash flow* yang semakin besar yang memiliki tingkat hutang yang tinggi dapat menurunkan *agency cost of free cash flow* dan penurunan tersebut akan menurunkan sumber-sumber *discretionary* khususnya aliran kas dibawah kendali manajemen. Hasil serupa juga ditemukan oleh Faisal (2004) yang menyatakan bahwa perusahaan dengan *free cash flow* yang besar akan cenderung akan

memiliki tingkat hutang yang lebih tinggi. Berdasarkan uraian diatas, maka hipotesis alternatif yang akan diuji adalah sebagai berikut :

H1 : *Free Cash Flow* perusahaan berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang perusahaan.

### **Pengaruh *Managerial Owership* terhadap Kebijakan Hutang**

Wahidahwati (2002) menyatakan bahwa kepemilikan manajerial (*managerial ownership*) merupakan banyaknya jumlah saham yang beredar di perusahaan yang dimiliki oleh manajer yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan perusahaan (direktur dan komisaris). Jensen dan Meckling (1976) menyatakan bahwa pemegang saham yang besar lebih termotivasi dan mempunyai kekuatan yang lebih besar untuk menjamin maksimalisasi nilai para pemegang saham dengan mensejajarkan kepentingan para pemegang saham dengan kepentingan para manajer sehingga akan mengurangi biaya keagenan. Dengan demikian manajer akan semakin berhati-hati dalam menggunakan hutang karena adanya kekhawatiran kerugian apabila salah dalam pengambilan keputusan mengenai hutang. Wahidahwati (2002) menemukan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh signifikan dengan arah negatif terhadap kebijakan hutang.

Hasil penelitian Indana (2010) menemukan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap kebijakan hutang dengan arah yang negatif. Semakin tinggi tingkat kepemilikan manajerial perusahaan akan menurunkan kebijakan hutang. Hasil yang sama juga ditemukan oleh Milanto (2012) menyatakan bahwa variabel kepemilikan *insider* memiliki pengaruh signifikan dengan arah positif terhadap kebijakan hutang. Berdasarkan uraian diatas dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut :

H2 : *Managerial ownership* berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang

### **Pengaruh *Institutional Owership* terhadap Kebijakan Hutang**

Kepemilikan saham institusional merupakan jumlah kepemilikan saham yang dimiliki oleh konstitusi. Hasil penelitian Milanto (2012) menunjukkan bahwa variabel kepemilikan saham institusi diperoleh memiliki pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan hutang dengan arah negatif yang berarti bahwa pemegang saham institusi menentukan proporsi penggunaan hutang oleh perusahaan, hasil ini juga dapat diartikan bahwa semakin besar proporsi kepemilikan saham institusi maka akan menurunkan kebijakan hutang oleh perusahaan. Hasil tersebut konsisten dengan penelitian Wahidahwati (2002) yang menemukan bahwa kepemilikan institusional memiliki pengaruh negative terhadap kebijakan hutang perusahaan.

Hasil yang serupa juga ditemukan oleh Yeniatie dan Destriana (2010) yang menyatakan bahwa variabel kepemilikan institusional memiliki pengaruh terhadap kebijakan hutang dengan arah negatif. Semakin tinggi kepemilikan institusional yang dimiliki perusahaan maka semakin efektif pula monitoring investor institusional terhadap tindakan manajer. Adanya monitoring yang efektif tersebut akan berdampak pada penurunan penggunaan hutang karena peran hutang sebagai salah satu alat monitoring *agency cost* telah diambil alih oleh investor institusional (Yeniatie dan Destriana, 2010). Dari uraian tersebut maka peneliti membuat hipotesis sebagai berikut :

H3 : *Institutional ownership* memiliki pengaruh negatif terhadap kebijakan hutang

### **Pengaruh Profitabilitas terhadap Kebijakan Hutang**

Profitabilitas merupakan keuntungan bersih yang diperoleh perusahaan dalam menjalankan operasionalnya. Profit yang diperoleh perusahaan bias merupakan dana yang tersedia untuk melakukan investasi (Hardiningsih dan Oktaviani, 2012). Hasil penelitian yang dilakukan oleh Nasrizal dkk. (2010) yang menyatakan bahwa profitabilitas (ROA) berpengaruh signifikan dan memiliki arah positif terhadap kebijakan hutang, hasil ini mengindikasikan bahwa pada tingkat profitabilitas rendah perusahaan tidak menggunakan

hutang untuk membiayai operasionalnya, sebaliknya pada tingkat profitabilitas tinggi perusahaan menambah penggunaan hutang.

Hasil yang sama juga ditemukan oleh Hardiningsih dan Oktaviani (2012) yang menyatakan bahwa profitabilitas memiliki pengaruh yang positif terhadap kebijakan hutang perusahaan. Jika dihubungkan dengan *agency theory*, perusahaan yang memiliki profitabilitas yang tinggi seharusnya akan meningkatkan penggunaan hutang perusahaan. Untuk menghindari perilaku manajer yang tidak diinginkan oleh para pemegang saham, maka profit yang diperoleh perusahaan tersebut seharusnya akan dibagikan dalam bentuk deviden kepada para pemegang saham dan pendanaan perusahaan dipilih dengan menggunakan sumber pendanaan ekstern yaitu hutang. Penggunaan hutang diharapkan dapat mewujudkan keinginan manajer dalam peningkatan kinerja perusahaan dan selain itu para pemegang saham dapat menerima deviden (Hardiningsih dan Oktaviani, 2012). Berdasarkan keterangan diatas dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut :

H4 : Profitabilitas berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang.

### **Pengaruh Pertumbuhan Perusahaan terhadap Kebijakan Hutang**

Pertumbuhan perusahaan merupakan gambaran dari perkembangan usaha yang dilakukan periode saat ini dibandingkan dengan periode sebelumnya (Hardiningsih dan Oktaviani, 2012).. Hasil penelitian Hardiningsih dan Oktaviani (2012) menunjukkan bahwa pertumbuhan perusahaan memiliki pengaruh negatif atau tidak searah dengan kebijakan hutang. Hal ini menunjukkan bahwa semakin tinggi tingkat pertumbuhan perusahaan maka akan semakin kecil tingkat hutang yang diambil oleh perusahaan karena perusahaan akan lebih memilih sumber pendanaan internal dibandingkan dengan pengambilan kebijakan hutang yang lebih berisiko. Temuan tersebut mendukung *peckig order theory* yang menyatakan bahwa perusahaan yang memiliki pertumbuhan yang tinggi artinya perusahaan tersebut mempunyai sumber internal yang dapat mencukupi kegiatan perusahaan tersebut, sehingga perusahaan cenderung lebih memilih sumber pendanaan internal terlebih dahulu daripada dengan penggunaan hutang.

Hasil penelitian yang sama ditemukan oleh Murni dan Andriana (2007) yang menunjukkan bahwa pertumbuhan perusahaan memiliki pengaruh negatif terhadap kebijakan hutang. Berdasarkan uraian tersebut maka peneliti membuat hipotesis sebagai berikut :

H5 : Pertumbuhan perusahaan memiliki pengaruh negatif terhadap kebijakan hutang

### **Pengaruh Struktur Aktiva terhadap Kebijakan Hutang**

Aktiva merupakan salah satu jaminan yang bisa meyakinkan pihak lain untuk bias memberikan pinjaman kepada perusahaan, sehingga perusahaan dengan struktur asset yang lebih besar akan lebih fleksibel dan lebih mudah dalam memperoleh pinjaman (Hardiningsih dan Oktaviani, 2012). Perusahaan yang aktivitya sesuai dengan jaminan kredit akan lebih banyak menggunakan hutang karena kreditur akan selalu memberikan pinjaman apabila mempunyai jaminan (Brigham dan Houston 2001:301-41).

Hasil penelitian Nasrizal dkk. (2010) dan Steven dan Lina (2011) menunjukkan hasil yang sama yaitu struktur aktiva perusahaan memiliki pengaruh yang searah terhadap kebijakan hutang perusahaan. Sama halnya dengan hasil penelitian Hardiningsih dan Oktaviani (2012) yang menunjukkan bahwa struktur aktiva memiliki pengaruh positif terhadap kebijakan hutang. Semakin besar aktiva yang dapat digunakan sebagai jaminan maka penggunaan hutang perusahaan cenderung akan semakin besar pula. Struktur aktiva merupakan kolateral sehingga perusahaan dapat dipercaya oleh *debtholder* (Nasrizal dkk., 2010). Dari uraian tersebut dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut :

H6 : Struktur aktiva memiliki pengaruh positif terhadap kebijakan hutang

### **Pengaruh Laba Ditahan terhadap Kebijakan Hutang**

Labanya ditahan merupakan salah satu sumber pendanaan internal perusahaan. Labanya ditahan adalah akumulasi labanya yang tidak dibagikan oleh perusahaan kepada para pemegang saham. Adanya labanya ditahan diasumsikan bahwa tingkat pembayaran dividen perusahaan lebih kecil dibandingkan investasi yang dilakukan, sehingga kecil kemungkinan perusahaan untuk melakukan hutang. Hasil penelitian Hakim (dalam Hardiningsih dan Oktaviani, 2012) menemukan bahwa labanya ditahan mempunyai pengaruh secara signifikan terhadap kebijakan hutang dengan arah negatif.

Hasil serupa ditemukan oleh Hardiningsih dan Oktaviani (2012) menunjukkan bahwa labanya ditahan memiliki pengaruh negatif terhadap kebijakan hutang, hal ini menjelaskan bahwa semakin besar perusahaan menggunakan dana internal untuk reinvestasi, maka perusahaan tidak akan banyak menggunakan dana dari pihak lain. Hasil tersebut konsisten dengan hasil penelitian Indriani (2009) menunjukkan bahwa labanya ditahan mempunyai pengaruh terhadap kebijakan hutang dengan arah negatif. Dari uraian tersebut maka peneliti membuat hipotesis sebagai berikut :

H7 : Labanya ditahan memiliki pengaruh negatif terhadap kebijakan hutang

### **Pengaruh Likuiditas terhadap Kebijakan Hutang**

Likuiditas merupakan kemampuan perusahaan untuk memenuhi seluruh kewajiban lancarnya dengan aktiva lancarnya. Pengukuran likuiditas yaitu dengan cara membagi aktiva lancar perusahaan dengan kewajiban lancarnya yang disebut dengan *current ratio*. Jika prosentasenya lebih dari 100% maka dapat dikatakan tingkat likuiditas perusahaan tersebut baik. Jika *current ratio* yang dihasilkan semakin tinggi berarti perusahaan semakin dapat mengembalikan hutang lancarnya dengan aktiva lancar yang dimilikinya. Sebaliknya jika *current ratio* yang dihasilkan kurang dari 100% dapat dikatakan tingkat likuiditas perusahaan tersebut kurang baik. Hasil penelitian yang ditemukan oleh Narita (2012) menunjukkan bahwa terdapat pengaruh negatif antara likuiditas dengan kebijakan hutang.

Hasil yang sama ditemukan oleh Damayanti dan Hartini (2014) menunjukkan bahwa likuiditas memiliki pengaruh negatif terhadap kebijakan hutang. Temuan ini menunjukkan bahwa perusahaan dengan likuiditas yang tinggi berarti memiliki kemampuan dalam membayar hutang jangka pendeknya dan cenderung untuk menekan jumlah hutangnya. Dari uraian tersebut maka peneliti membuat hipotesis sebagai berikut :

H8 : Likuiditas memiliki pengaruh negatif terhadap kebijakan hutang

## **METODE PENELITIAN**

### **Populasi dan Sampel Penelitian**

Jenis penelitian yang akan dilakukan terkait dengan topik dalam penelitian ini adalah metode penelitian kasual komparatif yaitu tipe penelitian dengan karakteristik masalah berupa hubungan sebab akibat antara dua variabel atau lebih. Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode 2009-2013. Teknik pengambilan sampel menggunakan *purposive sampling*. Kriteria yang digunakan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut : (1) Perusahaan manufaktur yang berturut-turut terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2009-2013 (2) Perusahaan manufaktur yang melaporkan laporan keuangannya dengan menggunakan mata uang rupiah (3) Perusahaan manufaktur yang mempunyai data lengkap yang dibutuhkan oleh peneliti.

Data mengenai debt equity ratio, *free cash flow*, kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, profitabilitas, growth, labanya ditahan, struktur aktiva, dan likuiditas diperoleh dari laporan tahunan, publikasi dari Galeri Investasi Pojok Bursa Efek STIESIA dan website resmi Bursa Efek Indonesia.

## Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel

### Variabel Independen

#### a. *Free Cash Flow*

*Free cash flow* merupakan kelebihan kas yang diperlukan untuk mendanai semua proyek yang memiliki *net present value* positif setelah membagi deviden (Jensen, 1986). Rumusnya adalah sebagai berikut (Ross et al, 2000) :

$$FCF = AKO\ it - NCS\ it - NWC\ it$$

Keterangan :

FCF : *Free cash flow*

AKO it : Aliran kas operasi perusahaan i pada tahun t

NCS it : Belanja modal bersih perusahaan i pada tahun t

NWC it : Pengeluaran modal kerja perusahaan i pada tahun t

#### b. *Managerial Ownership*

Kepemilikan manajerial (*Managerial Ownership*) adalah jumlah saham yang dimiliki pihak manajemen dari seluruh saham perusahaan. Indikator yang digunakan untuk mengukur kepemilikan manajerial adalah prosentase jumlah saham yang dimiliki oleh pihak manajemen dari seluruh modal saham perusahaan yang beredar dengan rumus sebagai berikut :

$$MO = \frac{\text{Jumlah saham yang dimiliki manajemen}}{\text{Total saham yang beredar}} \times 100\%$$

#### c. *Institutional Ownership*

Kepemilikan institusional (*Institutional Ownership*) adalah jumlah kepemilikan saham yang dimiliki oleh konstitusi. Untuk mengukur kepemilikan konstitusional adalah dengan membagi jumlah saham yang dimiliki oleh konstitusi dengan seluruh modal saham perusahaan yang beredar dengan rumusan sebagai berikut :

$$IO = \frac{\text{Jumlah saham yang dimiliki konstitusi}}{\text{Total saham yang beredar}} \times 100\%$$

#### d. Profitabilitas

Profitabilitas diukur dengan menggunakan skala rasio *Retrun On Assets* (ROA) yang digunakan untuk mengukur tingkat pengembalian assets. Berikut ini adalah rumusnya (Ross et al, 2000) :

$$ROA = \frac{\text{Net Income}}{\text{Total Assets}}$$

#### e. Pertumbuhan Perusahaan

Pertumbuhan perusahaan merupakan gambaran perkembangan perusahaan dari tahun ke tahun. Dengan mengacu dari penelitian Indahningrum dan Handayani (2009) maka dirumuskan sebagai berikut :

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

#### f. Struktur Aktiva

Struktur Aktiva diukur dengan membagi aktiva tetap dengan total aktiva (Yeniatie dan Destriana, 2010) dengan rumusan sebagai berikut :

$$SA = \frac{\text{Aktiva tetap}}{\text{Total aktiva}}$$

#### g. Laba ditahan

Secara umum laba ditahan merupakan kumpulan seluruh laba maupun rugi yang diperoleh perusahaan sampai saat tertentu yang tidak dibagikan kepada pemegang saham dalam bentuk dividen. Rugi laba tersebut dapat berasal dari rugi laba usaha, rugi laba tidak rutin seperti laba penjualan aktiva dan koreksi atas laba tahun-tahun lalu. Dengan mengacu pada penelitian Andriani (2009) maka *retained earning* (laba ditahan) merupakan total laba ditahan yang dimiliki oleh perusahaan. Laba ditahan bukan merupakan ukuran rasio sehingga di *proxy* dengan logaritma natural laba ditahan.

#### h. Likuiditas

Likuiditas diukur dengan *current ratio* yaitu dengan membagi aktiva lancar dengan kewajiban lancar dengan rumusan berikut ini :

$$LIKUID = \frac{\text{Aktiva lancar}}{\text{Kewajiban lancar}}$$

### Variabel Dependen

#### Kebijakan Hutang

Variabel kebijakan hutang diukur dengan menggunakan skala rasio *Deviden Payout Ratio* (DER) dengan tujuan untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam membayar hutang dengan ekuitas yang dimilikinya. Rumusannya adalah sebagai berikut :

$$DER = \frac{\text{Total hutang}}{\text{Total ekuitas akhir tahun}} \times 100\%$$

#### Pengujian Hipotesis

Pengujian (uji) hipotesis bertujuan untuk mengetahui apakah variabel independen berpengaruh terhadap variabel dependen. Model persamaan regresi yang digunakan untuk menguji hipotesis adalah sebagai berikut :

$$DER = \beta_n + \beta_1 FCF + \beta_2 MO + \beta_3 IO + \beta_4 ROA + \beta_5 GROWTH + \beta_6 SA + \beta_7 LD + \beta_8 LIKUID + E$$

Keterangan :

DER	= Debt Equity Ratio
$\beta$	= Koefisien regresi masing-masing variabel
FCF	= Free Cash Flow
MO	= Managerial ownership
IO	= Institutional ownership
ROA	= Profitabilitas
GROWTH	= Pertumbuhan Perusahaan
SA	= Struktur Aktiva
LD	= Laba Ditahan
LIKUID	= Likuiditas
E	= Variabel Residual

Persamaan regresi diatas digunakan untuk melihat pengaruh *free cash flow*, *managerial ownership*, *institutional ownership*, profitabilitas, pertumbuhan perusahaan, struktur aktiva, laba ditahan, dan likuiditas terhadap kebijakan hutang perusahaan (DER).

## HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

### Statistik deskriptif

Tabel 1 menggambarkan tentang deskripsi dari masing-masing variabel dependen yaitu kebijakan hutang (DER) dan variabel independen yaitu *free cash flow*, *managerial ownership*, *institutional ownership*, profitabilitas, pertumbuhan perusahaan, struktur aktiva, laba ditahan, dan likuiditas.

Tabel 1  
Statistik Deskriptif

	N Statistic	Minimum Statistic	Maximum Statistic	Mean		Std. Deviation Statistic
				Statistic	Std. Error	
DER	415	-31,780	40,370	1,33746	,179191	3,650396
FCF	415	-4119974000,000	12632833000,000	197524108,06145	61680552,532182	1256528385,147040
MO	415	0,000	10,200	,08697	,034556	,703962
IO	415	,078	,997	,72522	,008769	,178640
ROA	415	-1,074	,715	,07506	,007178	,146231
GROWTH	415	,121	4,371	1,13483	,015951	,324948
SA	415	,000	,983	,35472	,010385	,211560
LD	415	-4336303621,000	28261414000,000	1200298080,78115	183723119,697791	3742724496,308520
LIKUID	415	,034	2675,620	14,08770	6,972427	142,039139
Valid N (listwise)	415					

Sumber Data : Hasil Olahan SPSS versi 21.0

Tabel 1 menunjukkan bahwa jumlah data yang digunakan dalam penelitian ini adalah 415 sampel data. Nilai mean dari variabel DER adalah 1,33746. Hal tersebut tidak sesuai dengan teori dari Brigham dan Houston (2001) yang menyatakan bahwa perusahaan selalu berusaha untuk mempertahankan nilai DER kurang dari 1. Nilai minimum DER dari seluruh sampel sebesar -31,780 dan nilai maksimum DER sebesar 40,370.

### Uji Asumsi Klasik

#### a. Uji Normalitas

Hasil pengujian (uji) normalitas menggunakan *kolmogorov smirnov* menunjukkan bahwa nilai Asymp. Sig (2-tailed) sebesar 0,481, hal tersebut menunjukkan bahwa nilai normalitas data dengan Kolmogorov-smirnov test  $0,481 > 0,05$ , normalitas data terpenuhi apabila nilai Asymp. Sig (2-tailed)  $> 0,05$ , maka data dalam penelitian ini berdistribusi normal (Priyatno, 2012).

#### b. Uji Multikolinearitas

Hasil pengujian menunjukkan nilai *tolerance* dari semua variabel independen lebih besar dari 0,10 dengan nilai VIF kurang dari 10. Sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi korelasi antar variabel independen atau tidak terdapat gejala multikolinearitas.

#### c. Uji Autokorelasi

Hasil pengujian menunjukkan nilai dari *Durbin-Watson* sebesar 2,223 dengan sampel data penelitian atau  $N=415$ , variabel independen sebanyak 8 sehingga Pada table ditemukan untuk DL (*Lower Bound, L*) adalah 1,80327 dan untuk nilai DU (*Upper Bound, U*) adalah 1,87269. Karena nilai DW lebih besar dari nilai DU maka dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat gejala autokorelasi.

#### d. Uji Heteroskedastisitas

Uji Heteroskedastisitas dilakukan dengan melihat pola *grafik scatterplot*. Hasil pengujian heteroskedastisitas pada penelitian ini menunjukkan bahwa tidak terjadi heteroskedastisitas, karena titik-titik menyebar dan tidak membentuk pola tertentu yang teratur.

#### Analisi Korelasi dan Koefisien Determinasi

Nilai koefisien korelasi (R) menunjukkan seberapa erat hubungan antar variabel bebas, sedangkan nilai koefisien determinasi (R<sup>2</sup>) digunakan untuk mengukur seberapa jauh kemampuan model menerangkan variabel-variabel terikat.

Tabel 2  
Koefisien Korelasi (R) dan Koefisien Determinasi (R<sup>2</sup>)

Model Summary <sup>b</sup>				
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,487 <sup>a</sup>	,238	,223	,39499

a. Predictors: (Constant), LIKUID, FCF, MO, GROWTH, IO, SA, ROA, LD

Dilihat dari tabel 2 tersebut diatas, Nilai koefisien korelasi (R) sebesar 0,487 menunjukkan bahwa hubungan variabel DER terhadap variabel terikat cukup dan searah atau dengan kata lain jika nilai variabel bebas naik maka nilai variabel terikat juga naik.

Nilai koefisien determinasi (R<sup>2</sup>) sebesar 0,238 yang berarti bahwa sebesar 23,8% DER dapat dijelaskan dengan *managerial ownership, institutional ownership, ROA, growth, struktur aktiva, laba ditahan, dan likuiditas*. Sedangkan sisanya dipengaruhi oleh variabel lain diluar variabel bebas yang digunakan dalam penelitian ini.

#### Uji Hipotesis

##### Uji t

Untuk menguji hipotesis yang digunakan uji t yang menunjukkan pengaruh secara parsial dari masing variabel bebas terhadap variabel terikat. Pada tahapan ini dilakukan pengujian terhadap pengaruh variabel bebas yang terdapat pada model yang terbentuk untuk mengetahui apakah variabel bebas yang ada dalam model secara parsial mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap variabel terikat yaitu *free cash flow, managerial ownership, institutional ownership, ROA, growth, struktur aktiva, laba ditahan, dan likuiditas*.

Tabel 3  
Hasil Uji t  
DER = β<sub>n</sub> + β<sub>1</sub>FCF + β<sub>2</sub>MO + β<sub>3</sub>IO + β<sub>4</sub>ROA + β<sub>5</sub>GROWTH + β<sub>6</sub>SA + β<sub>7</sub>LD + β<sub>8</sub>LIKUID + E

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
	1 (Constant)	-,190	,120				-1,587
FCF	5,43	,000	,152	3,151	,002	,803	1,245
MO	-,180	,029	-,283	-6,238	,000	,915	1,092
IO	-,091	,112	-,036	-,815	,415	,948	1,054
ROA	-,889	,144	-,290	-6,177	,000	,851	1,175
GROWTH	,108	,061	,079	1,784	,075	,966	1,035
SA	,433	,097	,204	4,458	,000	,893	1,119
LD	-2,308	,000	-,193	-4,012	,000	,812	1,231
LIKUID	-,001	,000	-,167	-3,802	,000	,978	1,022

Dependent Variable: DER

Sumber Data : Hasil Olahan SPSS versi 21.0

### **Pengaruh *free cash flow* terhadap kebijakan hutang (DER)**

Berdasarkan hasil penelitian diatas nilai signifikansi variabel *free cash flow*  $0,002 < \alpha = 5\%$  (0,05) menunjukkan *free cash flow* mempunyai pengaruh positif terhadap kebijakan hutang (DER). Tanda Positif ini menunjukkan pengaruh searah dengan kebijakan hutang (DER). Hasil ini mendukung pernyataan Jensen, 1986 yang menyatakan bahwa ketika *free cash flow* tinggi maka perusahaan akan cenderung menggunakan hutang untuk pendanaan perusahaannya. Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian Indahningrum & Handayani (2009) yang hasil uji hipotesis yang menunjukkan adanya pengaruh positif antara variabel *free cash flow* dengan kebijakan hutang (DER). Hasil tersebut juga sejalan dengan teori yang menyatakan untuk mengendalikan *free cash flow* yang berlebihan oleh manajer maka penggunaan kebijakan hutangan dipilih sebagai sumber pendanaan perusahaan sehingga dapat mengurangi konflik keagenan dan *agency cost of free cash flow*.

### **Pengaruh *managerial ownership* terhadap kebijakan hutang (DER)**

Berdasarkan hasil penelitian diatas dapat diketahui bahwa variabel *managerial ownership* bertanda negatif dengan nilai signifikansi  $0,000 < \alpha = 5\%$  (0,05) yang menunjukkan bahwa variabel *managerial ownership* memiliki pengaruh negatif (tidak searah) terhadap kebijakan hutang (DER). Hasil tersebut sesuai dengan teori yang dinyatakan oleh Jensen dan Meckling (1976) bahwa para pemegang saham yang lebih besar akan lebih termotivasi dan memiliki kekuatan yang lebih besar dalam menjamin maksimalisasi nilai para pemegang saham dengan mensejajarkan kepoentingan para pemegang saham dengan kepentingan manajer sehingga dapat mengurangi *agency cost*. Hasil tersebut juga konsisten dengan hasil penelitian Indana (2010) yang menyatakan bahwa kepemilikan manajerial yang lebih besar akan menurunkan kebijakan hutang perusahaan.

### **Pengaruh *institutional ownership* terhadap kebijakan hutang (DER)**

Berdasarkan hasil uji hipotesis tersebut diatas, koefisien variabel *institutional ownership* bertanda negatif dengan nilai signifikansi  $0,415 > \alpha = 5\%$  (0,05) yang menunjukkan bahwa variabel *institutional ownership* tidak memiliki pengaruh terhadap kebijakan hutang (DER). Hal ini konsisten dengan hasil penelitian Damayanti (2006) yang menyatakan bahwa investor institusional sebagai pihak yang memonitor *agent* hanya sebatas sebagai pengawas tindakan pihak manajemen, namun yang berperan secara aktif dalam pengambilan keputusan mengenai hutang adalah pihak manajemen. Penelitian lain yang memiliki hasil yang sama diantaranya seperti Narita (2012) dengan hasil uji signifikansi sebesar  $0,074 > 0,05$  dan penilitian Surya dan Rahayuningsih (2012) dengan hasil uji signifikansi sebesar  $0,776 > 0,05$ . Hasil tersebut bertentangan dengan pernyataan Yeniatie dan Destriana (2010) yang menyatakan bahwa adanya monitoring yang efektif dari investor institusional akan berdampak pada penurunan pegguaan hutangkarena peran hutang sebagai salah satu alat monitoring *agency cost* telah diambil alih oleh investor institusional.

### **Pengaruh profitabilitas (ROA) terhadap kebijakan hutang (DER)**

Hasil uji hipotesis pada variabel profitabilitas (ROA) menunjukkan nilai signifikansi sebesar  $0,000 < \alpha = 5\%$  (0,05) dengan tanda negatif (tidak searah). Sehingga dapat disimpulkan bahwa variabel profitabilitas (ROA) memiliki pengaruh negatif terhadap kebijakan hutang (DER). Semakin tinggi tingkat profitabilitas perusahaan maka akan semakin rendah hutang yang digunakan dalam kegiatan pendanaan. Hasil ini mendukung *pecking order theory* yang menyatakan bahwa perusahaan lebih mengutamakan *internal financing* dan jika perusahaan memerlukan *eksternal financing* maka perusahaan akan memilih menerbitkan sekuritas yang paling aman terlebih dahulu. Hasil penelitian ini konsisten dengan dengan Indahningrum dan Handayani (2009) yang menyatakan bahwa perusahaan yang memiliki tingkat profitabilitas yang tinggi akan menghasilkan dana yang

lebih besar bagi perusahaan yang akan berdampak pada berkurangnya tingkat penggunaan hutang. Namun hasil tersebut bertentangan dengan hasil penelitian Hardiningsih dan Oktaviani (2010) yang menemukan adanya pengaruh positif antara profitabilitas dengan kebijakan hutang perusahaan. Hasil ini juga tidak sesuai dengan teori keagenan yang menyatakan bahwa perusahaan yang memiliki profitabilitas yang tinggi seharusnya akan meningkatkan penggunaan hutang perusahaan untuk meminimalkan konflik keagenan antara pihak manajemen dengan para pemegang saham.

#### **Pengaruh pertumbuhan perusahaan terhadap kebijakan hutang (DER)**

Hasil uji hipotesis pada variabel pertumbuhan perusahaan (GROWTH) menunjukkan nilai signifikansi sebesar  $0,075 > \alpha = 5\%$  (0,05). Sehingga dapat disimpulkan bahwa variabel pertumbuhan perusahaan (GROWTH) tidak memiliki pengaruh terhadap kebijakan hutang (DER). Hal ini dikarenakan perusahaan sampel yang diteliti memiliki nilai ekuitas yang lebih tinggi dari nilai hutangnya. Hasil tersebut menunjukkan bahwa tingkat pertumbuhan perusahaan belum mampu mempengaruhi tingkat penggunaan hutang perusahaan dalam rangka untuk mengurangi *agency cost* perusahaan. Tidak semua perusahaan yang memiliki tingkat pertumbuhan tinggi akan memilih hutang sebagai sumber pendanaannya, perusahaan akan tetap memilih sumber pendanaan yang mempunyai *borrowing cost* yang lebih murah dan lebih mengandalkan dana internalnya (Steven dan Lina, 2011). Hasil ini tidak konsisten dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Hardiningsih dan Oktaviani (2012) yang menemukan bahwa pertumbuhan perusahaan berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang perusahaan.

#### **Pengaruh struktur aktiva terhadap kebijakan hutang (DER)**

Hasil uji hipotesis pada variabel struktur aktiva menunjukkan nilai signifikansi sebesar  $0,000 < \alpha = 5\%$  (0,05) dengan tanda positif (searah). Sehingga dapat disimpulkan bahwa variabel struktur aktiva memiliki pengaruh positif terhadap kebijakan hutang (DER). Hasil penelitian ini konsisten dengan hasil penelitian Nasrizal dkk. (2010) yang menyatakan bahwa semakin besar aktiva tetap yang dimiliki perusahaan untuk digunakan sebagai jaminan maka akan semakin besar pula penggunaan hutangnya. Hasil ini juga mendukung pernyataan yang menyatakan semakin tinggi *fixed asset* dalam *total asset* perusahaan akan mempermudah perusahaan dalam memperoleh hutang karena *fixed asset* yang dimiliki perusahaan tersebut dapat digunakan sebagai jaminan hutang (Steven & Lina, 2011). Penelitian lain yang menunjukkan hasil yang sama adalah penelitian Yeniati & Destriana (2010) yang memperoleh hasil signifikansi sebesar  $0,000 < 0,05$  dan berarah positif. Namun hasil tersebut tidak sesuai dengan *pecking order theory* yang menyatakan bahwa perusahaan yang memiliki pertumbuhan yang tinggi artinya perusahaan tersebut mempunyai sumber internal yang dapat mencukupi kegiatannya, sehingga perusahaan cenderung lebih memilih sumber pendanaan internal terlebih dahulu daripada dengan penggunaan hutang.

#### **Pengaruh laba ditahan terhadap kebijakan hutang (DER)**

Hasil uji hipotesis pada variabel laba ditahan menunjukkan nilai signifikansi sebesar  $0,000 < \alpha = 5\%$  (0,05) dengan tanda negatif (tidak searah). Sehingga dapat disimpulkan bahwa variabel laba ditahan memiliki pengaruh negatif terhadap kebijakan hutang (DER). Penelitian ini konsisten dengan hasil penelitian dari Hardiningsih & Oktaviani (2012) yang menyatakan bahwa semakin besar laba ditahan yang dimiliki perusahaan maka semakin besar pula penggunaan dana internal perusahaan yang digunakan untuk reinvestasi, sehingga tidak banyak menggunakan dana dari pihak lain. Hasil tersebut juga sesuai dengan *pecking order theory* yang menyatakan bahwa perusahaan yang memiliki dana internal yang besar maka kebijakan hutangnyapun akan turun karena perusahaan akan lebih memilih

pendanaan dari laba ditahan terlebih dahulu sebelum menggunakan sumber pendanaan eksternal dalam hal ini adalah hutang.

### **Pengaruh likuiditas terhadap kebijakan hutang (DER)**

Hasil uji hipotesis pada variabel likuiditas menunjukkan nilai signifikansi sebesar  $0,000 < \alpha = 5\%$  (0,05) dengan tanda negatif (tidak searah). Sehingga dapat disimpulkan bahwa variabel likuiditas memiliki pengaruh negatif terhadap kebijakan hutang (DER). Semakin tinggi likuiditas perusahaan maka akan menurunkan penggunaan hutang perusahaan. Hasil temuan ini konsisten dengan teori yang menyatakan bahwa semakin besar likuiditas perusahaan menunjukkan kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajibannya (Kasmir, 2010:134). Hasil penelitian ini juga konsisten dengan hasil penelitian Damayanti dan Hartini (2014) menunjukkan bahwa likuiditas memiliki pengaruh negatif terhadap kebijakan hutang. Hasil tersebut juga didukung oleh *pecking order theory*, dimana struktur pendanaan perusahaan mengikuti suatu urutan sumber pendanaan yang akan dipilih perusahaan, dan perusahaan akan memprioritaskan sumber pendanaan internal daripada sumber pendanaan eksternal.

## **SIMPULAN DAN SARAN**

### **Simpulan**

Penelitian ini dilakukan untuk mengetahui faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan hutang pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode 2009-2013. Teknik pengambilan sampel pada penelitian ini adalah *purposive sampling* dan diperoleh 83 perusahaan sampel penelitian sehingga secara keseluruhan terdapat 415 pengamatan. Sedangkan teknik analisis data menggunakan analisis regresi berganda.

Berdasarkan hasil pengujian hipotesis menggunakan uji t dapat disimpulkan bahwa *free cash flow* berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang (DER) dengan nilai signifikansi variabel *free cash flow* sebesar 0,002 dan nilai  $t_{hitung}$  pengujian sebesar 3,151. Hasil ini menunjukkan bahwa semakin tinggi tingkat *free cash flow* perusahaan maka akan menaikkan kebijakan hutang perusahaan.

*Managerial ownership* berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang. Hal ini dibuktikan dengan nilai signifikansi sebesar 0,000 dan nilai  $t_{hitung}$  pengujian sebesar -6,238. Hal ini menunjukkan bahwa semakin tinggi *managerial ownership*, maka tingkat kebijakan hutang yang diambil akan semakin turun.

*Institutional ownership* tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang (DER). Hal ini dibuktikan dengan nilai signifikansi sebesar 0,415 dan nilai  $t_{hitung}$  pengujian sebesar -0,815. Hal ini menunjukkan bahwa investor institusional hanya sebagai pihak yang memonitoring tindakan manajemen dan tidak berperan secara aktif dalam pengambilan keputusan mengenai kebijakan hutang, dan mendelegasikan keputusan tersebut kepada pihak manajemen.

Profitabilitas memiliki pengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang (DER). Hal ini dibuktikan dengan nilai signifikansi sebesar 0,000 dengan nilai  $t_{hitung}$  pengujian sebesar -6,177. Hasil tersebut menunjukkan bahwa perusahaan yang *profitable* cenderung memiliki kebijakan hutang yang lebih rendah.

Growth tidak berpengaruh secara signifikan terhadap kebijakan hutang (DER) dengan nilai signifikansi sebesar 0,075 dan nilai  $t_{hitung}$  pengujian sebesar 1,784. Hal tersebut menunjukkan bahwa tingginya tingkat pertumbuhan perusahaan tidak memiliki pengaruh terhadap kebijakan hutang yang akan diambil perusahaan.

Struktur aktiva mempunyai pengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang dengan nilai signifikansi sebesar 0,000 dan nilai  $t_{hitung}$  pengujian sebesar 4,458. Dari hasil tersebut dapat disimpulkan bahwa perusahaan dengan struktur aktiva yang tinggi akan menaikkan tingkat kebijakan hutang perusahaan.

Laba ditahan mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan hutang (DER) dengan nilai signifikansi sebesar 0,000 dan nilai  $t_{hitung}$  pengujian sebesar -4,012. Hal ini menunjukkan bahwa semakin besar laba ditahan yang dimiliki perusahaan maka tingkat kebijakan hutang yang diambil akan semakin turun.

Likuiditas memiliki pengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang. Hal ini dibuktikan oleh hasil nilai signifikansi sebesar 0,000 dan nilai  $t_{hitung}$  pengujian sebesar -3,802. Hal ini menunjukkan bahwa tingkat likuiditas perusahaan yang tinggi akan menurunkan kebijakan hutang perusahaan.

### Saran

Berdasarkan hasil pengujian dan analisis pembahasan serta beberapa kesimpulan yang sudah dikemukakan pada penelitian ini, diharapkan dapat memberi gambaran mengenai faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan hutang pada perusahaan manufaktur yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia (BEI). Tetapi penelitian ini masih memiliki keterbatasan-keterbatasan. Diharapkan penelitian ini dapat memberikan gambaran untuk penelitian selanjutnya agar dapat lebih baik.

Adapun saran-saran yang dapat diberikan melalui penelitian ini sehingga dapat memberikan hasil yang lebih baik bagi penelitian selanjutnya, adalah sebagai berikut :

1. Peneliti menggunakan sampel perusahaan hanya pada sektor manufaktur, untuk itu disarankan bagi penelitian selanjutnya dapat menambah lebih banyak sampel yaitu dari beberapa sektor perusahaan sehingga dapat digunakan sebagai dasar generalisasi.
2. Penelitian ini membatasi pengamatan selama lima tahun yaitu pada tahun 2009 sampai dengan 2013, disarankan untuk penelitian selanjutnya dapat melakukan penelitian untuk tahun-tahun berikutnya
3. Untuk penelitian-penelitian selanjutnya diharapkan dapat menambahkan variable lain yang memiliki pengaruh terhadap kebijakan hutang seperti pajak penghasilan dan investasi.

### DAFTAR PUSTAKA

- Andriani. 2009. Analisis Pengaruh Current Ratio, Sales Growth, Return On Asset, Retained Earning dan Size terhadap Debt to Equity Ratio. Tesis. Universitas Diponegoro. Semarang.
- Brigham dan Houston. 2011. *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*. Buku Kedua. Edisi 11. Salemba Empat. Jakarta.
- Brigham dan Houston. 2006. *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*. Buku Kedua. Edisi 10. Penerbit Salemba Empat. Jakarta.
- Christiawan, Y.J. dan J. Tarigan. 2007. Kepemilikan Manajerial Kebijakan Hutang, Kinerja dan Nilai Perusahaan. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan Vol. 9 No. 1 (Mei)*: 1-8.
- Damayanti, D. T. Hartini. 2014. Pengaruh Profitabilitas, Likuiditas, Pertumbuhan Penjualan, dan Ukuran Perusahaan Sektor Consumer Goods di BEI Periode 2008-2012.
- Damayanti, I. 2006. Analisa Pengaruh Free Cash Flow dan Struktur Kepemilikan Saham Terhadap Kebijakan Utang Perusahaan Manufaktur di Indonesia. Skripsi. Program S1 Fakultas Ekonomi Universitas Islam Indonesia. Yogyakarta.
- Faisal, M. 2004. Analisis Pengaruh *Free Cash Flow*, Set Kesempatan Investasi, Kepemilikan Manajerial, dan Ukuran Perusahaan terhadap Kebijakan Hutang. Tesis. Program Studi Magister Manajemen Universitas Diponegoro. Semarang.
- Ghozali, I. 2007. *Aplikasi Analisis Multivariate Dengan Program SPSS*. Cetakan Keempat. Badan Penerbit Universitas Diponegoro. Semarang .
- Gujarati, D. 1995. *Ekonometrika Dasar*. Penerbit Erlangga. Jakarta.

- Hardiningsih, P. dan R. Oktaviani. 2012. Determinan Kebijakan Hutang (Dalam Agency Theory dan Pecking Order Theory). *Dinamika Akuntansi, Keuangan dan Perbankan Vol. 1 No. 1 (Mei)*: 11-24.  
[http://fi.qu.edu.az/~faliyev/books/f\\_ross.pdf](http://fi.qu.edu.az/~faliyev/books/f_ross.pdf). 18 Februari 2013 (14:25).
- Indahningrum, R.P. dan R. Handayani. 2009. Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institutional, Dividen, Pertumbuhan Perusahaan, Free Cash Flow, dan Profitabilitas terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi Vol. 11(3)*: 189-207.
- Indana, R. 2010. Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Dividen, dan Struktur Asse Terhadap Kebijakan Utang Pada Perusahaan Manufaktur yang Masuk Daftar Efek Syariah. Skripsi. Program Studi Keuangan Islam Fakultas Syariah dan Hukum Universitas Islam Negeri Sunan Kalijaga. Yogyakarta.
- Indriani, A. 2009. Analisis Pengaruh *Current Ratio, Sales Growth, Return On Assets, Retained Earning dan Size Terhadap Debt To Equity Ratio*. Tesis. Program Studi Magister Manajemen Universitas Diponegoro. Semarang.
- Jensen and Meckling. 1976. Theory of the firm Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure. *Journal of financial economics*: 305-360.
- Jensen dan Meckling. 1976. Theory Of The Firm Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal Of Financial Economics 3 (Januari)* : 305-360.
- Kasmir. 2010. *Analisis Laporan Keuangan*. Rajawali Pers. Jakarta.
- Milanto, D. 2012, Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang, *Dinamika Manajemen Vol. 2 (3)*: 97-112.
- Murni, S dan Andrana. 2007. Pengaruh Insider Ownership, Institutional Investor, Dividen Payments, dan Firm Growth Terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan. *Jurnal Akuntansi dan Bisnis Vol. 7 (1) (Februari)* : 15-24.
- Narita. R.M. 2012. Analisis Kebijakan Hutang. *Accounting Analysis Journal Vol. 1 (2)*: 1-6.
- Nasrizal dkk. 2010. Analisis Pengaruh Free Cash Flow, Kebijakan Dividen, Kepemilikan Saham Manajerial, dan Kepemilikan Institusional terhadap Kebijakan Hutang. *Jurnal Ekonomi Vol. 18 (4)*.
- Priyatno, D. 2012. *Cara Kilat Belajar Analisis Data dengan SPSS 20*. Edisi 1. Andi. Yogyakarta.
- Ross et al. 2000. *Fundamentals of Corporate Finance*. 5th ed. Mc Graw Hill. Boston.
- Santosa, P. B dan P. Puji. 2005. *Analisis Statistik dengan Ms.Excel dan SPSS*. Penerbit Andi Yogyakarta. Yogyakarta
- Santosa, S. 2004. *Buku Latihan SPSS Statistik Parametrik*. PT. Elex Media Komputindo. Jakarta
- Steven dan Lina. 2011. Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang Perusahaan Manufaktur. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi Vol. 13 (3)*: 163-181.
- Surya, D. dan D.A. Rahayuningsih. 2012. Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang Perusahaan Non Keuangan yang Terdaftar dalam Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi Vol. 14 No. 3 (Desember)*: 213-225.
- Wahidahwati. 2002. Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Institusional pada Kebijakan Hutang Perusahaan: Sebuah Perspektif Theory Agency. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia Vol. 5 No. 1*.
- Yeniatie. dan N. Destriana. 2010. Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang pada Perusahaan Non Keuangan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi Vol. 12 (1)*: 1-16.