

## PENGARUH *FREE CASH FLOW*, PROFITABILITAS, DAN KEPEMILIKAN MANAJERIAL TERHADAP KEBIJAKAN HUTANG PERUSAHAAN

Lufiana Satiti  
*Lufiana.wina24@gmail.com*  
Endang Dwi Retnani

Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Indonesia (STIESIA) Surabaya

### ABSTRACT

*This research is aimed to examine the influence of free cash flow, profitability, and managerial ownership to the debt policy of manufacturing companies in consumption goods sector which are listed in Indonesia Stock Exchange. The population is manufacturing companies in consumption goods sector which are listed in Indonesia Stock Exchange (IDX) in 2011-2015 periods. The sample collection has been done by using purposive sampling and based on the predetermined criteria, 15 manufacturing companies have been selected as samples with the amount of research observation is 75 observations. The result of the research shows that free cash flow gives significant positive influence to the debt policy. It shows that high free cash flow will increase company debt. Because high free cash flow will make the stockholders desire to share it in the form of dividend. Profitability give significant and negative influence to the company debt policy. It shows that the high profit which has been obtained by the company will make the level of company debt low, because the high profit is used to fulfill the operational needs and company investment. Meanwhile, the managerial ownership does not give any influence to the debt policy. It reflects that the public company managers are not the defining factor in Indonesia in the making of funding decision policy from debt because the amount of managerial ownership is lower than the amount of institutional ownership in the company.*

*Keywords: free cash flow, profitability, managerial ownership, debt policy.*

### ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh *free cash flow*, profitabilitas, dan kepemilikan manajerial terhadap kebijakan hutang pada perusahaan manufaktur sektor industri barang konsumsi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur sektor industri barang konsumsi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode 2011-2015. Pengambilan sampel digunakan metode *purposive sampling* dan berdasarkan kriteria yang telah ditentukan maka diperoleh sampel sebanyak 15 perusahaan dengan jumlah observasi dalam penelitian ini sebanyak 75 pengamatan. Hasil penelitian menunjukkan bahwa *free cash flow* berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan hutang. Hal ini menunjukkan dengan adanya *free cash flow* yang tinggi perusahaan akan meningkatkan hutang perusahaan dikarenakan dengan *free cash flow* yang tinggi pemegang saham menginginkan dibagikan dalam bentuk dividen. Profitabilitas berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan hutang perusahaan. Menunjukkan dengan tingginya profit yang diperoleh perusahaan akan semakin rendah tingkat hutang perusahaan, dikarenakan profit yang tinggi digunakan untuk memenuhi kebutuhan operasional dan investasi perusahaan. Sedangkan kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Hal ini mencerminkan bahwa manajer perusahaan publik di Indonesia bukanlah sebagai faktor penentu dalam pengambilan kebijakan pendanaan dari hutang dikarenakan jumlah kepemilikan manajerial yang terlalu rendah dibandingkan dengan jumlah kepemilikan institusional dalam perusahaan.

**Kata kunci:** *free cash flow*, profitabilitas, kepemilikan manajerial, kebijakan hutang.

## PENDAHULUAN

Pada era globalisasi saat ini, persaingan dalam kegiatan bisnis berkembang sangat pesat. Sehingga setiap pelaku usaha dituntut untuk mampu meningkatkan dan mempertahankan nilai maupun keuntungan perusahaan. Dalam pengelolaan fungsi keuangannya, salah satu unsur yang perlu diperhatikan adalah seberapa besar perusahaan mampu memenuhi kebutuhan dana yang akan digunakan untuk mengoperasikan dan mengembangkan usahanya. Pemenuhan dana ini biasanya bersumber dari dana sendiri, modal saham atau dengan hutang. Besar kecilnya hutang yang akan digunakan untuk mendanai perusahaan diputuskan oleh pihak perusahaan melalui kebijakan hutang.

Kebijakan hutang merupakan kebijakan yang perlu diambil oleh manajer yang akan digunakan untuk mendanai operasional pada suatu perusahaan, kebijakan tersebut sangat menentukan kemampuan perusahaan dalam melakukan aktivitas operasinya. Apabila perusahaan meningkatkan hutang, maka perusahaan secara tidak langsung meningkatkan risiko keuangan perusahaan, risiko tersebut meliputi ketidakmampuan perusahaan untuk membayar kewajibannya dan kemungkinan tidak tercapainya tingkat laba yang ditargetkan perusahaan, oleh karena itu penggunaan hutang harus dikelola dengan baik.

Dalam menentukan kebijakan hutang, ada beberapa faktor yang perlu dipertimbangkan oleh perusahaan, salah satunya adalah profitabilitas. Profitabilitas merupakan hasil akhir bersih dari berbagai kebijakan dan keputusan, dimana rasio ini digunakan sebagai alat pengukur atas kemampuan perusahaan untuk memperoleh keuntungan dari setiap rupiah penjualan yang dihasilkan. Perusahaan dengan tingkat profitabilitas yang tinggi umumnya menggunakan hutang dalam jumlah yang relatif sedikit karena dengan tingkat pengembalian investasi yang tinggi perusahaan dapat melakukan permodalan dengan laba ditahan dan mengandalkan sumber dana internal, hal ini sesuai dengan *pecking order theory*. Husnan (2000:324) menyatakan bahwa *pecking order theory* adalah teori yang menjelaskan mengapa perusahaan menentukan hierarki sumber dana yang paling disukai. Perusahaan pada umumnya lebih memilih dana yang berasal dari dalam perusahaan yang merupakan hasil dari operasi daripada menggunakan dana yang berasal dari luar (hutang). Namun saat tingkat profitabilitas rendah, perusahaan akan menggunakan hutang yang tinggi sebagai sumber dana untuk operasional perusahaan.

Faktor yang mempengaruhi kebijakan hutang perusahaan, selain profitabilitas adalah *free cash flow*. Ross et al (2000) mendefinisikan bahwa *Free cash flow* merupakan kas lebih perusahaan yang dapat didistribusikan kepada kreditur atau pemegang saham yang tidak diperlukan lagi untuk modal kerja atau investasi pada aset tetap. Semakin besar *free cash flow* yang tersedia maka semakin besar kemampuan perusahaan untuk membayar hutangnya, jadi ketika perusahaan memiliki *free cash flow* yang memadai pihak manajemen perusahaan dapat mengambil kebijakan hutang (Gusti, 2013). *Free cash flow* biasanya sering menjadi pemicu timbulnya masalah antara para pemegang saham dan manajer. Hal ini dikarenakan para manajer lebih menginginkan dana tersebut diinvestasikan lagi pada proyek-proyek yang dapat menghasilkan keuntungan, karena alternatif ini akan meningkatkan intensif yang diterima. Di sisi lain, pemegang saham mengharapkan sisa dana tersebut dibagikan sehingga akan menambah kesejahteraan mereka.

Faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan hutang telah banyak dilakukan penelitian, seperti penelitian yang dilakukan oleh Tarjo dan Jogiyanto (2003) dan Naini (2014) melakukan penelitian dengan hasil *free cash flow* berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang. Dan hasil tersebut bertentangan dengan penelitian yang dilakukan oleh Rizqiyah (2011) yang menyatakan bahwa *free cash flow* berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang. Penelitian yang dilakukan oleh Karinaputri dan Sofian (2012) dan Mahsunah (2013) membuktikan bahwa variabel profitabilitas berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang. Namun penelitian tersebut bertentangan dengan penelitian yang dilakukan Hardiningsih dan Oktaviani (2012) yang menyatakan bahwa profitabilitas

memiliki pengaruh positif terhadap kebijakan hutang. Faisal (2004) dan Yeniatie dan Destriana (2010) melakukan penelitian dengan kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa penggunaan hutang akan semakin berkurang seiring dengan meningkatnya kepemilikan manajerial didalam perusahaan. Penelitian ini bertentangan dengan hasil penelitian Indahningrum dan Handayani (2009) yang membuktikan kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan.

Berdasarkan hasil penelitian sebelumnya yang masih menunjukkan ketidak konsistenan antara pengaruh variabel *free cash flow*, profitabilitas dan kepemilikan manajerial terhadap kebijakan hutang. Maka peneliti tertarik melakukan penelitian kembali untuk menguji variabel tersebut, sehingga dapat mendukung hasil penelitian sebelumnya dengan data yang relevan sesuai kondisi saat ini.

Penelitian ini bertujuan untuk menguji apakah *free cash flow*, profitabilitas, dan kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan. Penelitian ini berbeda dengan penelitian sebelumnya dalam hal penggunaan variabel independen dan dalam hal jangka waktu pengambilan sampel yang lebih panjang yaitu antara tahun 2011-2015. Penambahan periode pengamatan dan penggunaan variabel independen yang berbeda dimaksudkan untuk mendapatkan data yang lebih banyak dan hasil penelitian ini mempunyai daya komparabilitas yang lebih baik.

## TINJAUAN TEORETIS

### Teori Keagenan (*Agency Theory*)

Teori keagenan menjelaskan sebagai hubungan yang terjadi ketika satu atau lebih individu, yaitu prinsipal yang menyewa individu atau organisasi lain, yang disebut sebagai agen, untuk melakukan sejumlah jasa atau mendelegasikan kewenangan untuk membuat keputusan kepada agen tersebut (Brigham dan Houston, 2009:26). Hubungan keagenan yang utama terjadi didalam sebuah perusahaan yaitu: antara pemegang saham dengan manajer dan antara manajer dengan pihak kreditur.

Hubungan keagenan antara pemegang saham dengan manajer biasanya terdapat konflik diantara keduanya, hal ini terjadi pada saat terdapat *free cash flow*. *Free cash flow* ini mengakibatkan adanya perbedaan kepentingan antara pemegang saham dan manajer. Misalnya ketika perusahaan tidak lagi mempunyai kesempatan investasi yang menarik, pemegang saham menginginkan *free cash flow* dibagikan kepada mereka dalam bentuk dividen. Disisi lain manajer cenderung ingin menahan sumber daya (termasuk *free cash flow*) tersebut sehingga manajer mempunyai kontrol atas sumber daya tersebut (Hanafi, 2008:317).

Sedangkan konflik keagenan antara kreditur dan pemegang saham muncul karena pemegang saham selalu menginginkan agar manajer bersifat agresif dalam menerima proyek-proyek dengan *expected return* (pengembalian yang diharapkan) yang tinggi sedangkan di sisi lain, *expected return* yang tinggi sudah pasti mengandung risiko yang tinggi pula (*high risk, high return*). Jika perusahaan mengambil proyek yang berisiko tinggi maka akan meningkatkan risiko kebangkrutan perusahaan sehingga kreditur merasa khawatir pinjaman yang diberikan tidak dapat dikembalikan oleh perusahaan. Apabila proyek yang berisiko tinggi tersebut dapat memberikan hasil baik, kreditur akan tetap dibayar dengan tingkat bunga sesuai kontrak, sedangkan keuntungan sisa (*residual gain*) akan menjadi hak pemegang saham meskipun kreditur juga telah menanggung tambahan risiko atas kemungkinan gagalnya proyek.

### *Pecking Order Theory*

Husnan (2000:324) menyatakan bahwa *pecking order theory* adalah teori yang menjelaskan mengapa perusahaan menentukan hierarki sumber dana yang paling disukai.

Perusahaan pada umumnya lebih memilih dana yang berasal dari dalam perusahaan yang merupakan hasil dari operasi daripada menggunakan dana yang berasal dari luar (hutang). Perusahaan-perusahaan yang mampu menghasilkan laba yang besar, menggunakan modal sendiri dalam jumlah yang sedikit. Hal tersebut bukan karena perusahaan memiliki target rasio hutang yang rendah, melainkan perusahaan memerlukan pendanaan dari luar yang sedikit. Sebaliknya perusahaan yang menghasilkan laba yang sedikit, cenderung akan menggunakan hutang yang besar sebagai sumber pendanaan karena dua alasan, yaitu dana internal tidak mencukupi, dan hutang merupakan sumber dana yang disukai.

Teori tersebut menjelaskan mengapa hierarki tersebut akan terjadi. Hierarki ini terjadi karena adanya asimetri informasi antara manajemen dan pemegang saham. Dimana manajemen mempunyai informasi yang lebih banyak dari pemegang saham karena merekalah yang mengambil keputusan-keputusan keuangan. Informasi asimetri ini mempengaruhi pilihan antara sumber dana internal (sumber dari operasional) atau dari eksternal, dan antara penerbitan hutang baru atau penerbitan saham baru.

### **Kebijakan Hutang**

Menurut Mahsunah (2013) kebijakan hutang menggambarkan keputusan yang diambil oleh manajemen dalam menentukan sumber pendanaannya dari pihak ketiga untuk membiayai aktivitas operasional perusahaan. Kebijakan hutang pada dasarnya menjadi kebijakan yang digunakan untuk menentukan nilai perusahaan. Sehingga penggunaan besarnya hutang dalam pendanaan sebuah perusahaan tergantung dari kebijakan manajer bersama para pemegang saham perusahaan. Menurut Munawir (2008) hutang adalah semua kewajiban keuangan perusahaan kepada pihak lain yang belum terpenuhi, hutang ini merupakan sumber dana atau modal perusahaan yang berasal dari kreditor. Jensen (dalam Naini, 2014) Penggunaan hutang akan menimbulkan risiko yang akan diperoleh perusahaan apabila tidak mampu melunasi kembali hutang tersebut dan akan terancam likuidasinya, semakin tinggi penggunaan hutang maka semakin tinggi probabilitas kebangkrutan perusahaan.

Penentuan hutang perusahaan berkaitan dengan struktur modal karena hutang merupakan salah satu komposisi struktur modal. Perusahaan dinilai berisiko apabila memiliki porsi hutang yang besar dalam struktur modal, namun sebaliknya apabila perusahaan menggunakan hutang yang kecil atau tidak sama sekali maka perusahaan dinilai tidak dapat memanfaatkan tambahan modal eksternal yang dapat meningkatkan operasional perusahaan.

### **Free cash flow**

*Free cash flow* didefinisikan sebagai arus kas yang tersisa setelah seluruh proyek yang menghasilkan *net present value positif* dilakukan (Jensen dalam Tarjo dan Jogiyanto, 2003). Brigham dan Houston (2009:65) mendefinisikan arus kas bebas adalah kas yang benar-benar tersedia untuk didistribusikan (pemegang saham dan pemilik utang) setelah perusahaan menempatkan seluruh investasinya pada aset tetap, produk-produk baru, dan modal kerja yang dibutuhkan untuk mempertahankan operasi yang sedang berjalan. Sedangkan menurut Ross *et al* (2000) *Free cash flow* atau aliran kas bebas merupakan kas lebih perusahaan yang dapat didistribusikan kepada kreditor atau pemegang saham yang tidak diperlukan lagi untuk modal kerja atau investasi pada aset tetap.

*Free cash flow* ini menggambarkan seberapa besar kas tersedia untuk dibagikan kepada investor (Brigham dan Houston, 2009). *Free cash flow* menggambarkan kepada investor bahwa dividen yang dibagikan oleh perusahaan tidak sekedar strategi menyiasati pasar dengan maksud meningkatkan nilai perusahaan. Sementara bagi perusahaan yang melakukan pengeluaran modal, *free cash flow* akan mencerminkan dengan jelas mengenai perusahaan manakah yang masih mempunyai kemampuan dimasa depan atau tidak.

*Free cash flow* juga sering menjadi pemicu timbulnya masalah antara para pemegang saham dan manajer. Hal ini dikarenakan para manajer lebih menginginkan dana tersebut diinvestasikan lagi pada proyek-proyek yang dapat menghasilkan keuntungan, karena alternatif ini akan meningkatkan intensif yang diterima. Di sisi lain, pemegang saham mengharapkan sisa dana tersebut dibagikan sehingga akan menambah kesejahteraan mereka.

### **Profitabilitas**

Profitabilitas adalah kemampuan perusahaan memperoleh laba dalam hubungannya dengan penjualan, total aktiva, maupun modal sendiri (Sartono, 2010:122). Sedangkan menurut Murhadi (2013:63) profitabilitas adalah rasio yang menggambarkan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan keuntungan. Dengan demikian Profitabilitas merupakan kemampuan suatu perusahaan untuk memperoleh laba (keuntungan) dalam suatu periode tertentu. Kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba akan dapat menarik para investor untuk menanamkan dananya guna memperluas usahanya, sebaliknya tingkat profitabilitas yang rendah akan menyebabkan para investor menarik dananya.

Pada Penelitian ini profitabilitas di proksikan dengan *return on assets* (ROA). *Return on assets* atau sering diterjemahkan ke dalam bahasa Indonesia sebagai Rentabilitas Ekonomi mengukur kemampuan perusahaan menghasilkan laba pada masa lalu. Menurut Prihadi (2008:152) bahwa *return on asset* (ROA) mengukur tingkat laba terhadap aset yang digunakan dalam menghasilkan laba. Rasio ini dapat diartikan dengan dua cara yaitu: mengukur kemampuan perusahaan dalam mendayagunakan aset untuk perolehan laba dan mengukur hasil total untuk seluruh penyediaan sumber dana, yaitu kreditur dan investor.

### **Kepemilikan Manajerial**

Murni dan Andriana (2007) mendefinisikan Kepemilikan manajerial adalah presentase suara yang berkaitan dengan saham dan opsi yang dimiliki oleh manajer dan direksi suatu perusahaan. Presentase tersebut diperoleh dari banyaknya jumlah saham yang dimiliki oleh manajerial. Sedangkan menurut Christiawan dan Tarigan (2007) Kepemilikan manajerial adalah kepemilikan saham oleh manajer perusahaan atau dengan kata lain manajer tersebut sekaligus sebagai pemegang saham.

Kepemilikan manajerial tersebut menunjukkan adanya peran ganda oleh pihak manajemen sehingga dapat mensejajarkan kepentingan manajemen dengan para pemegang saham, hal ini merupakan salah satu cara untuk mengurangi konflik antara pemegang saham dan manajerial. Semakin besar tingkat kepemilikan saham oleh pihak manajemen akan menyebabkan manajerial lebih berhati-hati dalam menggunakan dana perusahaan dalam berinvestasi.

### **Pengembangan Hipotesis**

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

*Free cash flow* merupakan kas lebih perusahaan yang dapat didistribusikan kepada kreditor atau pemegang saham yang tidak diperlukan lagi untuk modal kerja atau investasi pada aset tetap (Ross et al, 2000). Berdasarkan teori keagenan perusahaan yang mempunyai *free cash flow* besar akan meningkatkan nilai hutang sebagai cara untuk mengurangi konflik keagenan yang terjadi antara manajerial dan pemegang saham. Hal ini sesuai dengan pendapat Jesen (dalam Naini, 2014) menyatakan bahwa perusahaan dengan *free cash flow* besar cenderung akan mempunyai level hutang yang tinggi untuk meminimumkan biaya keagenan dari *free cash flow* (*agency cost of free cash flow*). *Free cash flow* yang tinggi ini akan memaksa manajerial untuk mendistribusikan kepada pemegang saham dalam bentuk dividen. Sehingga manajerial akan mencari sumber dana dari pihak luar yang berupa hutang untuk merealisasikan rencana investasi perusahaan.

Hasil penelitian Tarjo dan Jogiyanto (2003) menunjukkan bahwa variabel *free cash flow* mempunyai pengaruh positif signifikan terhadap kebijakan hutang pada perusahaan besar dan kecil hasilnya sama-sama memiliki koefisiensi positif dan signifikan. Hal ini sama dengan penelitian oleh Indahningrum dan Handayani (2009), Mahsunah (2013) yang menyatakan bahwa *free cash flow* berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan hutang. Berdasarkan uraian tersebut, maka hipotesis penelitian ini sebagai berikut:

$H_1 = \text{Free cash flow}$  berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang.

### **Pengaruh Profitabilitas Terhadap Kebijakan Hutang**

Profitabilitas adalah kemampuan perusahaan memperoleh laba dalam hubungannya dengan penjualan, total aktiva, maupun modal sendiri (Sartono, 2010:122). Indahningrum dan Handayani (2009) menyatakan bahwa profitabilitas berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan hutang. Hasil penelitian tersebut sama dengan penelitian yang dilakukan oleh Makayanawati dan Mamdy (2009) dan Mahsunah (2013). Dimana semakin tinggi profitabilitas maka kebijakan hutang akan semakin rendah. Pada tingkat profitabilitas rendah perusahaan akan menggunakan hutang untuk memenuhi kebutuhan operasional dan investasi. Sebaliknya pada tingkat profitabilitas tinggi perusahaan akan mengurangi penggunaan hutang. Hal ini dikarenakan perusahaan mengalokasikan sebagian besar keuntungan pada saldo laba sehingga mengandalkan sumber internal dan pada saat profitabilitas rendah perusahaan akan menggunakan hutang yang tinggi sebagai sumber dana. Berdasarkan uraian tersebut, maka hipotesis yang dirumuskan sebagai berikut:

$H_2 = \text{profitabilitas}$  berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang.

### **Pengaruh Kepemilikan Manajerial Terhadap Kebijakan Hutang**

Kepemilikan manajerial adalah kepemilikan saham oleh manajer perusahaan atau dengan kata lain manajer tersebut sekaligus sebagai pemegang saham (Christiawan dan Tarigan, 2007). Jesen dan Meckling (dalam Natasia, 2015) 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.

Wahidahwati (2001) menyatakan bahwa kepemilikan manajerial mempunyai pengaruh signifikan dan berhubungan negatif terhadap kebijakan hutang. Hasil yang sama dibuktikan oleh Soesetio (2008) bahwa kepemilikan manajerial juga berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan hutang. Dengan demikian kepemilikan manajerial mampu digunakan untuk mengendalikan biaya keagenan penggunaan hutang serta mampu digunakan dalam pengambilan keputusan manajemen mengenai kebijakan hutang. Berdasarkan uraian tersebut, maka hipotesis yang dirumuskan sebagai berikut:

$H_3 = \text{Kepemilikan manajerial}$  berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang.

## **METODE PENELITIAN**

### **Populasi dan Sampel Penelitian**

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur sektor industri barang konsumsi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia secara konsisten pada tahun 2011 sampai tahun 2015. Penelitian ini menggunakan metode pengambilan sampel dengan teknik *purposive sampling*, yaitu teknik pengambilan sampel cara tidak acak dengan menggunakan kriteria yang disesuaikan dengan tujuan penelitian. Kriteria yang digunakan dalam menentukan sampel penelitian ini adalah sebagai berikut: (1) Perusahaan manufaktur sektor industri barang konsumsi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2011-2015; (2) Perusahaan manufaktur yang tidak mengalami delisting dan konsisten terdaftar pada

periode penelitian; (3) Perusahaan manufaktur secara konsisten mempublikasikan laporan keuangan; (4) Perusahaan manufaktur yang tidak mengalami kerugian pada periode penelitian; (5) Perusahaan manufaktur yang memiliki kepemilikan manajerial selama periode penelitian. Berdasarkan kriteria-kriteria yang telah ditetapkan dari tahun 2011 hingga tahun 2015 terdapat 39 perusahaan manufaktur sektor industri barang konsumsi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Dari seluruh populasi yang ada, sampel yang memenuhi kriteria yang telah ditentukan tersebut terdiri atas 15 sampel perusahaan dengan jumlah observasi 75.

## Definisi Operasional Dan Pengukuran Variabel

### Variabel Independen

#### *Free Cash Flow*

*Free Cash Flow* merupakan kelebihan arus kas setelah diperlukan untuk mendanai semua proyek yang memiliki *net present value positif*. Variabel ini diberi simbol FCF. *Free cash flow* dihitung dengan menggunakan rumus sebagai berikut (Ross et al, 2000):

$$FCF = AKOit - PMit - NWCit$$

Keterangan:

FCF : *Free cash flow*

AKOit : Aliran kas operasi perusahaan i pada tahun t

Dihitung dengan cara:

$$AKOit = EBIT + Penyusutan - Pajak$$

PMit : Pengeluaran modal perusahaan i pada tahun t

Dihitung dengan cara:

$$PMit = \text{Asset tetap bersih akhir periode} - \text{Asset tetap bersih awal periode} + \text{penyusutan}$$

NWCit: Modal kerja bersih perusahaan i pada tahun t

Dihitung dengan cara:

$$NWCit = \text{Saldo akhir MKB} - \text{Saldo awal MKB}$$

$$MKB = \text{Asset lancar} - \text{liabilitas lancar}$$

### Profitabilitas

Menurut Murhadi (2013:63) profitabilitas adalah rasio yang menggambarkan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan keuntungan. Profitabilitas dapat diukur dengan menggunakan *Return On Assets* (ROA) yang merupakan tingkat kemampuan perusahaan menghasilkan laba dengan menggunakan total aset (kekayaan) yang dimiliki perusahaan setelah disesuaikan dengan biaya-biaya untuk menandai aset tersebut. Pengukuran variabelnya berdasarkan *return on asset* dengan rumus (Hanafi dan Halim, 2012:81) sebagai berikut:

$$\text{Return on Asset} = \frac{\text{Laba Bersih}}{\text{Total Aset}}$$

### Kepemilikan Manajerial

Kepemilikan manajerial adalah presentase suara yang berkaitan dengan saham dan opsi yang dimiliki oleh manajer dan direksi suatu perusahaan. Presentase tersebut diperoleh dari banyaknya jumlah saham yang dimiliki oleh manajerial. Kepemilikan manajerial diukur dari presentase saham yang dimiliki direksi dan manajer dibagi dengan total jumlah keseluruhan saham beredar (Wahidahwati, 2002), dengan rumus sebagai berikut:

$$KM = \frac{\text{Jumlah Saham Manager dan Direksi}}{\text{Jumlah Saham yang beredar}}$$

## Variabel Dependen Kebijakan Hutang

Kebijakan hutang merupakan kebijakan pendanaan perusahaan yang bersumber dari eksternal yang diambil oleh pihak manajemen dalam rangka memperoleh sumber pembiayaan bagi perusahaan sehingga dapat digunakan untuk membiayai aktivitas operasional perusahaan (Naini, 2014). Kebijakan hutang dihitung dengan cara:

$$DER = \frac{Debt}{Equity}$$

Keterangan:

*DER* : Debt to equity ratio

*Debt* : Total Hutang

*Equity* : Total Ekuitas

## Teknik Analisis Data Statistik deskriptif

Menurut Ghozali (2016:19) statistik deskriptif memberikan gambaran atau deskripsi suatu data yang dilihat dari nilai rata-rata (*mean*), standar deviasi, varian, maksimum, minimum, *sum*, *range*, kurtosis dan *skewness* (kemencengan distribusi). Pada penelitian ini menggunakan rata-rata (*mean*), standar deviasi, maksimum, dan minimum.

## Uji Asumsi Klasik

Uji normalitas, bertujuan untuk menguji apakah data yang digunakan dalam penelitian ini mempunyai distribusi normal atau tidak normal. Uji statistik dalam penelitian ini menggunakan uji statistik non-parametrik *Kolmogorov-Smirnov* (K-S).

Uji multikolenieritas, digunakan untuk mengetahui ada atau tidaknya penyimpangan asumsi klasik. Uji Multikolenieritas dapat dilihat dengan cara menganalisis nilai VIF (*Varinace Inflation Factor*), yaitu dengan nilai VIF tidak lebih dari 10 dan nilai *tolerance* tidak kurang dari 0,1 maka model tersebut dapat dikatakan terbebas dari multikolinieritas.

Uji autokorelasi bertujuan untuk menguji apakah dalam suatu model regresi linier ada korelasi antara kesalahan penggunaan pada periode t dengan kesalahan pada periode t-1 (sebelumnya) (Ghozali, 2016). Jika terjadi korelasi, maka dinamakan ada problem autokorelasi. Untuk menguji keberadaan autokorelasi dalam penelitian ini digunakan uji *statistic Durbin-Waston*.

Uji heteroskedastisitas, digunakan untuk mengetahui ada atau tidaknya penyimpangan asumsi klasik heteroskedastisitas, yaitu adanya ketidaksamaan varian dari residual untuk semua pengamatan pada model regresi (Wiyono, 2011:160).

## Analisis Persamaan Regresi Berganda

Hipotesis penelitian akan diuji dengan persamaan regresi, yaitu:

$$DER = a + \beta_1 FCF + \beta_2 ROA + \beta_3 KM + e_1$$

Keterangan:

DER = Kebijakan Hutang

a = Konstanta

FCF = *Free Cash Flow*

ROA = Profitabilitas

KM = Kepemilikan Manajerial

$\beta$  = Koefisien regresi

$e_1$  = *error term*/ tingkat kesalahan penduga dalam penelitian.

Hasil dari analisis yang dihitung berdasarkan persamaan regresi tersebut dapat ditentukan hubungan antara variabel dependen dan variabel independen. Dalam model diatas akan digunakan pengujian kelayakan model tersebut dengan menggunakan (Uji F) dan Pengujian Koefisien Determinasi ( $R^2$ ).

### Uji Hipotesis

Uji hipotesis yang digunakan dalam penelitian ini adalah uji statistik t. Uji statistik t pada dasarnya menunjukkan seberapa jauh pengaruh satu variabel independen secara individu dalam menerangkan variasi variabel dependen (Ghozali, 2016:97). Adapun kriteria pengujian secara parsial dengan tingkat signifikan sebesar  $\alpha = 0,05$  atau 5%, yaitu: 1) Jika nilai signifikansi uji t > 0,05 maka  $H_0$  diterima dan  $H_a$  ditolak, yang berarti *free cash flow*, profitabilitas, dan kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan. 2) Jika nilai signifikansi uji t < 0,05 maka  $H_0$  ditolak dan  $H_a$  diterima, yang berarti *free cash flow*, profitabilitas, dan kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan.

## ANALISIS DAN PEMBAHASAN

### Statistik Deskriptif

Analisis statistik deskriptif variabel-variabel penelitian disajikan sebagai berikut:

Tabel 1  
Statistik Deskriptif

|                    | N  | Minimum | Maximum | Mean    | Std. Deviation |
|--------------------|----|---------|---------|---------|----------------|
| DER                | 75 | ,0807   | 1,7220  | ,717749 | ,4093530       |
| FCF                | 75 | -,1396  | ,2828   | ,037720 | ,0759142       |
| ROA                | 75 | ,0022   | ,3588   | ,087616 | ,0813630       |
| KM                 | 75 | ,0002   | ,9797   | ,084996 | ,2374781       |
| Valid N (listwise) | 75 |         |         |         |                |

Sumber : Data Skunder Diolah

Berdasarkan tabel 1, dapat dilihat bahwa jumlah observasi (N) yang diteliti sebanyak 75 data pengamatan. Data tersebut diperoleh dari laporan keuangan perusahaan manufaktur sektor industri barang konsumsi yang terdaftar di BEI pada tahun 2011-2015, dengan deskripsi masing-masing variabel sebagai berikut:

Variabel *Debt to Equity* (DER) mempunyai nilai rata-rata sebesar 0,717749 atau 71,77% dengan nilai maksimum sebesar 1,7220 dicapai oleh PT Mayora Indah Tbk. pada tahun 2011 dengan nilai total hutang Rp. 4.175.176 dibagi dengan total modal sebesar Rp. 2.424.669 sehingga diperoleh nilai 1,7220 atau 172%. Hasil ini menunjukkan bahwa kemampuan perusahaan dalam mendanai modal usahanya dengan hutang sebesar 172%. Sedangkan nilai minimum sebesar 0,0807 yang terjadi pada PT Ultrajaya Milk Industry And Trading Company Tbk. pada tahun 2013 dengan nilai total hutang sebesar Rp. 162.680 dibagi dengan total modal sebesar Rp. 2.015.146, yang berarti perusahaan memiliki kemampuan sebesar 0,0807 atau 8% untuk mendanai modal usahanya. Standar deviasi variabel kebijakan hutang pada perusahaan industri barang konsumsi sebesar 0,4093530 atau 40,9%.

Variabel *Free Cash Flow* (FCF) perusahaan pada tahun penelitian memiliki rata-rata (*mean*) sebesar 0,037720 atau 3,77% dengan nilai minimum sebesar -0,1396 atau -13,9% yang dimiliki oleh PT Mayora Indah Tbk. di tahun 2012. Sedangkan nilai maksimum sebesar 0,2828 atau 28,28% dicapai oleh PT Taisho Pharmaceutical Indonesia Tbk. pada tahun 2015. Rasio *Free cash flow* (FCF) dihitung dari aliran kas operasi (kas yang berasal dari aktivitas penghasil utama pendapatan perusahaan dan aktivitas lain yang bukan merupakan aktivitas investasi dan aktivitas pendanaan) dikurangi pengeluaran modal (pengeluaran bersih pada

aset tetap bersih akhir periode dikurangi aset tetap bersih pada awal periode) dikurangi modal kerja bersih (selisih antara jumlah aset lancar dengan hutang lancar pada tahun yang sama), kemudian hasilnya dibagi dengan total aset. Nilai rasio *free cash flow* (FCF) yang paling minimum yang dimiliki oleh PT Mayora Indah Tbk. di tahun 2012 ini disebabkan karena nilai aliran kas operasi dikurangi pengeluaran modal dikurangi modal kerja bersih menghasilkan angka negatif. Nilai aliran kas operasi sebesar Rp1.015.882,- dikurangi pengeluaran modal sebesar Rp1.034.912,- dikurangi modal kerja bersih sebesar Rp1.139.658,- menghasilkan Rp -1.158.688,- kemudian dibagi dengan total aset sebesar Rp.8.302.506,- sehingga diperoleh nilai rasio *free cash flow* (FCF) negatif sebesar -0,1396 atau -13,96%, sebaliknya rasio *free cash flow* (FCF) dengan nilai maksimum yang dimiliki PT Taisho Pharmaceutical Indonesia Tbk. pada tahun 2015 disebabkan karena nilai aliran kas operasi dikurangi pengeluaran modal dikurangi modal kerja bersih menghasilkan angka positif dan hampir sebanding dengan nilai total asetnya. Nilai aliran kas operasi sebesar Rp 163.590,- dikurangi pengeluaran modal sebesar Rp 51.560,- dikurangi modal kerja bersih sebesar Rp,-19,178 menghasilkan Rp131.208,- kemudian dibagi dengan total aset sebesar Rp.464.027,- sehingga diperoleh nilai rasio *free cash flow* (FCF) positif sebesar 0,2828 atau 28,28%. standar deviasi FCF industri barang konsumsi selama tahun 2011-2015 sebesar 0,0759142 atau 7,59%. *Free cash flow* (FCF) bernilai negatif tidak selalu berarti buruk. Hal ini tergantung pada penyebab dari negatifnya FCF tersebut. Banyak perusahaan yang pesat pertumbuhannya memiliki laba bersih setelah pajak bernilai positif, namun FCF-nya dapat bernilai negatif, sebab kas perusahaan tersebut digunakan untuk investasi pada aset-aset operasional yang dibutuhkan untuk mendukung pertumbuhannya.

Variabel *Return on asset* (ROA) pada tahun penelitian mempunyai nilai rata-rata (mean) sebesar 0,087616 atau 8,76% dengan nilai minimum sebesar 0,0022 atau 0,22% yang dimiliki oleh PT Langgeng Makmur Indah Tbk. pada tahun 2014. Sedangkan nilai maksimumnya sebesar 0,3588 atau 35,88% yang dimiliki oleh PT Taisho Pharmaceutical Indonesia Tbk pada tahun 2014. Profitabilitas (ROA) dihitung dari jumlah laba bersih dibagi dengan total aset. Nilai profitabilitas (ROA) yang paling minimum, salah satunya yang dimiliki oleh PT Langgeng Makmur Indah Tbk. pada tahun 2014 ini disebabkan karena nilai total aset yang terlalu besar dibandingkan dengan laba bersihnya. Nilai laba bersih sebesar Rp. 1.746,- dibagi dengan total aset sebesar Rp 808.892,- sehingga diperoleh nilai profitabilitas (ROA) sebesar 0,0022 atau 0,22% sebaliknya profitabilitas dengan nilai maksimum yang dimiliki oleh PT Taisho Pharmaceutical Indonesia Tbk pada tahun 2014 disebabkan karena nilai total aset tidak terlalu besar dan laba bersihnya hampir separuh dari total asetnya. Nilai laba bersih sebesar Rp164.808,- dibagi dengan total aset sebesar Rp 459.352,- sehingga diperoleh nilai profitabilitas (ROA) sebesar 0,3588 atau 35,88%. Standar deviasi variabel ROA perusahaan manufaktur sektor industri barang konsumsi selama tahun 2011-2015 sebesar 0,0813630 atau 8,14%.

Variabel Kepemilikan Manajerial (KM) yang diukur dengan jumlah kepemilikan saham yang dimiliki oleh manajer dibagi dengan jumlah saham yang beredar memiliki nilai rata-rata sebesar 0,084996. Nilai minimum sebesar 0,0002 dimiliki oleh PT Langgeng Makmur Indah Tbk., PT Pyridam Farma Tbk. selama tahun 2011 sampai 2015 dan PT Indofood Sukses Makmur Tbk. pada tahun 2012 sampai 2015. Sedangkan nilai maksimum sebesar 0,9797 dicapai oleh PT Taisho Pharmaceutical Indonesia Tbk. selama tahun 2011-2015. Standar deviasi yang dimiliki variabel kepemilikan manajerial perusahaan manufaktur sektor industri barang konsumsi selama tahun 2011-2015 sebesar 0,2374781.

### Uji Asumsi Klasik

Uji Normalitas, berdasarkan Uji *Kolmogorov-Smirnov* (K-S) bahwa nilai *Asymp. Sig* (2-tailed) lebih besar dari nilai signifikansinya yakni  $0,200 > 0,05$  artinya tidak terjadi gejala non normalitas, sehingga dapat disimpulkan bahwa model regresi telah berdistribusi normal.

Uji Multikolonieritas, hasil uji Multikolonieritas menunjukkan bahwa semua variabel bebas memiliki nilai *tolerance* diatas 0,1 dan nilai VIF lebih kecil dari 10. Artinya, dalam penelitian ini tidak terjadi multikolonieritas pada model regresi. Uji

Autokorelasi, berdasarkan hasil dari uji *Durbin-Watson* (DW) diperoleh sebesar 0,512 dimana nilai tersebut telah memenuhi kriteria pengambilan keputusan  $DW -2 < 0,512 < 2$  yang berarti tidak ada autokorelasi.

Uji Heteroskedastisitas, hasil dari uji heteroskedastisitas berdasarkan grafik *scatter plot* yang menunjukkan bahwa titik-titik menyebar di atas maupun di bawah angka 0 pada sumbu Y serta titik-titik tidak membentuk pola tertentu yang jelas, sehingga kesimpulannya tidak terjadi heteroskedastisitas pada model regresi yang digunakan.

### Analisis Regresi Berganda

Berdasarkan hasil penelitian, model regresi untuk pengaruh variabel independen terhadap dependen adalah sebagai berikut:

$$DER = 0,948 + 1,498FCF - 2,412ROA + 0,365KM + e$$

### Uji Hipotesis

Hasil uji hipotesis dapat dilihat pada tabel berikut:

Tabel 2  
Uji Statistik T

| Model        | T      | Sig. |
|--------------|--------|------|
| 1 (Constant) | 12,202 | ,000 |
| FCF          | 2,001  | ,049 |
| ROA          | -2,411 | ,018 |
| KM           | 1,224  | ,255 |

a. Dependent Variable: DER

Sumber : Data Skunder Diolah

### Pembahasan Hasil Penelitian

#### Pengaruh *Free Cash Flow* Terhadap Kebijakan Hutang.

Berdasarkan hasil pengujian didapatkan bahwa *Free cash flow* (FCF) berpengaruh terhadap kebijakan hutang dengan tingkat signifikansi 0,049 (lebih kecil dari 0,05) dan t hitung sebesar 2,001. Hal ini menunjukkan bahwa *free cash flow* berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan hutang, sehingga  $H_1$  yang menyatakan *free cash flow* berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang diterima. Kondisi ini menunjukkan semakin tinggi *free cash flow* (FCF) suatu perusahaan semakin tinggi kebijakan hutang perusahaan atau sering disebut dengan hubungan searah.

*Free cash flow* adalah aliran sisa dana yang diperoleh dari hasil pengurangan aliran kas operasi dikurangi pengeluaran modal dan kemudian dikurangi modal bersih lalu dibagi dengan total aset. *Free cash flow* yang tinggi berdasarkan keinginan pemegang saham adalah dibagikan dalam bentuk deviden. Hal ini berseberangan dengan keinginan manajer yang menginginkan *free cash flow* digunakan untuk investasi kembali demi meningkatkan profitabilitas perusahaan.

Hasil penelitian ini mendukung teori yang menyatakan bahwa tekanan pasar akan mendorong manajer untuk mendistribusikan *free cash flow* kepada pemegang saham atau risiko akan kehilangan kendali terhadap perusahaan. Hal ini yang mengakibatkan manajer lebih memilih hutang untuk digunakan sebagai dana operasional perusahaan. Dengan hutang tersebut, manajemen akan bekerja lebih efisien agar tidak terjadi kegagalan keuangan sehingga akan mengurangi biaya agensi arus kas bebas.

Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan Tarjo dan Jogiyanto (2003) yang membuktikan bahwa variabel *free cash flow* mempunyai pengaruh positif signifikan terhadap kebijakan hutang pada perusahaan besar dan kecil hasilnya sama-sama memiliki koefisiensi positif dan signifikan. Hal ini sama dengan penelitian oleh Indahningrum dan Handayani (2009), dan Mahsunah (2013) yang menyatakan bahwa *free cash flow* berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan hutang.

#### **Pengaruh Profitabilitas Terhadap Kebijakan Hutang.**

Berdasarkan hasil pengujian didapatkan bahwa profitabilitas berpengaruh terhadap kebijakan hutang dengan tingkat signifikansi sebesar 0,018 (lebih kecil dari 0,05) dan nilai  $t$  hitung *Return On Asset* (ROA) sebesar -2,411. Hal ini menunjukkan bahwa profitabilitas berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang. Dengan demikian  $H_2$  yang menyatakan bahwa profitabilitas berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang diterima. Pengaruh negatif profitabilitas terhadap kebijakan hutang ini berarti semakin tinggi laba yang diperoleh perusahaan, maka akan semakin rendah tingkat hutang perusahaan. Pada tingkat profit rendah perusahaan akan menggunakan hutang untuk memenuhi kebutuhan operasional dan investasi. Sebaliknya pada tingkat profit tinggi perusahaan akan mengurangi hutang. Hal ini dikarenakan perusahaan mengalokasikan sebagian besar keuntungan pada saldo laba sehingga mengandalkan sumber internal dan pada saat profit rendah perusahaan akan menggunakan hutang yang tinggi sebagai sumber dana. Jadi dapat dikatakan bahwa profitabilitas ini berbanding terbalik atau tidak searah dengan kebijakan hutang.

Hasil penelitian ini mendukung *theory pecking order* dimana struktur pendanaan perusahaan mengikuti suatu hierarki, yaitu pendanaan internal (laba ditahan) sebagai pilihan pertama kemudian diikuti oleh hutang, dan baru akhirnya penerbitan saham sebagai pilihan terakhir. Jika perusahaan mengutamakan pendanaan internal maka akan mengurangi pendanaan eksternal yang salah satunya adalah hutang, sehingga rasio hutang perusahaan juga akan berkurang.

Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Indahningrum dan Handayani (2009) menyatakan bahwa profitabilitas berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan hutang. Hasil penelitian tersebut juga sama dengan penelitian yang dilakukan oleh Makayanawati dan Mamdy (2009) dan Mahsunah (2013). Dimana semakin tinggi profitabilitas maka kebijakan hutang akan semakin rendah.

#### **Pengaruh Kepemilikan Manajerial Terhadap Kebijakan Hutang.**

Berdasarkan hasil pengujian dari tabel 2 dapat diketahui bahwa variabel kepemilikan manajerial menunjukkan tingkat signifikansi sebesar 0,255. Dengan tingkat signifikansi yang lebih besar dari  $\alpha = 0,05$  hal tersebut menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang, maka dapat disimpulkan bahwa hipotesis ketiga ( $H_3$ ) yaitu kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap kebijakan hutang ditolak.

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa jumlah kepemilikan manajerial pada perusahaan manufaktur sektor industri barang konsumsi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tidak mempunyai pengaruh terhadap kebijakan hutang. Hasil penelitian ini mendukung penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Makaryanawati dan Mamdy (2009) dan Yeniati dan Destriana (2010) yang membuktikan bahwa kepemilikan manajerial tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang. Dan tidak mendukung hasil penelitian dari Soesetio (2008), Tarjo dan Jogiyanto (2003), dan Faisal (2004) yang menyatakan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh signifikan negatif terhadap kebijakan hutang.

Hasil yang tidak signifikan ini, disebabkan oleh jumlah kepemilikan manajerial yang terlalu rendah dibandingkan dengan kepemilikan institusional atau kelompok lainnya dalam perusahaan, sehingga manajer tidak dapat mengambil keputusan berdasarkan atas keinginannya sendiri. Berdasarkan data statistik dapat dilihat rata-rata kepemilikan manajerial adalah 0,084996 atau 8,5% dengan jumlah perusahaan yang memiliki kepemilikan di atas rata-rata hanya 2 perusahaan dari 15 sampel perusahaan yang ada yaitu PT Ultrajaya Milk Industry And Trading Company Tbk sebesar 17% dan PT Taisho Pharmaceutical Indonesia Tbk 97%. Sedangkan 10 perusahaan yang ada jumlah kepemilikan manajerial yang dimiliki tidak sampai 1% atau dibawah 1% saja yaitu PT Indofood Sukses Makmur Tbk, PT Mayora Indah Tbk, PT Prasadha Aneka Niaga Tbk, PT Sekar Laut Tbk, PT Gudang Garam Tbk, PT Pyridam Farma Tbk, PT Martina Berto Tbk, PT Mandom Indonesia Tbk, PT Kedaung Indah Can Tbk, PT Langgeng Makmur Industri Tbk, dan PT Tempo Scan Pasific Tbk. Hal ini mencerminkan bahwa manajer perusahaan publik di Indonesia bukanlah sebagai faktor penentu dalam pengambilan kebijakan pendanaan dari hutang karena jumlah saham yang dimiliki pihak manajer dan direksi pada perusahaan manufaktur khususnya sektor industri barang konsumsi di Indonesia masih sangat sedikit.

## SIMPULAN DAN SARAN

### Simpulan

Berdasarkan hasil penelitian pengaruh *free cash flow*, profitabilitas, dan kepemilikan manajerial terhadap kebijakan hutang pada perusahaan manufaktur sektor industri barang konsumsi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) dengan periode pengamatan 2011-2015 dapat ditarik kesimpulan sebagai berikut: (1) *Free cash flow* (FCF) berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang perusahaan, yang berarti bahwa semakin besar *free cash flow* perusahaan semakin besar pula kebijakan hutang perusahaan; (2) Profitabilitas (ROA) berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang perusahaan, dimana semakin tinggi laba yang diperoleh perusahaan, maka akan semakin rendah tingkat hutang perusahaan; (3) Kepemilikan manajerial tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang perusahaan. Hal ini disebabkan oleh jumlah kepemilikan manajerial yang terlalu rendah dibandingkan dengan kepemilikan institusional atau kelompok lainnya dalam perusahaan.

### Saran

Berdasarkan hasil pembahasan dan simpulan di atas, maka saran yang dapat dikemukakan adalah sebagai berikut: (1) Bagi peneliti selanjutnya sebaiknya dapat menambah variabel lain untuk mengukur kebijakan hutang perusahaan seperti ukuran perusahaan, kepemilikan institusional, *growth*, dan risiko bisnis. Selain itu faktor ekonomi secara global seperti tingkat suku bunga, tingkat inflasi, dan kebijakan pemerintah juga dapat digunakan dalam menganalisis pada penelitian selanjutnya sehingga akan diperoleh hasil yang lebih bervariasi dalam memberikan penjelasan mengenai faktor yang mempengaruhi pengambilan kebijakan hutang dalam suatu perusahaan; (2) Bagi peneliti selanjutnya diharapkan dapat memperluas objek penelitian seperti menambah jumlah sampel sehingga dapat menggeneralisasikan semua jenis industri. Dengan jumlah sampel yang lebih besar dan periode pengamatan yang relatif lama diharapkan dapat memberikan hasil yang lebih valid dan mendekati hasil yang sebenarnya; (3) Bagi manajemen, diharapkan mengelola perusahaan dengan sangat baik karena dana yang diperoleh sebagian besar diperoleh dari hutang dan memiliki kewajiban untuk mengembalikan pada jangka waktu tertentu.

**DAFTAR PUSTAKA**

- Brigham, E.F. dan J. F. Houston. 2009. *Fundamental of Financial Management*. PT. Salemba Empat. Jakarta.
- Christiawan, Y.J. dan J. Tarigan. 2007. Kepemilikan Manajerial, Kebijakan Hutang, Kinerja dan Nilai Perusahaan. *Jurnal Akuntansi dan Ekonomi* 9(1): 1-8.
- Faisal, M. 2004. Analisis Pengaruh *Free Cash Flow*, Set Kesempatan Investasi, Kepemilikan Manajerial, dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Hutang. *Tesis*. Program Pasca Sarjana Universitas Diponegoro. Semarang.
- Ghozali, I. 2016. *Aplikasi Analisis Multivariate Dengan Program SPSS*. Badan Penerbit Universitas Diponegoro. Semarang.
- Gusti, B. F. 2013. Pengaruh *Free Cash Flow* dan Struktur Kepemilikan Saham Terhadap Kebijakan Hutang Dengan *Investment Opportunity Set* Sebagai Variabel Moderating. *Skripsi*. Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Padang. Padang.
- Hanafi, M. M. dan A. Halim. 2012. *Analisis Laporan Keuangan*. Edisi keempat. UPP STIM YKPN. Yogyakarta.
- Hanafi, M.M. 2008 . *Manajemen Keuangan*. Edisi pertama. Cetakan kedua. BPFE. Yogyakarta
- Hardiningsih, P. dan R. M.Oktaviani 2012. Determinan Kebijakan Hutang (Dalam Agency Theory dan Pecking Order Theory). *Dinamika Akuntansi, Keuangan dan Perbankan* 1(1): 11- 24
- Husnan, S. 2000. *Manajemen Keuangan Teori dan Penerapan (Keputusan Jangka Panjang)*. BPFE. Yogyakarta.
- Indahningrum, R. P. dan R. Handayani. 2009. Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Dividen, Pertumbuhan Perusahaan, *Free Cash Flow*, dan Profitabilitas Terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi* 11 (3): 189-207.
- Karinaputri, N. dan S. Sofian. 2012. Analisis Pengaruh Kepemilikan Institusional, Kebijakan Dividen, Profitabilitas, dan Pertumbuhan Perusahaan terhadap kebijakan Hutang. *Diponegoro Journal Of Management* 1(1): 1-9.
- Mahsunah, T. 2013. Pengaruh *Free Cash Flow*, Protitabilitas dan Kepemilikan Insitusional Terhadap Kebijakan Hutang. *Jurnal Ilmu dan Riset Akuntansi* 2(12).
- Makayanawati dan B. A. Mamdy. 2009. Pengaruh *Free Cash Flow*, Struktur Kepemilikan, Kebijakan Dividen, Struktur Aktiva, dan Profitabilitas Terhadap Kebijakan Hutang. *Jurnal Akuntansi, Bisnis dan Manajemen* 16(3): 191-204.
- Murhadi, W. R. 2013. *Analisis Laporan Keuangan Proyeksi dan Valuasi Saham*. Salemba Empat. Jakarta.
- Munawir. 2008. *Analisa Laporan Keuangan*. Liberty. Yogyakarta.
- Murni, S. dan Andriana. 2007. Pengaruh *Insider Ownership*, Institusional Investor, *Dividen Payments*, dan *Firm Growth* Terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan (Studi kasus pada Perusahaan Manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta). *Jurnal Akuntansi dan Bisnis* 7(1): 15-24.
- Naini, D. I. 2014. Pengaruh *Free Cash Flow* dan Kepemilikan Insitusional Terhadap Kebijakan Hutang dan Nilai Perusahaan. *Jurnal Ilmu dan Riset Akuntansi* 3(4).
- Natasia, W. 2015. Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI. *Skripsi*. Sekolah Tinggi Ilmu Akuntansi Surabaya (STIESIA). Surabaya.
- Prihadi, T. 2008. *Analisis Rasio Keuangan*. PPM Manajemen. Jakarta.
- Rizqiyah, N. 2011. Pengaruh *Free Cash Flow* dan Kepemilikan Manajerial Terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Skripsi*. Universitas Airlangga. Surabaya.
- Ross, S. A., Westerfield, R.W., dan Jordan, B. D. 2000. *Fundamentals of Corporate Finance*. Fifth Edition. Irwin McGraw Hill. Boston.

- Sartono, A. 2010. *Manajemen Keuangan (Teori dan Aplikasi)*. Edisi Keempat. BPFE. Yogyakarta.
- Soesetio, Y. 2008. Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Institusional, Kebijakan Dividen, Ukuran Perusahaan, Struktur Aktiva, dan Profitabilitas Terhadap Kebijakan Hutang. *Jurnal Keuangan dan Perbankan* 12(3): 384-398.
- Sugiyono. 2014. *Statistika untuk Penelitian*. Cetakan Dua Puluh Empat. Alfabeta. Bandung.
- Supangat, A. 2007. *Statistika dalam Kajian Deskriptif, dan Nonparametrik*. Kencana Prenada Media Group. Jakarta.
- Tarjo. 2005. Analisis *Free Cash Flow* dan Kepemilikan Manajerial terhadap Kebijakan Utang pada Perusahaan Publik di Indonesia. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia* 8(1): 82-104.
- Tarjo dan Jogiyanto. 2003. Analisa *Free Cash Flow* dan Kepemilikan Manajerial terhadap Kebijakan Utang pada Perusahaan Publik di Indonesia. *Simposium Nasional Akuntansi VI*. Surabaya. 278-295.
- Wahidahwati. 2001. Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Institusional terhadap Kebijakan Hutang: Sebuah Perspektif Teori Agensi. *Simposium Nasional Akuntansi IV Ikatan Akuntan Indonesia*.1084-1107.
- \_\_\_\_\_. 2002. Kepemilikan Manajerial dan *Agency Conflicts*: Analisis Pesamaan Simultan Non Linier dari Kepemilikan Manajerial, Penerimaan Risiko (*Risk Taking*), Kebijakan Utang dan Kebijakan Dividen. *Simposium Nasional Akuntansi V Semarang*. 5-6 September.
- Wiyono, G. 2011. *Merancang Penelitian Bisnis dengan alat analisis SPSS 17.0 & SmartPLS 2.0*. STIM YKPN. Yogyakarta.
- Yeniatie dan D. Destriana. 2010. Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang pada Perusahaan NonKeuangan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi* 12(1): 1-16.