

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

**ARTIKEL ILMIAH**

Diajukan untuk Memenuhi Salah Satu Syarat Penyelesaian  
Program Pendidikan Sarjana  
Jurusan Akuntansi



Oleh :

**AMALIA MAGHFI ROSA**  
NIM : 2012310260

**SEKOLAH TINGGI ILMU EKONOMI PERBANAS  
S U R A B A Y A  
2016**

## PENGESAHAN ARTIKEL ILMIAH

Nama : AMALIA MAGHFI ROSA

Tempat, Tanggal Lahir : Sidoarjo, 22 Februari 1995

N.I.M : 2012310260

Jurusan : Akuntansi

Program Pendidikan : Strata 1

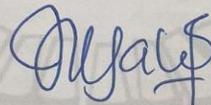
Konsentrasi : Akuntansi Keuangan

Judul : Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kebijakan Dividen, Profitabilitas, *Free Cash Flow* Terhadap Kebijakan Hutang

Disetujui dan diterima baik oleh :

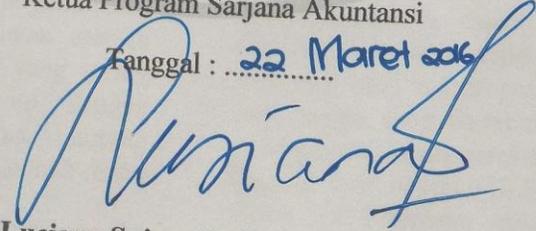
Dosen Pembimbing,

Tanggal : 10 Maret 2016

  
Diyah Pujiati, S.E., M.Si.

Ketua Program Sarjana Akuntansi

Tanggal : 22 Maret 2016

  
Dr. Luciana Spica Almiliana, S.E., Msi. QIA

**PENGARUH KEPEMILIKAN MANAJERIAL, KEBIJAKAN DIVIDEN,  
PROFITABILITAS, *FREE CASH FLOW*  
TERHADAP KEBIJAKAN HUTANG**

**Amalia Maghfi Rosa**  
STIE Perbanas Surabaya  
Email : amaliamaghfir@gmail.com  
JL. Nginden Semolo 34-36 Surabaya

**ABSTRACT**

*Funding decisions in a company can be done in various ways, one way that is often used by managers that the debt policy. Debt is the mechanism used by the company to reduce the agency conflict. This research aims to examine the independent variables consisting of managerial ownership, dividend policy, profitability, and free cash flow affect the dependent variable is wheter the debt policy. This research using purposive sampling method for taking samples. Based on the defined criteria, the samples obtained 124 research samples during 2011 to 2014. The analysis used is multiple regression. Types of data used is secondary data obtained from [www.idx.co.id](http://www.idx.co.id). The result showed that managerial ownership significantly influence to debt policy, profitability significantly influence to debt policy, dividend policy do not significantly influence to debt policy, and free cash flow do not significantly influence to debt policy.*

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

**PENDAHULUAN**

Manajer memerlukan dana untuk mengembangkan dan menjalankan kegiatan operasional perusahaan. Perusahaan memperoleh dana dari dalam perusahaan atau dari luar perusahaan untuk dapat menjalankan kegiatan operasional perusahaan. Sumber pendanaan internal yaitu laba ditahan dan sumber pendanaan eksternal dengan melakukan pinjaman dalam bentuk hutang. Keputusan pendanaan dalam perusahaan dapat dilakukan dengan berbagai cara, salah satu cara yang sering digunakan oleh manajer yaitu dengan kebijakan hutang. Kebijakan hutang dilakukan manajer untuk menambah dana perusahaan (Andhika, 2012).

Hutang merupakan mekanisme yang digunakan perusahaan untuk mengurangi konflik keagenan dan hutang dapat meningkatkan nilai perusahaan. Pelaku pasar dan penyusun kebijakan memerlukan data statistik hutang luar negeri Indonesia sebagai mekanisme *monitoring* dan pengendalian. Latar belakang penyusunan statistik hutang luar negeri adalah kebutuhan akan adanya informasi hutang luar negeri nasional yang komprehensif, dapat dan mudah dibandingkan serta terpercaya. Hal tersebut didorong oleh faktor potensi risiko hutang luar negeri yang dapat menjadi salah satu pemicu kerentanan perekonomian Indonesia. Hutang luar negeri (ULN) Indonesia pada tahun 2014 tercatat sebesar USD293.708

miliar meningkat dibandingkan tahun 2013. Peningkatan pertumbuhan ULN pada tahun 2014 dipengaruhi oleh sektor publik dan sektor swasta. Apabila ULN swasta mengalami penurunan dari tahun sebelumnya dikarenakan perkembangan ULN di beberapa sektor utama yakni sektor pertambangan dan penggalian serta sektor industri pengolahan (*manufacturing*).

Hutang luar negeri pada sektor pertambangan dan penggalian tahun 2014 tercatat sebesar USD26.796 miliar lebih rendah dari ULN tahun 2013 sebesar 27.544, sedangkan ULN sektor industri pengolahan tahun 2014 tercatat sebesar USD33.936 miliar mengalami pertumbuhan dari ULN tahun 2013 sebesar USD30.135 miliar.

**Tabel 1**  
**Posisi Hutang Luar Negeri Pemerintah Menurut Sektor Ekonomi**

No.	Sektor Ekonomi	2012	2013	2014
1.	Pertanian, Peternakan, Kehutanan & Perikanan	7.533	8.862	9.413
2.	Pertambangan & Penggalian	21.074	27.544	26.796
3.	Industri Pengolahan (Manufaktur)	27.180	30.135	33.936
4.	Listrik, Gas & Air Bersih	21.946	21.270	22.120
5.	Bangunan	12.206	10.766	9.874
6.	Perdagangan, Hotel & Restoran	7.111	8.145	9.971
7.	Pengangkutan & Komunikasi	12.161	12.423	13.633
8.	Keuangan, Persewaan & Jasa Perusahaan	107.869	113.754	134.841
9.	Jasa-Jasa	17.766	18.274	18.765
10.	Sektor Lain	17.518	14.937	14.360
<b>Total</b>		<b>252.364</b>	<b>266.109</b>	<b>293.708</b>

Sumber: Bank Indonesia (dalam jutaan USD) yang diolah

Dewasa ini perusahaan tidak dapat dikendalikan langsung oleh pemilik perusahaan yaitu pemegang saham, karena besarnya perusahaan yang dikelola dan bersifat kompleks. Atas permasalahan tersebut para pemegang saham memberikan wewenang kepada manajer dalam mengendalikan perusahaan. Manajer diberi kekuasaan oleh para pemegang saham untuk mengambil keputusan yang nantinya akan berdampak pada perusahaan yang dikelola. Keputusan manajer ini meliputi keputusan dalam kebijakan perusahaan, keputusan finansial dan keputusan pendanaan. Keputusan ini diambil untuk keberlangsungan perusahaan.

Hasil penelitian tentang kepemilikan manajerial yang dilakukan oleh Mudrika (2014) berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang. Hasil penelitian tersebut menunjukkan bahwa makin tinggi tingkat kepemilikan manajerial suatu perusahaan maka akan semakin rendah kebijakan hutang. Penelitian ini bertolak belakang dengan penelitian yang dilakukan oleh Dewi, *et al* (2014) yang menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial tidak berpengaruh signifikan. Rendahnya kepemilikan saham oleh manajer dengan kelompok lainnya dalam perusahaan menyebabkan manajer tidak dapat

mengambil keputusan berdasarkan keinginannya. Hasil penelitian ini sejalan dengan hasil penelitian Andhika (2012).

Hasil penelitian tentang kebijakan dividen yang dilakukan oleh Dewi, *et al* (2014) tidak berpengaruh signifikan. Hasil penelitian tersebut menunjukkan bahwa dana yang tersedia untuk memenuhi kebutuhan operasional perusahaan semakin kecil karena perusahaan memutuskan untuk meningkatkan pembayaran dividennya. Hasil penelitian ini sejalan dengan Yoandhika (2012) dan Andhika (2012).

Hasil penelitian tentang profitabilitas yang dilakukan oleh Afi, *et al* (2014) tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Hal ini disebabkan perusahaan yang mampu menghasilkan keuntungan yang tinggi cenderung memanfaatkan dana sendiri untuk berinvestasi. Oleh karena itu, tingkat hutang perusahaan akan semakin rendah. Menurut Dewi, *et al* (2014) profitabilitas berpengaruh negatif namun signifikan terhadap kebijakan hutang. Hasil penelitian ini sejalan dengan Yoandhika (2012) dan Andhika (2012). Hal ini disebabkan tingkat pengembalian yang tinggi memungkinkan perusahaan untuk menggunakan dana yang dihasilkan secara internal untuk membiayai kebutuhan pendanaan perusahaan sehingga perusahaan tidak membutuhkan dana eksternal. Hasil penelitian Rona (2012) menunjukkan bahwa profitabilitas berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan hutang. Hal ini disebabkan perusahaan menggunakan dana internal untuk membiayai kebutuhan pendanaan.

Hasil penelitian tentang *free cash flow* yang dilakukan oleh Mudrika (2014) berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan hutang, artinya perusahaan dengan *free cash flow* besar maka hutang perusahaan tinggi. Perusahaan tersebut akan menurunkan *agency cost free cash flow*. Hasil penelitian ini bertolak belakang dengan penelitian yang dilakukan oleh Rona

(2012) yang menunjukkan *free cash flow* tidak berpengaruh secara signifikan terhadap kebijakan hutang dikarenakan perusahaan menggunakan hutang untuk mengendalikan *free cash flow* yang berlebihan oleh manajer.

Berdasarkan latar belakang masalah di atas dan tidak konsistennya hasil temuan beberapa peneliti sebelumnya, maka penulis tertarik untuk melakukan penelitian terhadap masalah tersebut. Hal ini dilakukan untuk mengetahui lebih jauh tentang pengaruh kepemilikan manajerial, kebijakan dividen, profitabilitas, dan *free cash flow* secara parsial terhadap kebijakan hutang pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI periode 2011-2014.

## **RERANGKA TEORITIS YANG DIPAKAI DAN HIPOTESIS**

### **Teori Keagenan (*Agency Theory*)**

Perbedaan tujuan antara manajemen dan pemegang saham dikenal sebagai teori keagenan (*agency theory*). Perbedaan kepentingan antara manajemen dan pemegang saham dapat diminimumkan dengan suatu mekanisme pengawasan yang dapat digunakan untuk mensejajarkan kepentingan terkait. Akibat munculnya mekanisme tersebut menyebabkan timbulnya suatu *cost* yang disebut *agency cost* (Brigham dan Houston, 2010:20).

Kepentingan prinsipal akan tercapai jika kedua pihak dapat bekerjasama dan mempunyai tujuan yang sama untuk memaksimalkan nilai perusahaan. Keagenan biasanya terjadi apabila kepemilikan manajer atas saham perusahaan kurang dari seratus persen. Manajer bertindak untuk kepentingan pribadi dan bukan untuk kepentingan perusahaan maka akan menyebabkan biaya keagenan (*agency cost*).

Penelitian Dewi, *et al* (2014) terdapat beberapa cara yang digunakan

untuk mengurangi konflik kepentingan, yaitu: a) meningkatkan kepemilikan saham oleh manajemen (*insider ownership*), b) meningkatkan rasio dividen terhadap laba bersih (*earning after tax*), c) mengaktifkan *monitoring* melalui investor-investor institusional.

### **Teori Sinyal (*Signalling Theory*)**

Menurut Brigham dan Houston (2011:186) teori sinyal adalah tindakan yang diambil oleh manajemen suatu perusahaan memberikan petunjuk kepada investor tentang bagaimana manajemen menilai prospek perusahaan tersebut. Teori sinyal telah banyak digunakan dalam penelitian untuk menjelaskan reaksi pasar terhadap pengumuman perubahan kebijakan suatu perusahaan. Teori sinyal berfokus pada informasi asimetris antara pihak dalam (*insider*) dan pihak luar (*outsider*). Teori sinyal menjelaskan bahwa pemberian sinyal dilakukan manajemen sebagai salah satu cara untuk mengurangi asimetri informasi

Manajemen memiliki pengetahuan yang lebih baik daripada pihak luar dalam pemahaman tentang pertumbuhan perusahaan. Pihak luar biasanya menghadapi banyak asimetri informasi tentang nilai investasi perusahaan sekarang dan masa depan. Manajemen dapat memutuskan untuk menaikkan tingkat hutang dalam struktur modal dan pihak luar akan menangkap sinyal tersebut dari arus kas yang lebih tinggi di masa depan.

### **Kebijakan Hutang**

Menurut Rudianto (2012:275) hutang adalah kewajiban perusahaan untuk membayar sejumlah uang/jasa/barang di masa depan kepada pihak lain akibat transaksi yang dilakukan di masa lalu. Hutang dapat digunakan untuk mengurangi masalah keagenan. Hutang memaksa perusahaan membayar pokok hutang dan bunga sehingga mengurangi *free cash flow* dan

menurunkan insentif manajer untuk berperilaku memuaskan diri sendiri, yang mana manajemen akan bertindak sesuai dengan kepentingan pribadi tanpa menghiraukan kepentingan pemegang sehingga menimbulkan konflik keagenan.

Menurut Mudrika (2014) kebijakan hutang merupakan kebijakan perusahaan untuk memanfaatkan fasilitas pendanaan dari luar, kebijakan hutang dapat dipengaruhi oleh karakteristik khusus perusahaan yang mempengaruhi kurva penawaran hutang pada perusahaan atau permintaan perusahaan atas utang. Kebijakan hutang adalah kebijakan yang dilakukan manajemen untuk memperoleh sumber pembiayaan bagi perusahaan sehingga dapat digunakan untuk membiayai kegiatan operasional perusahaan.

Semakin rendah DER, semakin tinggi kemampuan perusahaan untuk membayar seluruh kewajiban. Semakin besar proporsi hutang yang digunakan maka semakin besar pendanaan melalui utang yang digunakan untuk kegiatan operasional perusahaan dan semakin besar kewajibannya.

### **Kepemilikan Manajerial**

Tujuan manajemen adalah mengambil keputusan yang menghasilkan harga saham maksimal. Memaksimalkan harga saham dapat memaksimalkan kekayaan pemegang saham pula (Brigham dan Houston, 2010:8). Kepemilikan manajerial adalah situasi dimana manajer memiliki saham perusahaan atau dengan kata lain manajer termasuk pemegang saham perusahaan.

Besarnya kepemilikan manajerial dapat meningkatkan kinerja manajemen serta memenuhi keinginan pemegang saham, sehingga manajemen dalam mengambil keputusan akan berhati-hati karena akan merasakan manfaat secara langsung atau menanggung kerugian dari keputusan yang diambil. Kepemilikan manajerial dapat

digunakan untuk mengurangi *agency cost* yang berpotensi timbul dengan mensejajarkan kepentingan antara manajemen dan pemegang saham. Manajemen akan merasakan keuntungan secara langsung atau menanggung kerugian dari keputusan yang diambil. Proses ini disebut *bounding mechanism*, yaitu proses menyamakan kepentingan manajemen melalui program mengikat manajemen dalam modal perusahaan.

Semakin tinggi kepemilikan manajerial maka semakin tinggi kebijakan manajerial dalam menggunakan hutang. Hal ini dikarenakan manajemen memiliki kontrol yang tinggi menyebabkan rendahnya *agency cost* sehingga manajemen mampu melakukan investasi lebih baik dengan meningkatkan penggunaan utang. Sebaliknya rendahnya kepemilikan manajerial akan menurunkan penggunaan hutang.

### **Kebijakan Dividen**

Dividen adalah bagian dari laba usaha yang diperoleh perusahaan dan diberikan oleh perusahaan kepada para pemegang sahamnya sebagai imbalan atas kesediaan mereka menanamkan hartanya dalam perusahaan (Rudianto, 2012:290). Keputusan yang tidak terpisahkan dalam pendanaan perusahaan adalah kebijakan dividen. Kebijakan dividen menurut Brigham dan Houston (2011:211) adalah kebijakan yang menghasilkan keseimbangan antara dividen saat ini, pertumbuhan di masa depan dan memaksimalkan harga saham perusahaan.

Keputusan manajer mengeluarkan dana untuk biaya operasional dan tidak membagikan kepada pemegang saham akan memberikan sinyal kepada pihak luar bahwa perusahaan tidak menggunakan hutang sebagai sumber pendanaan operasional perusahaan sehingga menguntungkan dalam pembagian dividen. Sinyal perusahaan yang

positif dapat meningkatkan harga saham, demikian pula sebaliknya. Menurut Dewi, *et al* (2014) perusahaan yang memiliki *dividend payout ratio* yang tinggi cenderung menggunakan pendanaan modal sehingga akan mengurangi *agency cost*.

### **Profitabilitas**

Faktor yang dipertimbangkan dalam menentukan struktur modal adalah profitabilitas. Hal ini dikarenakan perusahaan dengan profitabilitas tinggi cenderung menggunakan hutang yang kecil karena laba ditahan yang tinggi memadai untuk membiayai kebutuhan operasional perusahaan. Apabila kebutuhan dana operasional perusahaan belum tercukupi maka perusahaan dapat menggunakan hutang.

Profitabilitas merupakan pendapatan yang dimiliki perusahaan untuk membiayai investasi. Menurut Brigham dan Houston (2010:146) rasio profitabilitas adalah sekelompok rasio yang menunjukkan kombinasi dari pengaruh likuiditas, manajemen aset, dan hutang pada hasil operasi. Rasio profitabilitas digunakan untuk menilai dan mengukur posisi keuangan perusahaan dalam periode tertentu. Penggunaan rasio profitabilitas tergantung kebijakan manajemen perusahaan.

Variabel profitabilitas dalam penelitian ini diproksikan dengan *return on assets* (ROA). Semakin tinggi rasio profitabilitas menunjukkan efisiensi manajemen aset, yang berarti perusahaan mampu menggunakan aset yang dimiliki untuk menghasilkan laba dari penjualan dan investasi yang dilakukan oleh perusahaan sehingga perusahaan tidak menggunakan hutang sebagai sumber pendanaan perusahaan. Hal ini akan memberikan sinyal positif bagi investor untuk menanamkan saham pada perusahaan.

### **Free Cash Flow (Arus Kas Bebas)**

*Free cash flow* atau arus kas bebas adalah jumlah arus kas diskresioner perusahaan untuk membeli investasi tambahan, melunasi hutang, membeli saham treasury, atau hanya untuk menambah likuiditas perusahaan (Rona, 2012). Menurut Brigham dan Houston (2010:109) *free cash flow* adalah arus kas yang benar-benar tersedia untuk dibayarkan kepada investor (pemegang saham dan pemilik hutang) setelah perusahaan melakukan seluruh investasi dalam aset tetap, produk baru, dan modal kerja yang dibutuhkan untuk mempertahankan operasi yang sedang berjalan.

*Free cash flow* atau arus kas bebas adalah jumlah arus kas diskresioner perusahaan untuk membeli investasi tambahan, melunasi hutang, membeli saham treasury, atau hanya untuk menambah likuiditas perusahaan (Rona, 2012). Menurut Brigham dan Houston (2010:109) *free cash flow* adalah arus kas yang benar-benar tersedia untuk dibayarkan kepada investor (pemegang saham dan pemilik hutang) setelah perusahaan melakukan seluruh investasi dalam aset tetap, produk baru, dan modal kerja yang dibutuhkan untuk mempertahankan operasi yang sedang berjalan.

Tekanan pasar akan mendorong manajer untuk mendistribusikan *free cash flow* kepada pemegang saham atau risiko kehilangan kendali terhadap perusahaan. *Free cash flow* merupakan sisa perhitungan arus kas yang dihasilkan perusahaan di akhir periode setelah membayar beban dan belanja modal perusahaan.

### **Pengaruh kepemilikan manajerial terhadap kebijakan hutang**

Semakin tinggi kepemilikan manajerial maka semakin tinggi kebijakan manajerial dalam menggunakan hutang. Hal ini dikarenakan manajer memiliki kontrol yang

tinggi menyebabkan rendahnya *agency cost* sehingga manajer mampu melakukan investasi lebih baik dengan meningkatkan penggunaan hutang sebagai dana tambahan. Sebaliknya rendahnya kepemilikan manajerial akan menurunkan penggunaan hutang.

Penelitian Mudrika (2014) menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan hutang. Hal ini dikarenakan semakin tinggi persentase kepemilikan manajerial suatu perusahaan maka akan semakin rendah *debt to equity ratio*. Hasil penelitian tersebut bertolak belakang dengan penelitian yang dilakukan oleh Dewi, *et al* (2014) yang menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial tidak berpengaruh signifikan, dikarenakan rendahnya kepemilikan saham oleh manajer mengakibatkan manajer tidak dapat mengambil keputusan berdasarkan atas keinginannya. Hasil penelitian Dewi, *et al* (2014) sejalan dengan hasil penelitian Andhika (2012). Berdasarkan uraian tersebut maka dalam penelitian ini dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

Hipotesis 1 : Kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap kebijakan hutang.

### **Pengaruh kebijakan dividen terhadap kebijakan hutang**

Pembayaran dividen merupakan realisasi tuntutan pemegang saham untuk mendapatkan pendapatan yang besar sehingga ketika perusahaan meningkatkan pembayaran dividennya maka dana yang tersedia untuk pendanaan kegiatan operasional perusahaan (laba ditahan) akan semakin kecil. Oleh karena itu perusahaan meningkatkan hutang untuk memenuhi kebutuhan pendanaan dan investasi perusahaan. Berdasarkan hal tersebut dapat dilihat semakin besar jumlah dividen yang dibagikan maka jumlah hutang yang

digunakan akan meningkat dan sebaliknya ketika dividen tidak dibagikan maka hutang yang digunakan semakin rendah.

Hasil penelitian Dewi, *et al* (2014) menunjukkan bahwa kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang, dikarenakan perusahaan meningkatkan pembayaran dividennya sehingga dana yang tersedia untuk pendanaan kegiatan operasional perusahaan semakin kecil. Manajer dapat memenuhi kebutuhan operasional perusahaan dengan menggunakan hutang lebih banyak. Penelitian ini sejalan dengan Yoandhika (2012) dan Andhika (2012). Berdasarkan uraian tersebut maka dalam penelitian ini dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:  
Hipotesis 2 : Kebijakan dividen berpengaruh terhadap kebijakan hutang.

### **Pengaruh profitabilitas terhadap kebijakan hutang**

Perusahaan dengan profitabilitas tinggi cenderung menggunakan hutang yang kecil karena laba ditahan yang tinggi memadai untuk membiayai kebutuhan operasional perusahaan. Apabila kebutuhan dana operasional perusahaan belum tercukupi maka perusahaan dapat menggunakan hutang.

Hasil penelitian Rona (2012) menunjukkan bahwa profitabilitas berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan hutang. Hasil penelitian Afi, *et al* (2014) menunjukkan bahwa profitabilitas tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang dikarenakan perusahaan yang mampu mendapatkan keuntungan yang tinggi akan cenderung memanfaatkan dana internal untuk investasi, sehingga tingkat hutang perusahaan rendah. Hasil ini bertolak belakang dengan hasil penelitian Dewi, *et al* (2014) yang menyatakan bahwa profitabilitas berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan hutang. Profitabilitas meningkat maka perusahaan cenderung

mengurangi hutang karena tingkat pengembalian yang tinggi. Perusahaan akan membiayai kebutuhan pendanaan dengan dana internal sehingga perusahaan tidak memerlukan dana eksternal. Hasil penelitian tersebut sejalan dengan hasil penelitian Yoandhika (2012) dan Andhika (2012). Berdasarkan uraian tersebut maka dalam penelitian ini dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

Hipotesis 3 : Profitabilitas berpengaruh terhadap kebijakan hutang.

### **Pengaruh *free cash flow* terhadap kebijakan hutang**

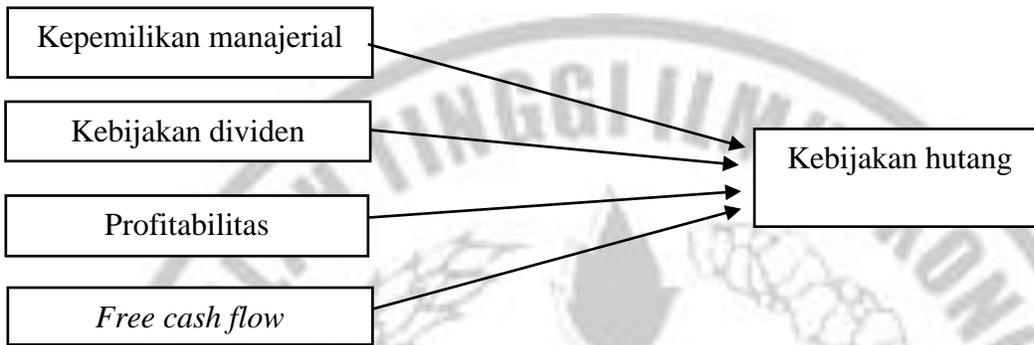
Perusahaan yang memiliki arus kas besar yang tinggi akan memonitor perilaku manajer dalam melakukan investasi dengan menambah hutang. Penambahan hutang memerlukan komitmen pembayaran kembali bunga dan pokok pinjaman yang mengurangi *free cash flow* dan mengurangi kemampuan manajer untuk melakukan tindakan pemborosan sehingga manajer menjadi disiplin. Hal tersebut akan menyebabkan penggunaan sumber daya perusahaan menjadi lebih produktif. Perusahaan dengan *free cash flow* tinggi akan cenderung akan mempunyai level hutang yang tinggi.

Menurut hasil penelitian Mudrika (2014) *free cash flow* berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan hutang, artinya perusahaan dengan *free cash flow* besar maka hutang perusahaan tinggi sehingga perusahaan tersebut dapat menurunkan *agency cost free cash flow*. Hasil penelitian ini bertolak belakang dengan penelitian yang dilakukan oleh Rona (2012) yang menunjukkan *free cash flow* tidak berpengaruh secara signifikan terhadap kebijakan hutang, dikarenakan perusahaan menggunakan hutang untuk mengendalikan *free cash flow* yang berlebihan oleh manajer. Berdasarkan uraian tersebut maka dalam

penelitian ini dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

Hipotesis 4 : *Free cash flow* berpengaruh terhadap kebijakan hutang.

Kerangka pemikiran memberikan gambaran mengenai permasalahan yang akan diteliti serta hubungan logis variabel-variabel penelitian. Kerangka pemikiran ini disusun berdasarkan landasan teori yang dapat digambarkan sebagai berikut:



Sumber: diolah

**Gambar 2**  
**Kerangka Pemikiran**

## METODE PENELITIAN

### Klasifikasi Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2011-2014. Populasi tersebut dipilih karena berdasarkan posisi hutang luar negeri pemerintah menurut sektor ekonomi periode 2012-2014 yang paling besar menggunakan ULN adalah sektor manufaktur.

Pengambilan sampel dalam penelitian ini menggunakan metode *purposive sampling* dengan tujuan untuk mendapatkan sampel yang representatif sesuai dengan kriteria sebagai berikut: (1) Perusahaan selama tahun 2011-2014 membagikan dividen minimal tiga tahun berturut-turut, (2) Perusahaan yang menerbitkan laporan keuangan dalam satuan mata uang rupiah secara konsisten, (3) Perusahaan yang melaporkan laporan

keuangan yang berakhir 31 Desember. Berdasarkan kriteria tersebut diperoleh 138 perusahaan yang menjadi sampel penelitian periode 2011-2014.

### Data dan Metode Pengumpulan Data

Penelitian ini dilakukan di Bursa Efek Indonesia periode tahun 2011-2014. Penelitian ini menggunakan data sekunder yang berbentuk data kuantitatif. Data yang digunakan adalah laporan keuangan perusahaan manufaktur yang telah dipublikasikan di Bursa Efek Indonesia tahun 2011-2014. Data untuk variabel dependen adalah laporan keuangan tahun 2012-2014 dan data untuk variabel independen adalah laporan keuangan tahun 2011-2013.

Data diperoleh dengan dokumentasi, di mana data yang diperoleh peneliti secara tidak langsung melalui media perantara (diperoleh dan dicatat oleh pihak lain). Data yang diperoleh merupakan data-

data dari berbagai literatur yang berkaitan baik berupa catatan-catatan, dokumen, arsip, maupun artikel. Data yang diperoleh kemudian disusun dan diolah sesuai dengan kepentingan penelitian.

### Identifikasi Variabel

Variabel dependen yaitu variabel yang terikat oleh variabel lainnya, atau variabel yang dipengaruhi oleh variabel lainnya. Variabel dependen dalam penelitian ini adalah kebijakan hutang yang diprosikan dengan DER. Variabel independen sering disebut variabel terikat atau bebas. Variabel ini diwakili oleh kepemilikan manajerial, kebijakan dividen, profitabilitas, dan *free cash flow*.

### Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel

#### Kebijakan hutang

Menurut Mudrika (2014) kebijakan hutang merupakan kebijakan perusahaan untuk memanfaatkan fasilitas pendanaan dari luar. Kebijakan hutang diukur dengan menggunakan *debt to equity ratio* (DER), yaitu dengan membagi total hutang dengan total ekuitas yang mencerminkan kemampuan perusahaan dalam menggunakan seluruh kewajibannya yang ditunjukkan oleh beberapa modal sendiri yang digunakan untuk membayar hutang (Brigham dan Houston, 2010:143).

$$DER = \frac{\text{total hutang}}{\text{total ekuitas}}$$

#### Kepemilikan Manajerial

Manajer yang memiliki saham perusahaan tentunya akan menselaraskan kepentingannya dengan kepentingannya sebagai pemegang saham (Brigham dan Houston, 2010:8). Menurut Andhika (2014) variabel kepemilikan manajerial dihitung dengan jumlah kepemilikan saham yang

dimiliki manajer pada akhir tahun. Kepemilikan saham dapat dilihat dalam catatan atas laporan keuangan perusahaan yang ditunjukkan dengan besarnya jumlah kepemilikan saham oleh manajemen.

$$MOWN = \frac{\text{jumlah kepemilikan saham}}{\text{jumlah saham beredar}} \times 100$$

#### Kebijakan Dividen

Kebijakan deviden menurut Brigham dan Houston (2011:211) adalah keputusan mengenai berapa banyak laba saat ini yang akan dibayarkan sebagai dividen sebagai ganti dari dipertahankan untuk diinvestasikan kembali di dalam perusahaan. Perhitungan kebijakan dividen dapat menggunakan data dari catatan atas laporan keuangan konsolidasian perusahaan. Variabel kebijakan dividen dapat diprosikan dengan *dividen payout ratio* (Dewi, *et al*, 2010).

$$DPR = \frac{\text{dividen per lembar saham (DPS)}}{\text{laba per lembar saham (EPS)}}$$

#### Profitabilitas

Menurut Brigham dan Houston (2006:107) profitabilitas adalah hasil akhir dari sejumlah kebijakan dan keputusan yang dilakukan oleh perusahaan. Profitabilitas merupakan ukuran tingkat pengembalian perusahaan. Variabel profitabilitas dapat diprosikan dengan ROA yang menunjukkan efisiensi manajemen aset dalam perusahaan, yang berarti perusahaan mampu menggunakan aset yang dimiliki untuk menghasilkan laba dari penjualan dan investasi yang dilakukan oleh perusahaan.

$$ROA = \frac{\text{laba bersih setelah pajak}}{\text{total aset}} \times 100\%$$

### Free Cash Flow

Menurut Brigham dan Houston (2010:109) *free cash flow* adalah arus kas yang benar-benar tersedia untuk dibayarkan kepada investor (pemegang saham dan pemilik utang) setelah perusahaan melakukan seluruh investasi dalam aset tetap, produk baru, dan modal kerja yang dibutuhkan untuk mempertahankan operasi yang sedang berjalan. Perhitungan *free cash flow* dapat menggunakan data dari laporan posisi keuangan dan laporan arus kas perusahaan. Persamaan berikut dapat digunakan untuk menghitung *free cash flow* yang dikemukakan Cecilia, *et al* (2012):

$$DER = \frac{CFO - Investment}{Aset}$$

*Investment* = aset<sub>t</sub> - aset<sub>t-1</sub>

Keterangan:

AKB = Aliran kas bebas

CFO = arus kas dari kegiatan operasi

*Investment* = pengeluaran modal perusahaan i pada tahun t

Aset = total aset

### Teknik Analisis Data dan Uji Hipotesis

Untuk menguji hubungan antara kepemilikan manajerial, kebijakan dividen, profitabilitas, dan *free cash flow* terhadap kebijakan hutang digunakan model regresi linier berganda. Analisis regresi berganda digunakan untuk mengukur kekuatan hubungan antara dua variabel atau lebih untuk menunjukkan arah hubungan antara variabel dependen dengan variabel independen (Imam Ghozali, 2012).

$$Y = \alpha + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \beta_4 X_4 + \epsilon$$

Keterangan:

Y = kebijakan hutang

a = konstanta

X1 = kepemilikan manajerial

X2 = kebijakan dividen

X3 = profitabilitas

X4 = *free cash flow*

β1, β2, β3, β4 = koefisien regresi

ε = tingkat kesalahan baku/error

### HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

#### Uji Deskriptif

Analisis deskriptif digunakan memberikan gambaran tentang besarnya variabel independen yang terdiri dari kepemilikan manajerial, kebijakan dividen, profitabilitas, dan *free cash flow*. Pengukuran yang digunakan dalam penelitian ini adalah nilai *maksimum*, *minimum*, rata-rata (*mean*) dan standar deviasi.

Tabel 2  
Hasil Analisis Deskriptif

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
DER	124	0,150208	3,186679	0,85881535	0,627696765
MOWN	124	0,000000	0,108317	0,00733765	0,021413980
DPR	124	-1,642857	2,958580	0,50172890	0,560431918
ROA	124	-0,015243	0,395556	0,11726885	0,073958105
FCF	124	-0,425554	0,351952	-0,02845317	0,129995390
Valid N (listwise)	124				

Sumber: Data Diolah

Berdasarkan tabel 2 nilai minimum DER sebesar 0,1502 atau 15,02 persen yang dimiliki oleh PT. Mandom Indonesia Tbk pada tahun 2012, artinya perusahaan lebih banyak menggunakan modal sendiri untuk kegiatan operasional perusahaan dibandingkan menggunakan utang. Nilai maksimum DER sebesar 3,187 yang dimiliki oleh PT. Alumindo Light

Metal Industry Tbk. pada tahun 2013, artinya perusahaan memiliki proporsi total hutang yang melebihi total ekuitasnya. Nilai rata-rata selama tiga tahun pengamatan sebesar 0,8588 atau sebesar 85,99 persen dari total ekuitas perusahaan. Rata-rata proporsi hutang yang digunakan perusahaan sama dengan total ekuitas perusahaan. Perusahaan dapat menggunakan hutang sebagai sumber pendanaan kegiatan operasional dan pengembangan perusahaan. Penggunaan hutang harus dapat dikontrol karena penggunaan hutang yang terlalu tinggi besar dapat menimbulkan risiko yang tinggi seperti menambah beban hutang perusahaan dan kebangkrutan.

Nilai minimum MOWN sebesar 0 persen, artinya terdapat 20 perusahaan setiap tahunnya yang dijadikan sampel tidak memiliki kepemilikan manajerial. Nilai maksimum MOWN terbesar terdapat pada tahun 2011 sebesar 0,108317 atau 10,83 persen yang dimiliki oleh PT. Metrodata Electronic Tbk., artinya perusahaan dapat meningkatkan kemakmuran pemegang saham dan mampu melakukan investasi dengan baik dengan tambahan dana melalui utang. Nilai rata-rata selama tiga tahun pengamatan sebesar 0,0073 atau 0,73 persen, nilai rata-rata kepemilikan manajerial setiap tahun yang melebihi nilai rata-rata keseluruhan kepemilikan manajerial adalah tahun 2011 sebesar 0,90 persen, artinya manajer memiliki kepemilikan saham lebih besar daripada tahun 2012 dan 2013 untuk melakukan investasi dengan harapan keuntungan yang tinggi.

Nilai minimum variabel DPR sebesar -1,6428 yang dimiliki oleh PT. Berlina Tbk. Nilai DPR PT. Berlina Tbk. bernilai negatif dikarenakan *earning per share*-nya bernilai negatif atau mengalami kerugian. Walaupun nilai DPR PT. Berlina

Tbk. negatif namun perusahaan tetap dapat membagikan dividen kepada pemegang saham sebesar Rp 23 per saham yang diambil dari laba ditahan pada tahun 2012. Nilai maksimum variabel DPR sebesar 2,9586 yang dimiliki oleh PT. Champion Pacific Indonesia Tbk., artinya bahwa PT. Champion Pacific Indonesia Tbk. memiliki kinerja keuangan yang baik sehingga perusahaan mampu membagikan dividen lebih baik. Nilai rata-rata selama tiga tahun pengamatan sebesar 0,5017 atau 50,17 persen. Hal ini menunjukkan bahwa sampel perusahaan yang digunakan dalam penelitian pada tahun 2012 memiliki kemampuan membagikan dividen yang lebih baik dibandingkan dengan tahun 2011 dan 2013.

Nilai minimum ROA sebesar -0,0152 atau -1,52 persen yang dimiliki oleh PT. Mustika Ratu Tbk. Hasil tersebut menunjukkan bahwa PT. Mustika Ratu Tbk. tidak mampu mengoptimalkan aset yang dimiliki untuk menghasilkan laba. Nilai maksimum variabel ROA terbesar terdapat pada tahun 2011 sebesar 0,3955 atau 39,55 persen yang dimiliki oleh PT. Merk Tbk, artinya perusahaan mampu mengoptimalkan aset yang dimiliki untuk menghasilkan laba. Nilai rata-rata selama tiga tahun pengamatan sebesar ,1172 atau 11,72 persen, nilai rata-rata ROA setiap tahun yang melebihi nilai rata-rata keseluruhan ROA selama tahun pengamatan adalah tahun 2011 dan 2012 sebesar 12,57 persen dan 11,92 persen. Penurunan nilai variabel ROA yang terjadi setiap tahunnya dapat dikatakan bahwa sampel perusahaan yang digunakan dalam penelitian dapat dikatakan buruk. Penurunan ini dikarenakan tiap tahunnya aset yang dimiliki perusahaan tidak mampu untuk meningkatkan labanya yang dibuktikan dari tahun 2011 ke 2012 mengalami penurunan sebesar 0,65 persen dan tahun 2012 ke 2013 mengalami penurunan sebesar 1,24 persen.

Nilai minimum FCF sebesar -0,4256 atau -42,56 persen yang dimiliki oleh PT. Mayora Indah Tbk. pada tahun 2011, artinya perusahaan tidak memiliki arus kas bersih real yang dapat digunakan dengan baik untuk ekspansi atau pengembangan usaha dan kegiatan operasional. Nilai maksimum FCF sebesar 0,3519 atau 35,19 persen yang dimiliki oleh PT. HM Sampoerna Tbk. pada tahun 2013, artinya perusahaan mampu menunjang usaha dan mampu untuk mendapatkan keuntungan bagi para penyedia modal, termasuk hutang dan ekuitas sehingga dapat meningkatkan nilai *free cash flow* perusahaan. Nilai rata-rata selama tiga tahun pengamatan sebesar 0,0284 atau -2,84 persen, nilai rata-rata arus kas bebas setiap tahun yang melebihi nilai rata-rata keseluruhan arus kas bebas adalah tahun 2011 dan 2013 sebesar -3,44 persen dan -3,78 persen. Pada tahun 2012 arus kas bebas perusahaan lebih baik daripada tahun 2011 dan 2013 karena kondisi perusahaan dalam kondisi yang baik. Arus kas perusahaan bernilai negatif karena kas tersebut digunakan untuk diinvestasikan pada aset-aset operasional. Walaupun perusahaan memperoleh laba positif, nilai arus kas bebas dapat bernilai negatif.

### **Pengaruh kepemilikan manajerial terhadap kebijakan hutang**

Berdasarkan hasil uji dalam penelitian ini menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Manajer mensejajarkan kedudukannya dengan pemegang saham sehingga manajer bertindak sesuai dengan kepentingan pemegang saham. Meningkatnya persentase kepemilikan dapat memotivasi manajer untuk meningkatkan kinerja dan bertanggung jawab meningkatkan kemakmuran pemegang saham. Manajer memiliki kontrol yang besar dan berani mengambil risiko menggunakan hutang untuk investasi dengan harapan keuntungan yang tinggi dan sebaliknya rendahnya

kepemilikan manajerial akan menurunkan penggunaan utang.

Hasil uji dalam penelitian ini dapat didukung dari analisis deskriptif yang membuktikan bahwa meningkatnya kepemilikan manajerial dapat meningkatkan penggunaan utang. Hasil analisis deskriptif pada analisis deskriptif yang menunjukkan nilai rata-rata kebijakan hutang selama periode pengamatan cenderung mengalami kenaikan dan rata-rata kepemilikan manajerial cenderung mengalami kenaikan. Hasil uji tersebut sesuai dengan teori yang digunakan dalam penelitian ini, yaitu manajemen akan berhati-hati dalam mengambil keputusan karena akan merasakan manfaat keputusan yang diambil secara langsung, sehingga manajemen memiliki kontrol yang besar untuk melakukan investasi lebih baik melalui hutang sebagai dana tambahan dengan harapan mendapatkan keuntungan yang tinggi dan dapat memaksimalkan kekayaan pemegang saham.

Hasil penelitian ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh Mudrika (2014) yang menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Hasil penelitian ini bertolak belakang dengan penelitian yang dilakukan oleh Dewi, *et al* (2014) dan Andhika (2012) yang menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang, karena rendahnya kepemilikan saham oleh manajer mengakibatkan manajer tidak dapat mengambil keputusan berdasarkan atas keinginannya.

### **Pengaruh kebijakan dividen terhadap kebijakan hutang**

Berdasarkan hasil uji dalam penelitian ini menunjukkan bahwa kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Hal ini diduga perusahaan menggunakan selisih laba bersih yang diperoleh dengan laba

ditahan untuk membagikan dividennya sehingga perusahaan tidak perlu menggunakan hutang untuk membagikan dividen kepada para pemegang saham. Perusahaan melakukan pembayaran dividen ketika ada dana yang tersisa, sebaliknya apabila dana perusahaan tidak mencukupi untuk kegiatan operasional perusahaan maka perusahaan lebih memilih tidak melakukan pembayaran dividen. Hasil ini dapat didukung dari analisis deskriptif yang menunjukkan bahwa nilai standar deviasi lebih besar dibandingkan dengan nilai rata-rata, artinya rentang data besar dan terdapat banyak variasi data (data heterogen) dan pada hasil analisis deskriptif yang menunjukkan bahwa nilai rata-rata kebijakan hutang selama tiga tahun pengamatan cenderung mengalami kenaikan dan rata-rata kebijakan dividen cenderung mengalami kenaikan. Keputusan manajer memutuskan untuk membagikan dividen kepada pemegang saham akan memberikan sinyal kepada pihak luar bahwa perusahaan menggunakan hutang sebagai sumber pendanaan operasional sehingga perusahaan kurang menguntungkan dalam pembagian dividen.

Hasil penelitian ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh Dewi, *et al* (2014), Yoandhika (2012), dan Andhika (2012) yang menyatakan bahwa kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Hal ini dikarenakan perusahaan meningkatkan pembayaran dividennya sehingga dana yang tersedia untuk pendanaan kegiatan operasional perusahaan semakin kecil. Manajer dapat memenuhi kebutuhan operasional perusahaan dengan menggunakan hutang lebih banyak.

#### **Pengaruh profitabilitas terhadap kebijakan hutang**

Berdasarkan hasil uji dalam penelitian ini menunjukkan bahwa profitabilitas

berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Hasil ini dapat didukung dalam analisis deskriptif yang menunjukkan bahwa nilai rata-rata kebijakan hutang selama periode pengamatan cenderung mengalami kenaikan sedangkan rata-rata profitabilitas cenderung mengalami penurunan. Perusahaan dengan tingkat profitabilitas yang tinggi berarti mampu mengelola aset dengan baik, sehingga mampu mendanai kebutuhan perusahaan menggunakan dana internal sehingga tidak memerlukan dana eksternal seperti hutang. Hasil uji tersebut sesuai dengan teori yang digunakan dalam penelitian.

Hasil penelitian ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh Dewi, *et al* (2014), Yoandhika (2012), dan Andhika (2012) yang menyatakan bahwa profitabilitas berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan hutang. Profitabilitas meningkat maka perusahaan cenderung mengurangi hutang karena tingkat pengembalian yang tinggi. Hasil penelitian ini bertolak belakang dengan penelitian yang dilakukan oleh Rona (2012).

#### **Pengaruh *free cash flow* terhadap kebijakan hutang**

Berdasarkan hasil uji dalam penelitian ini menunjukkan bahwa *free cash flow* tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Hasil ini dapat didukung dari nilai standar deviasi lebih besar dibandingkan dengan nilai rata-rata, artinya rentang data besar dan terdapat banyak variasi data (data heterogen). Variasi data ini menimbulkan tingkat penyimpangan yang tinggi dan menyebabkan data menjadi tidak akurat. Hasil uji dalam penelitian ini juga didukung dari analisis deskriptif yang menunjukkan bahwa nilai rata-rata *free cash flow* yang menunjukkan nilai negatif selama tiga tahun berturut-turut. Pada grafik perkembangan nilai rata-rata DER menunjukkan pergerakan yang berbeda dengan perkembangan *free*

*cash flow*. Perkembangan nilai rata-rata DER pada tahun 2012 dan 2014 berada pada angka rendah sedangkan pada tahun 2013 berada pada angka tinggi.

Perbedaan tren yang sangat tajam ini dapat mendukung hasil penelitian bahwa nilai *free cash flow* tidak dapat digunakan untuk memprediksi proporsi total hutang perusahaan yang digunakan (DER). Perusahaan tidak dapat menyediakan sisa kas untuk didistribusikan kepada pemegang saham karena *free cash flow* bernilai negatif. Hal itu menunjukkan bahwa perusahaan tidak memiliki kemampuan di masa depan untuk menarik investor sehingga perusahaan tidak perlu menggunakan hutang untuk membeli investasi tambahan atau menambah likuiditas perusahaan.

Hasil penelitian ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh Rona (2012) yang menunjukkan *free cash flow* tidak berpengaruh secara signifikan terhadap kebijakan hutang dikarenakan perusahaan menggunakan hutang untuk mengendalikan *free cash flow* yang berlebihan oleh manajer. Hasil ini bertolak belakang dengan penelitian yang dilakukan oleh Mudrika (2014) yang menunjukkan *free cash flow* berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan hutang, artinya perusahaan dengan *free cash flow* besar maka hutang perusahaan tinggi. Perusahaan tersebut dapat menurunkan *agency cost free cash flow* dengan hutang.

## **KESIMPULAN, KETERBATASAN, DAN SARAN**

Berdasarkan uji F, didapatkan bahwa model regresi yang digunakan dalam penelitian ini model yang baik / fit, artinya model regresi yang terdiri dari kepemilikan manajerial, kebijakan dividen, profitabilitas, dan *free cash flow* dapat digunakan untuk memprediksi kebijakan hutang.

Berdasarkan uji  $R^2$  didapatkan bahwa variabel dependen kebijakan hutang

dapat dijelaskan oleh variabel kepemilikan manajerial, kebijakan dividen, profitabilitas, dan *free cash flow* sebesar 31,6 persen, sedangkan sisanya 68,4 persen dijelaskan oleh variabel lain diluar model.

Berdasarkan uji t menunjukkan bahwa Variabel kepemilikan manajerial secara parsial berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Manajemen memiliki kontrol yang besar sehingga mereka dapat melakukan investasi yang baik dengan menggunakan hutang sebagai sumber pendanaan yang di buktikan dari pergerakan nilai rata-rata (*mean*) kebijakan hutang yang tiap tahunnya mengalami kenaikan.

Variabel kebijakan dividen secara parsial tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Perusahaan menggunakan selisih laba bersih yang diperoleh dengan laba ditahan untuk membagikan dividennya sehingga perusahaan tidak perlu menggunakan hutang untuk membagikan dividen kepada para pemegang saham.

Variabel profitabilitas secara parsial berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Perusahaan dengan tingkat profitabilitas yang tinggi berarti mampu mengelola aset dengan baik sehingga perusahaan mampu melakukan pembayaran hutang apabila perusahaan melakukan pinjaman dalam jumlah besar.

Variabel *free cash flow* tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Perusahaan tidak dapat menyediakan sisa kas untuk didistribusikan kepada pemegang saham apabila *free cash flow* bernilai negatif. Hal itu menunjukkan bahwa perusahaan tidak memiliki kemampuan di masa depan untuk menarik investor. Perusahaan tidak perlu menggunakan hutang untuk membeli investasi tambahan atau menambah likuiditas perusahaan.

Penelitian ini mempunyai keterbatasan (1) banyaknya perusahaan manufaktur yang tidak membagikan dividen selama tahun 2011-2013, (2) banyaknya data

outlier yang menyebabkan sampel berkurang. Berdasarkan pada hasil dan keterbatasan penelitian, maka saran yang dapat diberikan untuk penelitian yang akan datang agar menambah variabel lain dan baru yang berpengaruh terhadap kebijakan hutang seperti kepemilikan institusional, likuiditas, dan set kesempatan investasi. Peneliti selanjutnya diharapkan mengambil sampel yang lebih banyak dan tidak terbatas pada perusahaan manufaktur, serta memperluas periode pengamatan untuk memperoleh sampel yang lebih banyak dan dapat menggunakan variabel kepemilikan manajerial dengan model dummy.

#### DAFTAR RUJUKAN

- Afi P., Taufeni T., dan Lila A. 2014. Pengaruh Ukuran Perusahaan, Profitabilitas, dan Pertumbuhan Penjualan Terhadap Kebijakan Hhutang Pada Perusahaan *Food and Beverages* yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Online Mahasiswa (Jom) Bidang Ilmu Ekonomi*, 1(2), 1-15.
- Andhika Ivona Murtiningtyas. 2012. Kebijakan Deviden, Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Profitabilitas, Resiko Bisnis Terhadap Kebijakan Hutang. *Accounting Analysis Journal*, 1(2).
- Brigham, Eugene F. dan Joel F. Houston. 2010. *Manajemen Keuangan*. Buku 1. Edisi 11. Jakarta: Salemba Empat.
- \_\_\_\_\_, 2011. *Manajemen Keuangan*. Buku 2. Edisi 11. Jakarta: Salemba Empat.
- Cecilia T., Ni Luh P., Ida B. 2012. Variabel-Variabel yang Berpengaruh Terhadap Kebijakan Dividen Serta Harga Saham Pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Manajemen, Strategi Bisnis, dan Kewirausahaan* Vol. 6, No. 2.
- Dewi P., Restu A., dan Al Azhar L. 2014. Analisis Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Kebijakan Dividen, Profitabilitas, Ukuran Perusahaan Dan Struktur Asset Terhadap Kebijakan Hhutang Pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2010-2012. *Jurnal Online Mahasiswa (Jom) Bidang Ilmu Ekonomi*, 1(2), 1-15.
- Imam Ghozali. 2012. *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS*. Edisi keenam. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- I Made Sudana. 2011. *Manajemen Keuangan Perusahaan: Teori & Praktik*. Jakarta: Erlangga.
- Khan, A., Kaleem, A., & Nazir, M. S. 2012. "Impact of Financial Leverage on Agency Cost of Free Cash Flow: Evidence from the Manufacturing Sektor of Pakistan". *Journal of Basic and Applied Scientific Research*, 2(7), Pp 6694-6700.
- Mohammad Syadeli. 2013. Struktur Kepemilikan, Profitabilitas dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Hhutang Perusahaan Pemanufakturan di Bursa Efek

- Indonesia. *Jurnal Manajemen Dan Akuntansi*, 2(2), 79-94.
- Mudrika Alamsyah Hasan. 2014. Pengaruh Kepemilikan Manajerial, *Free Cash Flow* dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Hutang (Studi Pada Perusahaan-Perusahaan Industri Dasar dan Kimia yang Terdaftar di BEI). *Jurnal Akuntansi (Media Riset Akuntansi & Keuangan)*, 3(1), 90-100.
- Rona Mersi Narita. 2012. Analisis Kebijakan Hutang. *Accounting Analysis Journal*, 1(2), 1-6.
- Rudianto. 2012. Pengantar Akuntansi Konsep & Teknik Penyusunan Laporan Keuangan. Jakarta: Erlangga.
- Sadeghian, N. S., Latifi, M. M., Soroush, S., & Aghabagher, Z. T. (2012). "Debt Policy and Corporate Performance: Empirical Evidence from Tehran Stock Exchange Companies". *International Journal of Economics and Finance*, 4(11), Pp 217-224.
- Vo, D. H., & Nguyen, V. T. Y. (2014). "Managerial Ownership, Leverage and Dividend Policies: Empirical Evidence from Vietnam's Listed Firms". *International Journal of Economics and Finance*, 6(5), Pp 274-284.
- Yoandhika Nabela. 2012. Pengaruh Kepemilikan Institusional, Kebijakan Dividen dan Profitabilitas Terhadap Kebijakan Hutang Pada Perusahaan Properti dan Real Estate di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Manajemen*, 1(01), 1-8.

<http://www.bi.go.id> . Diakses: 1 Oktober 2015