

PENGARUH *FREE CASH FLOW*, PERTUMBUHAN PERUSAHAAN, KEBIJAKAN DEVIDEN DAN UKURAN PERUSAHAAN TERHADAP KEBIJAKAN HUTANG PADA PERUSAHAAN MANUFAKTUR DI BURSA EFEK INDONESIA TAHUN 2013

Ade Dwi Suryani

Muhammad Khafid

Fakultas Ekonomi, Universitas Negeri Semarang

adedwi1993@gmail.com

Abstrak

Kebijakan hutang merupakan kebijakan dalam menentukan dana perusahaan yang bersumber dari eksternal. Manajer harus menentukan proporsi hutang yang tepat dengan memperhatikan risiko dari hutang itu sendiri. Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh *free cash flow*, pertumbuhan perusahaan, kebijakan deviden dan ukuran perusahaan terhadap kebijakan hutang. Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2013 sebanyak 137 perusahaan. Penelitian ini menggunakan metode *purposive sampling*. Teknik analisis yang digunakan adalah regresi berganda. Hasil penelitian menunjukkan bahwa terdapat satu variabel yaitu kebijakan deviden yang berpengaruh secara signifikan terhadap kebijakan hutang. Sedangkan tiga variabel independen lainnya yaitu *free cash flow*, pertumbuhan perusahaan dan ukuran perusahaan menunjukkan pengaruh yang tidak signifikan terhadap kebijakan hutang. Simpulan dari penelitian yakni kebijakan deviden terbukti dapat meningkatkan kebijakan hutang perusahaan. Saran untuk penelitian yang akan datang untuk menggunakan komisaris independen dan pemberlakuan *good corporate governance* untuk mengawasi kegiatan perusahaan dan meningkatkan kinerjanya.

Kata kunci: *Free cash flow*, kebijakan deviden, kebijakan hutang, pertumbuhan perusahaan, ukuran perusahaan

Abstract

Debt Policy is policy to decision finance is a policy in determining the company's funds are sourced from external. Managers must determine the exact proportion of debt with due regard to the risks of the debt. The purpose of this research is to explore how the influence free cash flow, growth of the company, dividend policy and firm size toward the debt policy. Population in this study are all companies listed on the indonesia stock exchange year 2013 obtained 137 company. This research used purposive sampling method. The analysis show that they have one variable is dividend policy has positive influence to debt policy. As for the other three variables independent are free cash flow, growth of the company, and firm size that insignificant influence to debt policy. The conclusions of this study proved that the dividend policy can improve the company's debt policy. Suggestion for future research to use an independent commissioner and the implementation of good corporate governance to supervise the activities of the company and improve its performance.

Keywords: Free cash flow, debt policy, dividend policy, firm size, growth of the company

PENDAHULUAN

Setiap perusahaan memiliki tujuan untuk memaksimalkan kemakmuran perusahaan. Perusahaan manufaktur yang mendominasi di Indonesia memiliki tujuan yang sama dengan tujuan perusahaan pada umumnya. Menurut Brigham Gapensi (1996) menyatakan bahwa "tujuan utama perusahaan adalah meningkatkan nilai perusahaan melalui peningkatan kemakmuran pemilik atau para pemegang saham. Pembiayaan merupakan elemen penting dalam sebuah perusahaan. Perusahaan menyerahkan pengelolaan kepada manajer. Tugas manajer membuat berbagai kebijakan dalam kegiatan operasional suatu perusahaan.

Salah satu kebijakan yang dibuat manajer mengenai struktur modal. Manajer memiliki tugas untuk mempertimbangkan keputusan pendanaannya. Pertimbangan diperlukan karena masing-masing sumber pendanaan mempunyai konsekuensi yang berbeda-beda. Dana dapat diperoleh dari modal sendiri, yaitu dengan menerbitkan saham yang akan dibeli para investor. Perusahaan juga dapat mendapatkan sumber dana dari kreditur berupa hutang. Kombinasi penggunaan sumber yang berasal dari dalam perusahaan dan luar perusahaan guna memenuhi kebutuhan dana perusahaan yang disebut dengan struktur modal. Kebijakan

dengan menggunakan dana dari luar perusahaan yang disebut dengan kebijakan hutang merupakan tanggung jawab penting manajer.

Jensen dan Meckling (1976) menyatakan pihak manajemen perusahaan atau insider mempunyai tujuan lain yang bertentangan dengan kepentingan pemilik sehingga timbul konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham. Adanya tujuan yang berbeda tersebut disebut konflik keagenan. Tujuan manajemen dalam hal ini mengenai kepentingan mereka sendiri akibat adanya pemisahan kepemilikan perusahaan dengan manajemen. Penggunaan hutang yang dapat meningkatkan risiko mendorong manajer untuk berhati-hati dalam mengambil keputusan dalam menggunakan hutang dari luar perusahaan. Kebijakan hutang yang tepat harus diperhatikan oleh manajer untuk memaksimalkan tujuan perusahaan. Kebijakan hutang merupakan kebijakan dalam menentukan dana perusahaan yang bersumber dari eksternal. Manajer harus menentukan proporsi hutang yang tepat dengan memperhatikan risiko dari hutang itu sendiri. Kebijakan hutang diharapkan dapat meningkatkan nilai perusahaan, Namun pada kenyataannya kebijakan hutang yang fluktuatif malah mengakibatkan faktor-faktor yang mempengaruhinya menurun nilainya. Sehingga tidak sesuai dengan harapan bahwa kebijakan hutang dapat meningkatkan nilai perusahaan.

Kasus yang terjadi pada 5 perusahaan manufaktur yang menyangkut kebijakan hutang membuktikan bahwa rata-rata tingkat *free cash flow* mengalami fluktuasi. Tahun 2011 rata-rata tingkat *free cash flow* mencapai 28,63. Pada tahun berikutnya mengalami penurunan di tahun 2012 menjadi 27,78 dan terakhir pada tahun 2013 mengalami peningkatan kembali hingga mencapai 29,08. Ditemukan fenomena bahwa rata-rata DER berfluktuasi berlawanan arah dengan tingkat *free cash flow* yang ada. Data tersebut tidak sesuai dengan teori yang dikemukakan oleh Jensen (1996) bahwa perusahaan dengan *free cash flow* besar yang mempunyai level hutang yang tinggi akan menurunkan *agency cost free cash flow* dan begitu juga sebaliknya.

Tingkat pertumbuhan perusahaan yang diprosikan dengan PER pada perusahaan

manufaktur mengalami fluktuasi dari tahun 2011-2013. pertumbuhan secara tidak langsung berpengaruh pada pendanaan ekuitas yang signifikan walaupun pada keadaan dimana biaya kebangkrutan rendah. Jadi perusahaan dengan pertumbuhan tinggi akan memiliki *debt ratio* yang lebih rendah dibandingkan dengan perusahaan yang pertumbuhannya rendah. Teori ini tidak sesuai dengan fenomena data yang ada. Hal ini dapat ditunjukkan pada data tahun 2011 ke tahun 2012 terjadi peningkatan PER sebesar 61,63% yang diikuti pula dengan peningkatan DER sebesar 23,21%. Kemudian hal yang sama terjadi kembali pada tahun 2013, dimana PER mengalami penurunan hingga mencapai -23,19% yang diikuti pula dengan penurunan DER sebesar -3,72%.

Rata-rata DPR perusahaan manufaktur menunjukkan adanya penurunan dari tahun ke tahun. Dalam penelitian yang dilakukan oleh Indahningrum dan Handayani (2009) dikatakan jika perusahaan meningkatkan pembayaran dividennya maka dana yang tersedia untuk pendanaan (laba ditahan) akan semakin kecil, sehingga untuk memenuhi kebutuhan dananya manajer cenderung menggunakan hutang. Fenomena data di lapangan ditemukan bahwa terjadi gap dari tahun 2011 menuju tahun 2012 DPR dimana mengalami penurunan sebesar -45,94% berlawanan dengan peningkatan yang terjadi pada DER dari tahun 2011 menuju tahun 2012 sebesar 23,21%. Kejanggalaan fenomena terjadi karena terdapat ketidaksesuaiannya dengan teori yang ada.

Fakta ini juga menunjukkan adanya peningkatan ukuran perusahaan dari tahun ke tahun. Peningkatan ukuran perusahaan berlawanan dengan tingkat DER yang fluktuatif. Pada tahun 2011 menuju tahun 2012 SIZE meningkat sebesar 0,12% bersamaan dengan peningkatan DER sebesar 23,21%. Tahun berikutnya yaitu tahun 2012 menuju 2013 SIZE mengalami peningkatan sebesar 0,80% berlawanan dengan penurunan DER sebesar -3,72%. Fenomena tersebut bertentangan dengan penemuan Smith (1996) dalam Rahmawati (2012) bahwa ukuran perusahaan yang besar memiliki pendanaan yang sangat besar, salah satunya dengan menggunakan hutang. Artinya bahwa semakin besar perusahaan, maka

semakin tinggi perusahaan menggunakan hutang sehingga nilai perusahaan juga meningkat.

Penelitian yang dilakukan Hardiningsih dan Oktaviani (2012) menemukan hasil bahwa *free cash flow* tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Hasil yang berbeda ditemukan oleh Indahningrum dan Handayani (2009) bahwa *free cash flow* berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan hutang. Penelitian tentang pertumbuhan perusahaan yang dilakukan oleh Keni dan Sofia Prima Dewi (2011) menemukan hasil pertumbuhan perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan hutang. Hasil yang berbeda ditemukan oleh Rizka Putri Indahningrum dan Ratih Handayani (2009) bahwa pertumbuhan perusahaan tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Penelitian tentang kebijakan deviden yang dilakukan oleh Hardiningsih dan Rachmawati Meita Oktaviani (2012) menemukan hasil bahwa kebijakan deviden berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan hutang. Hasil yang berbeda ditemukan oleh Keni dan Sofia Prima Dewi (2011) bahwa pertumbuhan perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan hutang. Penelitian mengenai ukuran perusahaan yang dilakukan oleh Richard Kofi Akoto and Dadson Awunyo-Vitor (2013) menemukan hasil bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang. Hasil yang berbeda ditemukan oleh Farah Margaretha (2014) bahwa ukuran perusahaan tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Oleh karena itu, tujuan dari penelitian ini adalah untuk menguji kembali variabel yang memiliki hasil yang berbeda agar dapat mendapatkan hasil yang memperkuat penelitian sebelumnya.

LANDASAN TEORI DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Agency Theory

Agency theory menjelaskan hubungan kontrak antara prinsipal dengan agen. Menurut Hardiningsih dan Oktaviani (2012) Perbedaan kepentingan antara manajemen dengan pemilik modal akan memunculkan adanya permasalahan antar kepentingan (*conflict of interest*). Sebagai *agent* dari pemilik, manajemen seharusnya

bertindak untuk kemakmuran pemilik, namun karena risiko yang kemungkinan akan diterima oleh manajemen, maka mereka dalam pengambilan keputusan juga mempertimbangkan kepentingannya. Perbedaan kepentingan ini akan memunculkan masalah-masalah keagenan (*agency problem*). Menurut Karinaputri (2012) konflik keagenan (*agency conflict*) ini dapat diminimalisir dengan mekanisme pengawasan yang mensejajarkan kepentingan pihak-pihak terkait. Dengan adanya mekanisme pengawasan ini menyebabkan munculnya biaya yang sering disebut dengan *agency cost*. Van Horne dan John (1997) dikutip dari Karinaputri (2012) menjelaskan bahwa biaya agensi (*agency cost*) merupakan biaya-biaya yang berhubungan dengan pengawasan manajemen untuk meyakinkan bahwa manajemen bertindak konsisten sesuai dengan perjanjian kontraktual perusahaan dengan kreditur dan pemegang saham.

Pecking Order Theory

Pecking Order Theory merupakan penetapan suatu urutan keputusan pendanaan dimana para manajer pertama kali akan memilih untuk menggunakan laba ditahan, utang dan penerbitan saham sebagai pilihan terakhir. *Pecking order theory* menjelaskan mengapa perusahaan-perusahaan yang *profitable* (menguntungkan) umumnya meminjam dalam jumlah yang sedikit. Hal tersebut bukan karena perusahaan mempunyai *target debt ratio* yang rendah, tetapi karena memerlukan *external financing* yang sedikit. Sedangkan perusahaan yang kurang *profitable* cenderung mempunyai utang yang lebih besar karena dana internal tidak cukup dan utang merupakan sumber eksternal yang lebih disukai (Syarifudin, 2013). Secara singkat teori ini menyatakan bahwa : (a) Perusahaan menyukai *internal financing* (pendanaan dari hasil operasi perusahaan berwujud laba ditahan), (b) Apabila pendanaan dari luar (*eksternal financing*) diperlukan, maka perusahaan akan menerbitkan sekuritas yang paling aman terlebih dulu, yaitu dimulai dengan penerbitan obligasi, kemudian diikuti oleh sekuritas yang berkarakteristik opsi (seperti obligasi konversi), baru akhirnya apabila masih

belum mencukupi, saham baru diterbitkan (Diah, 2009).

Pengembangan Hipotesis Free Cash Flow Terhadap Kebijakan Hutang

Menurut White et al (2003) dalam Rahmawati (2012) bahwa semakin besar *free cash flow* yang tersedia dalam suatu perusahaan, maka semakin sehat perusahaan tersebut karena memiliki kas yang tersedia sehingga akan mempengaruhi bagi perusahaan dalam memanfaatkan kebijakan hutang. Hal tersebut juga dapat terjadi bahwa dengan tingginya *free cash flow* juga karena perusahaan kurang *survive*, artinya bahwa perusahaan kurang aktif dalam memanfaatkan *free cash flow* dengan maksimal, atau karena perusahaan kurang agresif dalam mencari proyek yang menguntungkan sehingga kas yang tersedia masih banyak dan perusahaan hanya memanfaatkan sedikit hutang. Keadaan ini menunjukkan bahwa nilai perusahaan semakin baik karena *free cash flow* mencerminkan kemampuan di masa depan. Hal ini didukung oleh penelitian terdahulu Indahningrum dan Handayani (2009) bahwa *free cash flow* berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan hutang.

H₁ *Free cash flow* berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang pada perusahaan manufaktur di BEI

Pertumbuhan Perusahaan Terhadap Kebijakan Hutang

Suatu perusahaan yang mengalami pertumbuhan yang tinggi berarti perusahaan tersebut berhasil meningkatkan nilai perusahaan untuk menghasilkan keuntungan/ laba. Perusahaan yang mempunyai pertumbuhan yang tinggi menunjukkan bahwa dengan sumber daya yang dimiliki bisa menghasilkan pertumbuhan yang baik. Perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi akan lebih memaksimalkan penggunaan sumber daya yang dimiliki (Hardiningsih dan Oktaviani, 2012). Menurut Rodoni dan Ali (2014) menyatakan pertumbuhan secara tidak langsung berpengaruh pada pendanaan ekuitas yang signifikan walaupun pada keadaan dimana biaya kebangkrutan rendah. Jadi perusahaan dengan

pertumbuhan tinggi akan memiliki *debt ratio* yang lebih rendah dibandingkan dengan perusahaan yang pertumbuhannya rendah.

Hal ini didukung hasil penelitian yang dilakukan oleh Margaretha (2013) yang menghasilkan hubungan pertumbuhan perusahaan negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang. Hasil penelitian yang mendukung lainnya oleh Hardiningsih dan Oktaviani (2012) yang menemukan pertumbuhan perusahaan berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan hutang.

H₂ Pertumbuhan perusahaan berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang pada perusahaan manufaktur di BEI

Kebijakan Dividen Terhadap Kebijakan Hutang

Kebijakan dividen akan memiliki pengaruh terhadap tingkat penggunaan hutang suatu perusahaan. Hal ini dapat diperkuat dengan *Pecking Order Theory* yang menjelaskan urutan perusahaan dalam mengambil keputusan pendanaan. Dimana untuk pertama kalinya perusahaan akan memanfaatkan pendanaan dari laba ditahan, apabila laba ditahan tidak mencukupi maka barulah akan digunakan pendanaan dengan hutang. Dengan demikian jika perusahaan meningkatkan pembayaran dividennya maka dana yang tersedia untuk pendanaan perusahaan dalam bentuk laba ditahan akan semakin kecil. Sehingga untuk memenuhi kebutuhan dana perusahaan, manajer lebih cenderung untuk menggunakan hutang lebih banyak (Indahningrum dan Ratih, 2009). Melalui teori tersebut dapat dikatakan bahwa kebijakan dividen berpengaruh terhadap kebijakan hutang.

Hal tersebut didukung oleh penelitian yang dilakukan oleh Yulianto (2010) menemukan bahwa kebijakan dividen berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan hutang. Hasil yang lain yang mendukung adalah penelitian oleh Keni dan prima dewi (2011) bahwa kebijakan dividen berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan hutang.

H₃ Kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang pada perusahaan manufaktur di BEI

Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Hutang

Menurut Gitman dan Zutter (2012) Ukuran perusahaan adalah besarnya aset perusahaan yang memungkinkan tingkat *leverage* perusahaan besar akan lebih besar dari perusahaan yang lebih kecil. Dari uraian tersebut dapat disimpulkan bahwa ukuran kecil perusahaan akan mempengaruhi struktur modal didasarkan pada kenyataan bahwa semakin besar suatu perusahaan akan memiliki tingkat pertumbuhan yang tinggi, sehingga perusahaan lebih bersedia untuk mengeluarkan saham baru dan juga cenderung menggunakan jumlah pinjaman akan meningkat. Hal ini didukung penelitian yang dilakukan oleh Akoto dan Awunyo-Vitor (2013) menemukan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan hutang. Berdasarkan uraian tersebut, maka hipotesis yang diajukan untuk penelitian ini adalah:

H₄ Ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang pada perusahaan manufaktur di BEI.

METODE PENELITIAN

Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif yang dilakukan untuk membuktikan adanya faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan hutang yaitu *free cash flow*, pertumbuhan perusahaan, kebijakan deviden dan ukuran perusahaan. Data yang digunakan merupakan data sekunder yang bersumber dari laporan keuangan yang telah dipublikasikan dan tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI) tahun 2013, dimana data tersebut dapat diperoleh di Pusat Informasi Pasar Modal. Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) tahun 2013 sebanyak 137 perusahaan.

Teknik pengambilan sampel dalam penelitian ini menggunakan *purposive sampling* Kriteria pemilihan sampel yaitu 1) Merupakan perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia; 2) Mempublikasikan laporan keuangan selama tahun 2013; 3) Memiliki data terkait pengukuran variabel penelitian. Hasil dari pemilihan sampel tersebut diperoleh unit analisis sebanyak 30 perusahaan.

HASIL ANALISIS DAN PEMBAHASAN Free Cash Flow Terhadap Kebijakan Hutang

Hipotesis 1 dalam penelitian ini ditolak bahwa *free cash flow* merupakan aliran kas lebih perusahaan yang dapat didistribusikan kepada kreditor atau pemegang saham yang tidak diperlukan lagi untuk modal kerja atau investasi pada asset tetap. Hasil analisis mengenai pengaruh *free cash flow* terhadap kebijakan hutang dapat dilihat dari uji parsial yang menunjukkan nilai signifikansi di atas $\alpha = 0,05$ yaitu sebesar 0,414. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Yulianto (2010) yang menyatakan tidak adanya hubungan pengaruh antara *free cash flow* dengan kebijakan hutang. Senada dengan hasil tersebut penelitian Hardiningsih dan Oktaviani (2012) menunjukkan bahwa *free cash flow* tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Hasil penelitian ini tidak mendukung penelitian yang dilakukan oleh Indahningrum dan Handayani (2009) yang menyatakan hasil *free cash flow* berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan hutang

Berdasarkan teori yang diajukan White et al (2003) dalam Rahmawati (2012) bahwa semakin besar *free cash flow* yang tersedia dalam suatu perusahaan, maka semakin sehat perusahaan tersebut karena memiliki kas yang tersedia sehingga akan mempengaruhi bagi perusahaan dalam memanfaatkan kebijakan hutang. Hal tersebut juga dapat terjadi bahwa dengan tingginya *free cash flow* juga karena perusahaan kurang *survive*, artinya bahwa perusahaan kurang aktif dalam memanfaatkan *free cash flow* dengan maksimal, atau karena perusahaan kurang agresif dalam mencari proyek yang menguntungkan sehingga kas yang tersedia masih banyak dan perusahaan hanya memanfaatkan sedikit hutang.

Pertumbuhan Perusahaan Terhadap Kebijakan Hutang

Hipotesis 2 dalam penelitian ditolak bahwa pertumbuhan perusahaan merupakan tingkat perubahan total aktiva dari tahun ke tahun yang menggambarkan bagaimana perkembangan usaha yang dilakukan periode sekarang dibandingkan dengan periode sebelumnya. Hasil analisis mengenai pengaruh

pertumbuhan perusahaan terhadap kebijakan hutang dapat dilihat dalam uji parsial. Nilai signifikansi di atas $\alpha = 0,05$ yaitu 0,761 dengan nilai t sebesar -0,307. Hasil ini menunjukkan pertumbuhan perusahaan tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Hal ini dapat dimaknai bahwa pertumbuhan perusahaan tidak dapat mempengaruhi tingkat kebijakan hutang yang diambil oleh manajemen perusahaan.

Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Indahningrum dan Handayani (2009) yang menyatakan tidak adanya hubungan pengaruh antara pertumbuhan perusahaan dengan kebijakan hutang. Penelitian ini tidak mendukung penelitian yang dilakukan oleh Hardiningsih dan Oktaviani (2012) dan Margaretha (2014) yang menemukan hasil pertumbuhan perusahaan berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan hutang. Sedangkan penelitian Keni dan Dewi (2011) pertumbuhan perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan hutang.

Berdasarkan teori yang diajukan Menurut Rodoni dan Ali (2014) menyatakan pertumbuhan secara tidak langsung berpengaruh pada pendanaan ekuitas yang signifikan walaupun pada keadaan dimana biaya kebangkrutan rendah. Jadi perusahaan dengan pertumbuhan tinggi akan memiliki *debt ratio* yang lebih rendah dibandingkan dengan perusahaan yang pertumbuhannya rendah. Pertumbuhan pada intinya adalah fitur dari dunia nyata sebagai hasilnya, pendanaan dengan utang tidak optimal.

Kebijakan Deviden Terhadap Kebijakan Hutang

Hipotesis 3 dalam penelitian ini diterima bahwa kebijakan deviden merupakan keputusan perusahaan apakah akan membagikan *earnings* yang dihasilkan kepada para pemegang saham atau akan menahan *earnings* untuk kegiatan reinvestasi dalam perusahaan. Hasil analisis mengenai pengaruh kebijakan deviden terhadap kebijakan hutang, dapat dilihat dari uji parsial. Nilai signifikansi di bawah $\alpha = 0,05$ yaitu 0,048 dengan nilai t sebesar 2,084 dinyatakan dengan tanda positif maka hubungannya adalah positif. Hasil ini menunjukkan kebijakan

deviden berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang. Hal ini dapat dimaknai bahwa kebijakan deviden yang tinggi maka akan memberikan dampak kenaikan terhadap kebijakan hutang tidak dapat mempengaruhi tingkat kebijakan hutang perusahaan.

Temuan ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan dengan penelitian yang dilakukan oleh Yulianto (2010) dan Keni dan Dewi (2011) yang mengungkapkan temuan hubungan signifikan positif antara kebijakan deviden dan kebijakan hutang. Hasil penelitian ini tidak mendukung hasil penelitian yang dilakukan oleh Hardiningsih dan Oktaviani (2012) yang menemukan hasil kebijakan deviden berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang.

Hasil temuan ini menyatakan bahwa semakin besar jumlah deviden maka semakin kecil arus kas perusahaan sehingga perusahaan membutuhkan tambahan sumber pendanaan melalui utang untuk membiayai investasi perusahaan. diperkuat dengan *Pecking Order Theory* yang menjelaskan urutan perusahaan dalam mengambil keputusan pendanaan. Dimana untuk pertama kalinya perusahaan akan memanfaatkan pendanaan dari laba ditahan, apabila laba ditahan tidak mencukupi maka barulah akan digunakan pendanaan dengan hutang. Dengan demikian jika perusahaan meningkatkan pembayaran dividennya maka dana yang tersedia untuk pendanaan perusahaan dalam bentuk laba ditahan akan semakin kecil. Sehingga untuk memenuhi kebutuhan dana perusahaan, manajer lebih cenderung untuk menggunakan hutang lebih banyak (Indahningrum dan Ratih, 2009).

Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Hutang

Hipotesis 4 dalam penelitian ini ditolak Hasil analisis mengenai pengaruh kebijakan deviden terhadap kebijakan hutang, dapat dilihat dari uji parsial. Nilai signifikansi di atas $\alpha = 0,05$ yaitu 0,856 dengan nilai t sebesar -0,183. Hasil ini menunjukkan ukuran perusahaan tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Hal ini dapat dimaknai bahwa ukuran perusahaan yang besar maka tidak dapat mempengaruhi tingkat kebijakan hutang perusahaan.

Temuan ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Keni dan Dewi (2011) dan Margaretha (2014) yang menyatakan tidak ada hubungan antara ukuran perusahaan dan kebijakan hutang. Penelitian ini tidak mendukung penelitian yang dilakukan oleh Akoto dan Vitor (2013) yang menemukan hasil ukuran perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan hutang.

Berdasarkan teori yang diajukan Gitman dan Zutter, 2012 ukuran perusahaan merupakan besarnya aset perusahaan yang memungkinkan tingkat *leverage* perusahaan besar akan lebih besar dari perusahaan yang lebih kecil. Dari uraian tersebut dapat disimpulkan bahwa ukuran kecil perusahaan akan mempengaruhi struktur modal didasarkan pada kenyataan bahwa semakin besar suatu perusahaan akan memiliki tingkat pertumbuhan yang tinggi, sehingga perusahaan lebih bersedia untuk mengeluarkan saham baru dan juga cenderung menggunakan jumlah pinjaman akan meningkat.

SIMPULAN DAN SARAN

Variabel *free cash flow* terbukti tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan artinya setiap kenaikan *free cash flow* tidak diikuti dengan kebijakan hutang perusahaan. Hubungan yang tidak signifikan antara *free cash flow* disebabkan karena perusahaan akan mengutamakan penggunaan dana internal untuk kebutuhan investasi dan kegiatan operasionalnya, sehingga jika perusahaan mempunyai dana internal yang cukup maka perusahaan tidak akan menggunakan dana eksternal untuk mencukupi kebutuhan pendanaannya.

Variabel pertumbuhan perusahaan terbukti tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang artinya setiap kenaikan pertumbuhan perusahaan tidak diikuti dengan kebijakan hutang perusahaan. Hal ini disebabkan perusahaan yang bertumbuh akan lebih banyak menggunakan sumber pendanaan dari modal sendiri atau ekuitas daripada hutang. Hal ini disebabkan jika pertumbuhan perusahaan dibiayai dengan hutang, manajer tidak akan melakukan investasi yang optimal (*underinvestment*) karena para kreditur akan

memperoleh klaim pertama kali terhadap aliran kas dari proyek investasi tersebut.

Variabel kebijakan deviden terbukti berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang artinya semakin tinggi tingkat kebijakan deviden semakin tinggi kebijakan hutang perusahaan. Hal tersebut karena pertama kalinya perusahaan akan memanfaatkan pendanaan dari laba ditahan, apabila laba ditahan tidak mencukupi maka barulah akan digunakan pendanaan dengan hutang. Dengan demikian jika perusahaan meningkatkan pembayaran dividennya maka dana yang tersedia untuk pendanaan perusahaan dalam bentuk laba ditahan akan semakin kecil yang menimbulkan penggunaan hutang.

Ukuran perusahaan perusahaan terbukti tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang artinya setiap kenaikan ukuran perusahaan tidak diikuti dengan kebijakan hutang perusahaan. ukuran perusahaan yang besar tidak menjamin perusahaan untuk meminjam dana untuk memenuhi kebutuhan pendanaannya, karena bisa saja perusahaan menggunakan dana internal dalam pendanaannya. Penggunaan dana internal kemungkinan atas dasar resiko masa datang.

Penelitian mendatang seperti jumlah komisaris independen dan pemberlakuan *good corporate governance*. Dewasa ini makin banyak perusahaan publik yang mulai memasukkan komisaris independen untuk mengawasi kegiatan perusahaan dan menerapkan kegiatan perusahaan. Penerapan *good corporate governance* yang mana hal ini dapat meningkatkan kinerjanya, sehingga hal ini sangat menarik untuk dikaji penelitian selanjutnya.

DAFTAR PUSTAKA

- Akoto and Awunyo V. 2014. What Determines the Debt Policy of Listed Manufacturing Firms in Ghana, *International Business Research* 7(1);2014.
- Brigham, E. F., dan . Gapenski L. C. 1996. *Intermediate Financial Management*, Fifth Edition, New York: The Dryden Press.

- Gitman, L. J. and Zutter, C. J. 2012. *Principle of Management Finance*, 13th Edition, The Addison Wesley.
- Hardiningsih dan Oktaviani., 2012, Determinan Kebijakan Hutang dalam Agency Theory Dan Pecking Order Theory, *Dinamika Akuntansi, Keuangan dan Perbankan*, Mei 2012:11-24.
- Hidayat, M. S. 2013. Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kebijakan Dividen, Struktur Aktiva, Pertumbuhan Penjualan, Dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Utang. *Jurnal Ilmu Manajemen* 1(1) Januari 2013.
- Indahningrum dan Handayani. 2009. Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Deviden, Pertumbuhan Perusahaan, *Free Cash Flow*, dan Profitabilitas terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan, *Jurnal Bisnis dan Akuntansi* 11(3):189-207.
- Jensen, M. C. 1986. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *American Economic Review*. May, 76(2):323-329.
- Jensen dan Meckling. 1976. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, *Jurnal of Financial Economics*. October, 1976. 3(4):305-360
- Karinaputri, N. 2012. Analisis Pengaruh Kepemilikan Institusional, Kebijakan Dividen, Profitabilitas, dan Pertumbuhan Perusahaan Terhadap Kebijakan Hutang Studi Pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI Tahun 2008-2010, *Skripsi*. Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro
- Margaretha, Farah. 2014. Determinants of Debt Policy in Indonesia's Public Company, *Rev.Integr. Bus. Econ. Res.* 3(2).
- Rahmawati, A. N. 2012. Analisis Faktor Kebijakan Hutang yang Mempengaruhi Nilai Perusahaan Studi Pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI Periode 2006-2010, *Skripsi*. Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro.
- Rodoni dan Ali. 2014. *Manajemen Keuangan Modern*, Jakarta: Mitra Wacana Media
- Yulianto, A. H. 2010. Pengaruh Kepemilikan Institusional, *Free Cash Flow* Dan Kebijakan Dividen Terhadap Kebijakan Utang Perusahaan. *Skripsi*. Ekonomi Universitas Sebelas Maret

LAMPIRAN

Tabel Hasil Trial pada 5 perusahaan rata-rata Kebijakan Hutang (DER), Free Cash Flow (FCF), Pertumbuhan Perusahaan (PER), Kebijakan Dividen (DPR) dan Ukuran Perusahaan (SIZE) pada Perusahaan Manufaktur di BEI Tahun 2011-2013

No.	Variabel	Tahun		
		2011	2012	2013
1	DER	0,25	0,31	0,30
	Perubahan (%)		23,21	-3,72
2	FCF	28,63	27,78	29,08
	Perubahan (%)		-0,03	0,05
3	PER	82,48	133,31	102,39
	Perubahan (%)		61,63	-23,19
4	DPR	4,68	2,53	2,23
	Perubahan (%)		-45,94	-11,86

No.	Variabel	Tahun		
		2011	2012	2013
5	SIZE	143,05	143,23	144,37
	Perubahan (%)		0,12	0,80

Sumber : Laporan Keuangan 2011, 2012, 2013

Tabel Pemilihan Sampel dalam Metode Penelitian

No	Identifikasi perusahaan	Jumlah Perusahaan
1	Perusahaan Perbankan yang terdaftar di BEI periode tahun 2013	137
2	Perusahaan yang tidak mempublikasikan laporan keuangan tahunannya dalam web BEI tahun 2013	(5)
3	Perusahaan yang tidak memenuhi kriteria-kriteria terkait dengan variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian.	(66)
	Jumlah perusahaan sampel yang digunakan	66
	Jumlah tahun penelitian	1
	Sampel penelitian	66
	Data outliers	(36)
	Jumlah unit analisis	30

Sumber: Data sekunder yang diolah tahun, 2015

Tabel Uji Parsial dalam Hasil Analisis dan Pembahasan Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients Beta	t	Sig.
		B	Std. Error			
1	(Constant)	,175	,566		,309	,760
	FCF	2,166E-013	,000	,156	,830	,414
	PER	-,001	,003	-,061	-,307	,761
	DPR	,209	,100	,395	2,084	,048
	Size	-,004	,021	-,036	-,183	,856

a. Dependent Variable: DER

Sumber : *Output SPSS 21, 2015*