

**DETERMINAN KEBIJAKAN HUTANG  
(DALAM AGENCY THEORY DAN PECKING ORDER THEORY)**

*Determinants of Debt Policy  
(In Agency Theory and Pecking Order Theory)*

**Pancawati Hardiningsih  
Rachmawati Meita Oktaviani**  
Program Studi Akuntansi Universitas Stikubank  
Jalan Kendeng V Bendan Ngisor Semarang  
(pancawati\_h@yahoo.com)  
(meita.rachma@gmail.com)

**ABSTRAK**

Tujuan dalam penelitian ini untuk menganalisis pengaruh variabel *free cash flow*, Profitabilitas, Pertumbuhan Perusahaan, Struktur Aktiva Perusahaan, *Retained Earning* dan Kepemilikan Manajerial pada Hutang. Penelitian menggunakan metode purposive sampling untuk menentukan sampelnya. Data yang diperoleh didasarkan pada publikasi dari *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD), Sampel dalam penelitian ini adalah manufaktur perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama 2007-2011 dengan jumlah 135 sampel perusahaan manufaktur. Teknik analisis yang digunakan adalah analisis regresi berganda. Berdasarkan uji F statistik menunjukkan bahwa model ini cocok karena memiliki nilai signifikansi kurang dari 5% dari nilai *Alpha*. Hasil analisis menunjukkan bahwa keempat variabel bebas berpengaruh signifikan terhadap variabel DER sementara itu dua variabel bebas lainnya tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap DER. Profitabilitas berpengaruh positif signifikan terhadap hutang, pertumbuhan perusahaan berpengaruh negatif signifikan terhadap utang, struktur aktiva perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap hutang, saldo laba ditahan berpengaruh negatif signifikan terhadap hutang, sementara *free cash flow* dan kepemilikan manajerial tidak berpengaruh signifikan terhadap hutang.

**Kata Kunci:** Determinan, Teori Agensi, *Pecking Order Theory*, Kebijakan Hutang

**ABSTRACT**

*The aims of this study is to analyze the impact of the variables free cash flow, Profitability, Growth, Tangibility, Retained Earning and Managerial Ownership on debt. Research using purposive sampling method for taking samples. Data obtained on the basis of the publication of Indonesian Capital Market Directory (ICMD), Samples of this research is manufacturing firm which listed in Indonesian Stock Exchange during 2007-2011. This research obtained 135 samples of manufacturing firms. Analysis technique used is multiple regression analysis. Based on the test statistic F indicates that the model is fit because has a significance value less than 5% of Alpha value. The Result of analisis show that the four independent variables have significant influence to DER and other independence variables have no significant influence to DER. Profitability has significant positive influence toward debt, growth has significant negative influence toward debt, tangibility has significant positive influence toward debt, retained earning has significant negative influence toward debt, but free cash flow and managerial ownership have no significant influence toward debt.*

**Key Words :** *Determinant, Agency Theory, Pecking Order Theory, Debt Policy,*

---

## PENDAHULUAN

Dalam kegiatan usaha, *asset* yang dimiliki akan dimanfaatkan semaksimal mungkin untuk mendapatkan nilai manfaat-nya. Untuk memperoleh *asset* dalam rangka melakukan kegiatan usaha, suatu perusahaan bisa menempuh beberapa cara, antara lain dengan menggunakan modal sendiri dari pemilik perusahaan, dengan memberikan penawaran kepada pihak lain untuk ikut menjadi bagian pemilik perusahaan, atau dengan *asset* pinjaman dari pihak lain atau biasa disebut dengan hutang. Masing-masing pilihan memiliki keuntungan dan risiko sendiri.

Pengelolaan *asset* yang telah di-percayakan kepada manajer perusahaan diharapkan bisa memperoleh nilai tambah. Sesuai tujuan perusahaan maksimalisasi kesejahteraan pemilik modal, melalui peningkatan nilai perusahaan (Brigham dan Gapenski, 1996). Pengelola perusahaan me-megang peranan penting untuk mencapai tujuannya dengan beberapa kebijakan, namun harus mempertimbangkan ke-pentingan-kepentingan pihak-pihak yang akan terlibat akibat dari kebijakan yang diambil. Namun kadang manajemen mem-punyai tujuan yang berbeda dengan tujuan para pemilik modal, meskipun pada dasarnya manajemen seharusnya bertindak berdasarkan kepentingan para pemilik modal. Pemisahan kepemilikan perusahaan dengan pihak manajemen dapat meng-akibatkan situasi dimana pada manajemen bertindak untuk kepentingan mereka sendiri dan tidak bertindak untuk kepentingan pemilik modal.

Perbedaan kepentingan inilah yang mengakibatkan adanya konflik kepentingan antara manajemen dan para pemilik modal. Ini terjadi karena adanya asimetri informasi (*information asymmetric*) antara manajemen dan pemilik modal (Jensen dan Meckling, 1976). Dalam rangka mengembangkan perusahaan, manajemen berkeinginan mem-punyai dana yang besar agar dapat me-lakukan ekspansi dan meningkatkan perusahaan.

Salah satu bentuk pendanaan yang bisa diambil untuk memenuhi kebutuhan adalah dengan hutang. Kebijakan hutang atau *debt policy* merupakan keputusan perusahaan untuk memperoleh dana dari pihak ketiga untuk

melakukan investasi. Keputusan dan aktivitas manajer yang memiliki saham perusahaan tentu akan berbeda dengan manajer yang murni sebagai manajer. Manajer yang memiliki saham perusahaan berarti manajer tersebut sekaligus adalah pemegang saham. Manajer yang memiliki saham perusahaan tentunya akan menyelaras-kan kepentingannya dengan kepentingannya sebagai pemegang saham. Sementara manajer yang tidak me-miliki saham perusahaan ada kemungkinan hanya mementingkan ke-pentingannya sendiri. Kepemilikan saham perusahaan oleh manajer disebut dengan ke-pemilikan manajerial.

Perusahaan yang memiliki tingkat pertumbuhan yang tinggi cenderung akan memerlukan dana yang besar untuk mengembangkan usahanya. Dalam rangka hal tersebut mungkin manajemen akan mengambil keputusan untuk menggunakan dana internal yaitu laba ditahan untuk me-lakukan investasi, namun di pihak pemilik modal mungkin menginginkan agar laba ditahan dibagikan dalam bentuk dividen dengan harapan jika perusahaan mem-bagikan dividen, nilai perusahaan akan meningkat dari sudut pandang investor, sehingga nilai sahamnya akan mengalami kenaikan. Untuk memenuhi kebutuhan dana tersebut mungkin pemilik modal menyaran-kan kepada manajemen untuk melakukan pinjaman sehinga manajemen akan lebih berhati-hati dalam penggunaannya.

Keputusan penggunaan *free cash flow* juga bisa menimbulkan konflik antara manajemen dengan pemilik modal. Manajemen mungkin menginginkan dana tersebut digunakan untuk meningkatkan kesejahteraan manajemen dengan harapan kinerja manajemen akan lebih meningkat

sehingga nilai perusahaan juga mengalami peningkatan. Namun pemilik modal mem-punyai penilaian lain, jika *free cash flow* di-gunakan untuk hal kesejahteraan mana-jemen, dikhawatirkan akan timbul-kan pemborosan yang akan membebani perusahaan. Konflik yang terjadi antara manajemen dengan pemilik modal akan meningkatkan *agency cost* seperti biaya yang meliputi semua biaya untuk monitoring tindakan manajer, mencegah tingkah laku manajer yang tidak dikehendaki, dan *opportunity cost* akibat

pembatasan yang dilakukan oleh pemegang saham terhadap tindakan manajer (Brigham *et al* 1996).

Ada beberapa alternatif yang bisa dilakukan untuk mengurangi *agency cost*, yaitu pertama dengan meningkatkan kepemilikan saham perusahaan oleh mana-jemen, kedua melalui mekanisme peng-awasan dalam perusahaan, ketiga me-ningkatkan *divident payout ratio*, dan keempat meningkatkan pendanaan dengan hutang (Mayangsari, 2000 dalam Indah-ningrum dan Handayani, 2009). Beberapa penelitian telah melakukan pengujian terkait dengan yang munculnya *agency cost*, namun hasilnya masih inkonsistensi. Dalam pe-nelitian ini peneliti akan menguji beberapa hal yang terkait dengan konflik keagenan yang berkaitan dengan pendanaan, meliputi: *free cash flow*, *governance structure* yang meliputi profitabilitas, pertumbuhan, aktiva tetap, laba ditahan, dan kepemilikan manajerial.

Faisal (2004), *free cash flow* mem-punyai pengaruh positif terhadap *debt to equity ratio*, hasil yang sama juga disimpul-kan oleh Indahningrum dan Handayani (2009). Namun Sugiharto (2008) dan Rizqiyah (2010) menemukan hasil berbeda dimana *free cash flow* mempunyai pengaruh negatif terhadap kebijakan hutang.

Murni dan Andriana (2007),Yeniatie dan Destriana (2010), dan Indahningrum dan Handayani (2009) kepemilikan manajerial tidak mempunyai pengaruh terhadap ke-bijakan hutang. Namun Faisal (2004), Wahidahwati (2002), Kurniati (2007), dan Gultom (2010) menemukan bahwa ke-pemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap *debt to equity ratio*.

Mazur (2007), Ramlall (2009) dan Margareta dan Ramadhan (2010) menemu-kan struktur aset dan ukuran perusahaan mempunyai hubungan yang negatif dengan rasio hutang yang mungkin merupakan hasil dari adanya permasalahan informasi asimetris yang rendah pada perusahaan besar dengan asset tetap yang besar. Namun Wahidahwati (2002) menemukan struktur aktiva mempunyai pengaruh positif terhadap kebijakan hutang. Kesimpulan yang sama diungkapkan Masdupi (2005), Mas'ud (2008), Yeniatie dan Destriana (2010).

Jensen (1986) menyarankan bahwa dalam hal suatu perusahaan berada pada kondisi pertumbuhan yang rendah biaya keagenan akan muncul, sehingga seharusnya hutang harus diterbitkan. Penelitian Indah-ningrum dan Handayani (2009) menyebut-kan pertumbuhan perusahaan mempunyai pengaruh yang tidak searah dengan prediksi kebijakan hutang perusahaan. Sementara Sriwardhany (2006) mendapatkan kesimpul-an bahwa *leverage* mempunyai hubungan yang negatif dengan pertumbuhan perusaha-an. Hasil penelitian Yeniatie dan Destriana (2010) dan Mas'ud (2008) men-jelaskan bahwa pertumbuhan perusahaan ber-pengaruh positif terhadap kebijakan hutang.

Indahningrum dan Handayani (2009), perusahaan dengan profit yang tinggi maka akan semakin rendah tingkat kebijakan hutangnya. Mazur (2007) menyimpulkan bahwa perusahaan yang lebih profitabel dan mempunyai rasio likuiditas tinggi lebih me-milih menggunakan dana internal untuk keperluan operasionalnya. Yeniatie dan Destriana (2010) menghasilkan profitabilitas berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang. Sementara Masdupi (2005) me-nyimpulkan bahwa profitabilitas tidak mem-punyai pengaruh terhadap kebijakan hutang.

Keister (2004) menemukan struktur modal dalam masa transisi perekonomian China diperoleh kesimpulan bahwa laba ditahan berpengaruh signifikan positif ter-hadap DER. Namun DeAngelo dan Stulz (2004) menunjukkan hasil yang berbeda, yaitu laba ditahan berpengaruh negatif ter-hadap DER.Pernyataan ini didukung Indriani (2009) dan Hakim (2009) yang menyebutkan laba ditahan mempunyai pengaruhi negatif terhadap hutang (DER).

Terkait dengan adanya konflik ke-pentingan antara manajer dengan pemilik dan hasil penelitian yang masih inkon-sistensi, maka penelitian ini memiliki tujuan untuk menguji bagaimana pengaruh *free cash flow*, profitabilitas, pertumbuhan perusahaan, struktur aktiva, laba ditahan, dan kepemilikan manajerial terhadap kebijakan hutang.

## KAJIAN TEORI DAN PENGEMBANG-AN HIPOTESIS

### *Agency Theory*

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*).

Teori keagenan dalam manajemen keuangan membahas adanya hubungan *agency* (Jensen dan Meckling, 1986), yaitu hubungan mengenai adanya pemisahan antara kepemilikan dan pengelolaan yang dilakukan oleh manajer. Manajemen pihak yang diberikan kewenangan oleh pemilik perusahaan untuk mengelola perusahaan namun dalam kenyataannya jika perusahaan tidak memperoleh hasil yang mengembirakan seharusnya pemilik modal bisa memutuskan untuk mengganti manajemen yang tidak meningkatkan kemakmuran. Crutchley dan Hansen (1986) yang dikutip oleh Moeljadi (2006), hubungan keagenan yang terjadi karena adanya pemisahan antara kepemilikan dan pengelolaan manajer, pemisahan tersebut terjadi karena pemilik modal melakukan diversifikasi portofolio dengan mendelegasikan kewenangan dan pengambilan keputusan kepada manajer dalam mengelola sejumlah dananya.

Brigham dan Houston (2006), manajer memiliki tujuan pribadi yang bersaing dengan tujuan memaksimalkan kesejahteraan pemegang saham. Manajer diberi kekuasaan oleh pemilik perusahaan, yaitu pemegang saham, untuk membuat keputusan, dan hal ini menciptakan konflik potensial atas kepentingan yang disebut teori ke-agenan (*agency theory*). Masalah keagenan muncul dalam dua bentuk, yaitu antara pemilik perusahaan (*principal*) dengan manajemen (*agent*) dan hubungan antara pemegang saham dengan pemilik obligasi (pemberi kredit). Brigham dan Houston (2006) menyatakan masalah keagenan (*agency problem*) yang potensial ini

muncul ketika manajer perusahaan memiliki kurang dari 100 % saham perusahaan. Masalah keagenan (*agency problem*) yaitu konflik kepentingan yang potensial terjadi antara agen (manajer) dan pemegang saham pihak luar atau pemberi hutang (kreditur).

Meyers (1977), hubungan keagenan merupakan hubungan yang rawan konflik, yaitu konflik kepentingan (*agency conflict*). Konflik terjadi karena pemilik modal selalu berusaha menggunakan dana sebaik-baiknya dengan risiko sekecil mungkin, sedangkan manajer (*agent*) cenderung mengambil keputusan pengelolaan dana untuk memaksimalkan keuntungan yang sering bertentangan dan cenderung mengutamakan kepentingannya sendiri.

### *Pecking Order Theory*

*Pecking Order Theory* Myers dan Majluf (1984) menjelaskan suatu perusahaan menentukan hierarki sumber dana yang paling disukai. Teori ini mendasarkan pada adanya informasi asimetrik, yaitu suatu situasi dimana pihak manajemen mempunyai informasi yang lebih banyak tentang perusahaan daripada para pemilik modal. Informasi asimetrik ini akan mempengaruhi pilihan antara penggunaan dana internal atau dana eksternal dan antara pilihan penambahan hutang baru atau dengan melakukan penerbitan ekuitas baru. Asumsi *Pecking Order Theory* oleh Brealey and Myers 1996, p. 500 adalah (1) perusahaan lebih menyukai pendanaan internal, (2) perusahaan berusaha menyesuaikan rasio pembagian dividen dengan kesempatan investasi, dan berupaya untuk tidak melakukan perubahan pembayaran dividen yang terlalu besar, (3) pembayaran dividen yang cenderung konstan dan fluktuasi laba yang diperoleh mengakibatkan dana internal kadang berlebih ataupun kurang untuk berinvestasi (4) apabila pendanaan eksternal diperlukan perusahaan akan memilih menerbitkan sekuritas yang paling aman terlebih dahulu dimulai penerbitan obligasi, obligasi yang dapat dikonversikan menjadi modal sendiri, akhirnya menerbitkan saham baru.

Dalam teori ini perusahaan tidak menentukan target rasio hutang, karena ada dua jenis pendanaan internal yang preferensinya

berbeda yang bisa dipilih perusahaan, yaitu laba ditahan sampai penerbitan saham baru. Rasio hutang perusahaan akan di-pengaruhi oleh kebutuhan perusahaan untuk melakukan investasi.

### **Pengembangan Hipotesis**

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

Jensen (1986) mengemukakan bahwa manajer akan menggunakan *free cash flow* untuk berinvestasi pada proyek dengan NPV negatif daripada mengembalikannya kepada para pemegang saham sebagai dividen. Permasalahan ini secara khusus akan buruk pada perusahaan yang sedang berkembang dengan kesempatan pertumbuhan yang rendah. Peningkatan utang yang tentunya di-ikuti dengan peningkatan pembayaran bunga, menjadikan para manajer lebih ber-tanggung jawab terhadap janjinya untuk melakukan pembayaran kas di waktu yang akan datang. Jensen mengindikasikan bahwa perusahaan mempunyai kelebihan aliran dana dan kesempatan pertumbuhannya kecil akan menggunakan pendanaan hutang untuk memonitoring tujuannya.

Gultom (2004) menghasilkan bahwa *free cash flow* berpengaruh positif terhadap hutang. Hal ini membuktikan manajer mem-punyai kecenderungan untuk menggunakan kelebihan keuntungan untuk konsumsi dan perilaku oportunistik yang lain karena mereka menerima manfaat yang penuh dari kegiatan tersebut tetapi kurang mau me-nanggung risiko dari biaya yang dikeluarkan tersebut. Adanya utang dapat digunakan untuk mengendalikan penggunaan aliran kas yang berlebihan oleh manajer dengan demikian dapat menghindari investasi yang sia-sia, karena ketika utang meningkat maka manajer harus menyisihkan dana yang lebih besar untuk membayar bunga dan pinjaman pokoknya secara periodik sehingga dana yang tersisa menjadi kecil.

Faisal (2004) menghasilkan perusahaan yang memiliki *free cash flow* yang besar cenderung mempunyai tingkat hutang yang lebih tinggi. Kemungkinan munculnya *asimetric information* antara pemegang saham dengan para manajer menyebabkan perusahaan memilih menggunakan hutang dalam membiayai kegiatannya. Perusahaan

yang mempunyai tingkat *free cash flow* yang besar kemungkinan juga akan mempunyai tingkat hutang yang tinggi. Hal ini dikarena-kan para pemegang saham mengkhawatirkan *free cash flow* yang besar akan dipergunakan manajer untuk membiayai kegiatan pe-rusahaan yang tidak memberikan nilai tambah bagi perusahaan dan pemegang saham. Berdasarkan uraian tersebut maka dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H1: *Free cash flow* berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang.

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

Profit yang diperoleh perusahaan bisa merupakan dana yang tersedia untuk me-lakukan investasi ataupun dibagi kepada para pemegang saham. Berdasarkan *agency theory* seharusnya perusahaan yang memiliki profitabilitas yang tinggi memanfaatkan hutang untuk mengurangi penyalahgunaan pemakaian dana oleh manajer yang tidak memperhatikan kepentingan pemegang saham. Perusahaan yang bisa menghasilkan laba yang besar tentunya akan membuat para pemegang saham mengajukan usulan pembagian laba tersebut dalam bentuk dividen.

Pembagian dividen tentunya akan mengurangi dana yang bisa dipakai untuk melakukan investasi, sehingga perusahaan memerlukan dana tambahan untuk bisa membiayai investasi dan kegiatan operasio-nalnya. Perusahaan yang mempunyai profit yang semakin besar akan merasa bahwa mereka mempunyai kesempatan yang cukup besar untuk bisa lebih mengembangkan usahanya. Untuk mecukupi kebutuhan investasi yang besar tersebut memerlukan dana tambahan yang bersumber dari hutang.

Mas'ud (2008), Margareta dan Ramadhan (2009) menghasilkan profitabilitas berpengaruh positif signifikan terhadap struktur modal. Berdasarkan uraian tersebut maka dirumuskan hipotesis berikut:

H2: Profitabilitas berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang

#### **Pertumbuhan Perusahaan Terhadap Kebijakan Hutang**

Pertumbuhan perusahaan merupakan gambaran bagaimana perkembangan usaha yang dilakukan periode sekarang di-bandingkan dengan periode sebelumnya. Suatu perusahaan yang mengalami per-tumbuhan yang tinggi berarti perusahaan tersebut berhasil meningkatkan nilai perusahaan untuk menghasilkan keuntungan/ laba.

Perusahaan yang mempunyai per-tumbuhan 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. Penelitian yang dilakukan oleh Murni dan Andriana (2007) dan Moh'd *et al* (1998) menghasilkan pertumbuhan perusahaan mempunyai pengaruh negatif terhadap kebijakan hutang. Berdasarkan uraian tersebut maka dirumuskan hipotesis berikut:

H3: Pertumbuhan perusahaan berpengaruh negatif dengan kebijakan hutang

### **Stuktur Aktiva Perusahaan Terhadap Kebijakan Hutang**

Aset yang dimiliki oleh perusahaan akan mempunyai pengaruh perusahaan terhadap hubungannya dengan pihak lain. Aktiva merupakan salah satu jaminan yang bisa menyakinkan pihak lain untuk bisa memberikan pinjaman kepada perusahaan, sehingga perusahaan yang struktur asetnya lebih fleksibel akan lebih mudah mem-perolah pinjaman. Perusahaan yang aktiva-nya sesuai dengan jaminan kredit akan lebih banyak menggunakan hutang karena kreditor akan selalu memberikan pinjaman apabila mempunyai jaminan (Brigham dan Houston 2001: 30-41).

Boot *et al.* (2001) dalam Fatma, et al (2011) menyatakan bahwa perusahaan yang mempunyai aktiva tetap lebih banyak, mampu untuk menerbitkan hutang juga lebih besar. Jensen and Meckling (1976) yang membahas mengenai konflik kepentingan antara pemegang saham dengan kreditor menggambarkan bahwa permasalahan *overinvestment* adalah lebih sedikit tingkat keseriusannya jika ada lebih banyak aktiva tetap yang dimiliki oleh perusahaan.

Masdupi (2005), Mas'ud (2008), Yenieatie dan Destriana (2010) , dan Wahidahwati (2002) menyimpulkan bahwa struktur aktiva mempunyai pengaruh positif signifikan terhadap kebijakan hutang. Ber-dasarkan uraian tersebut maka dirumuskan hipotesis berikut:

H4: Struktur aktiva perusahaan mempunyai pengaruh yang positif dengan ke-bijakan hutang

### **Laba Ditahan Terhadap Kebijakan Hutang**

*Retained earning* merupakan salah satu sumber dana yang paling penting dan utama bagi perusahaan, karena laba ditahan merupakan dana milik perusahaan sendiri, sehingga biaya modalnya lebih rendah daripada menggunakan dana pihak lain. Laba ditahan merupakan akumulasi laba yang merupakan hak para pemegang saham, sehingga semakin banyak dana yang dialokasikan ke *retained earnings*, maka laba yang dibayarkan ke dividen semakin berkurang.

Dengan mempertimbangkan biaya modal yang harus dikeluarkan, perusahaan lebih mengutamakan pendanaan yang ber-sumber dari internal daripada pendanaan yang berasal dari eksternal. Hal itu disebabkan penggunaan laba yang ditahan lebih murah dan tidak perlu mengungkapkan se-jumlah informasi perusahaan

Laba ditahan bisa menggambarkan kondisi keuangan internal perusahaan, karena jika perusahaan mempunyai nilai laba ditahan yang besar berarti perusahaan lebih memilih untuk menggunakan dan internal untuk mencukupi kebutuhan dananya. Pen-dapatan (*earning*) digunakan sebagai sinyal kesehatan keuangan bagi para investor dan kreditor potensial, sehingga nilai *retained earning* mampu meningkatkan kemampuan perusahaan untuk menarik dana dari eksternal.

Ada dua alternatif perlakuan terhadap laba setelah pajak, yaitu akan diinvestasikan kembali sebagai laba ditahan ataukah di-bagikan sebagai dividen. Indriani (2009) dan Hakim (2009) menghasilkan bahwa laba ditahan mempunyai pengaruh negatif ter-hadap hutang (DER) pada sektor per-tambangan.

H5: Laba ditahan berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang

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

Konflik kepentingan antara pemegang saham dan para manajer merupakan hal yang mungkin terjadi pelaksanaan kegiatan perusahaan. Pemegang saham mempunyai harapan bahwa para manajer akan melaksanakan dan mengambil keputusan keuangan untuk meningkatkan nilai perusahaan dan kemakmuran para pemegang saham, namun keputusan keuangan yang diambil manajer terkadang bertentangan dengan pemegang saham. Manajer mempunyai informasi yang lebih lengkap mengenai kondisi perusahaan dibandingkan dengan para pemegang saham.

Jensen and Meckling (1976) menyatakan bahwa pemegang saham yang besar lebih termotivasi dan mempunyai kekuatan yang lebih besar untuk menjamin maksimalisasi nilai para pemegang saham dengan mensejajarkan kepentingan para pemegang saham dengan kepentingan para manajer sehingga akan mengurangi biaya keagenan. Para manajer akan mengambil lebih sedikit keputusan yang akan mempunyai pengaruh negatif terhadap nilai perusahaan karena bagian biaya yang mereka akan tanggung meningkat bersamaan dengan bagian modal mereka yang ada pada perusahaan.

Kepemilikan manajerial juga merupakan cara untuk mengurangi *agency cost* adalah yaitu dengan mengajak para manajer untuk ikut menjadi pemilik modal perusahaan, sehingga keputusan keuangan yang diambil oleh para manajer yang sekaligus merupakan pemegang saham akan berakibat pula kepada mereka para manajer. Kepemilikan modal oleh para manajemen akan menimbulkan suatu pengawasan tersendiri terhadap kebijakan yang akan diambil oleh perusahaan termasuk kebijakan dalam penggunaan hutang.

Manajer yang sekaligus menjadi pemegang saham akan lebih berhati-hati dalam mengambil keputusan keuangan karena resiko atas keputusan tersebut berimbas kepada modal yang telah mereka setorkan dalam perusahaan. Hal ini bisa

dikatakan bahwa kepemilikan manajerial atas modal perusahaan menunjukkan bahwa para manajer sama kepentingannya dengan para pemilik modal lainnya yang tidak terlibat dalam manajemen perusahaan. Semakin meningkat kepemilikan manajerial akan menyebabkan manajemen lebih berhati-hati dalam mencari sumber dana dan menggunakan dana tersebut untuk investasi.

Dalam *Pecking Order Theory* menjelaskan bahwa untuk melakukan investasi dengan penggunaan dana internal lebih kecil resikonya dibandingkan dengan menggunakan dana internal. Para pemegang saham yang sekaligus sebagai manajer perusahaan mungkin lebih suka menggunakan dana internal untuk investasinya. Mereka mempunyai alasan bahwa dengan penggunaan dana sendiri, maka keuntungan yang diperoleh perusahaan tidak harus dibagi dengan para kreditur jika perusahaan memilih menggunakan dana pihak luar dalam investasinya.

Wahidahwati (2002), Indahningrum dan Handayani (2009), Faisal (2004), Kurniati (2007) menemukan kesimpulan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap rasio hutang. Berdasarkan uraian tersebut dirumuskan hipotesis berikut:

H6: Kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang

### **METODE PENELITIAN**

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada periode 2007 sampai dengan 2011. Sampel diperoleh 135 perusahaan dengan metode *purposive sampling*, dengan kriteria perusahaan yang mempunyai kepemilikan manajerial, memperoleh laba, mempunyai *free cash flow* positif, dan mempunyai laba ditahan

### **HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN**

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

Hipotesis 1 ditolak diperoleh nilai *sig* sebesar 0,120 ini menunjukkan bahwa *free cash flow* tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang

(DER). Dalam *Pecking Order Theory* dijelaskan bahwa 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. *Free cash flow* merupakan dana lebih yang dimiliki perusahaan setelah perusahaan telah memenuhi semua kebutuhan dana untuk investasi dan kegiatan operasionalnya. Perusahaan mempunyai *free cash flow* yang tinggi bisa dikatakan bahwa perusahaan mempunyai dana internal berlebih yang belum digunakan untuk investasi dan aktivitasnya, sehingga perusahaan akan se-maksimal mungkin memanfaatkan dana internal tersebut untuk mencukupi kebutuhannya. Namun dengan adanya dana yang berlebih, pemegang saham mengendaki untuk membagikannya dalam bentuk dividen. Perusahaan yang menetapkan kebijakan untuk melakukan pembagian dividen, maka perusahaan akan memerlukan dana pengganti untuk melakukan investasinya, sehingga dimungkinkan perusahaan akan memutuskan untuk menggunakan hutang.

Temuan ini mendukung *Pecking Order Theory* dan konsisten dengan Rizqiyah (2009) bahwa *free cash flow* mempunyai pengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan hutang. Sementara Sugiharto (2008) menyebutkan bahwa *free cash flow* mempunyai pengaruh negatif terhadap kebijakan hutang. Namun hasil ini juga tidak sesuai dengan teori Jensen (1986) bahwa manajer mungkin menggunakan *free cash flow* untuk berinvestasi pada proyek dengan NPV negatif daripada mengembalikannya kepada para pemegang saham sebagai dividen dan permasalahan ini secara khusus akan buruk pada perusahaan yang sedang berkembang dengan kesempatan pertumbuhan yang rendah.

### **Profitabilitas terhadap Kebijakan Hutang**

Hipotesis 2 terbukti diperoleh nilai *sig* sebesar 0,000, menunjukkan bahwa ROE mempunyai pengaruh positif terhadap kebijakan hutang (DER). Temuan ini mendukung teori keagenan bahwa perusahaan mempunyai profit tinggi, untuk menghindari penyalahgunaan dana

oleh manajemen, profit dibagi dalam bentuk dividen dan pendanaan menggunakan hutang.

Perusahaan yang mempunyai profita-bilitas yang tinggi menunjukkan bahwa perusahaan tersebut mempunyai kinerja yang baik dan berprospek baik. Tingkat profita-bilitas yang tinggi merupakan harapan dari para pemegang saham, dimana keuntungan dibagikan sebagai dividen. Namun manajemen mempunyai keinginan yang berbeda dimana dengan tingkat profitabilitas yang tinggi diharapkan dipergunakan untuk membiayai investasi untuk meningkatkan nilai perusahaan.

Perbedaan keinginan antara para pemegang saham dengan para manajer tersebut merupakan suatu hal wajar, karena manajer merasa bahwa mereka lebih paham tentang prospek dari perusahaan dibandingkan dengan para pemegang saham, sedangkan para pemegang saham mengkhawatirkan jika penggunaan dana oleh para manajer kurang efektif dalam meningkatkan perusahaan. Salah satu cara untuk mengatasi permasalahan antara pemegang saham dengan para manajer tersebut adalah dengan melakukan pendanaan dari pihak luar (hutang).

Penggunaan hutang diharapkan oleh para pemegang saham bisa mewujudkan keinginan para manajer untuk meningkatkan perusahaan dan selain itu para pemegang saham juga bisa menikmati pembagian dividen. Sesuai dengan teori keagenan dikemukakan bahwa untuk mengurangi biaya keagenan salah satu caranya adalah dengan melakukan hutang, sehingga jika suatu perusahaan mempunyai tingkat profitabilitas tinggi maka tingkat hutang perusahaan juga cenderung semakin tinggi. Sesuai dengan hasil pengolahan data tersebut di atas bahwa profitabilitas mempunyai pengaruh positif signifikan terhadap kebijakan hutang.

### **Pertumbuhan Total Asset terhadap Kebijakan Hutang**

Hipotesis 3 terbukti diperoleh nilai *sig* sebesar 0,000, menunjukkan pertumbuhan total asset mempunyai pengaruh negatif terhadap kebijakan hutang (DER). Temuan ini mendukung *Pecking Order Theory* bahwa perusahaan yang pertumbuhannya tinggi berarti mempunyai sumber

internal yang mencukupi untuk kegiatannya. Perusahaan yang mempunyai tingkat pertumbuhan aktiva yang tinggi bisa terjadi jika perusahaan tersebut mempunyai kinerja yang baik ataupun perusahaan tersebut mampu melakukan investasi dengan baik.

Perusahaan yang mempunyai kinerja yang baik berarti perusahaan tersebut bisa menghasilkan keuntungan atau nilai tambah bagi perusahaan sehingga nilai aktiva yang dimiliki perusahaan menjadi meningkat dan berarti perusahaan mempunyai tingkat pertumbuhan yang baik pula. Pertumbuhan perusahaan merupakan gambaran kinerja perusahaan yang dicapai dalam melakukan investasi dan kegiatan usaha, sehingga semakin besar tingkat pertumbuhan perusahaan seharusnya semakin mampu perusahaan tersebut mencukupi kebutuhan dananya.

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

Hipotesis 4 terbukti diperoleh nilai *sig* sebesar 0,000, menunjukkan struktur aktiva mempunyai pengaruh positif terhadap kebijakan hutang (DER). Aktiva tetap merupakan aset yang sering dipergunakan untuk menjadi jaminan suatu perusahaan untuk memperoleh pinjaman, sehingga jika suatu perusahaan mempunyai aktiva tetap yang besar maka akan semakin mudah perusahaan tersebut memperoleh pinjaman. Kepemilikan aktiva tetap yang besar dan adanya penawaran pemberian kemudahan pemberian pinjaman serta adanya kesempatan untuk berinvestasi akan menjadi pertimbangan bagi perusahaan untuk memutuskan mengambil hutang.

Perusahaan yang memiliki aktiva tetap yang besar mempunyai potensi untuk bisa mempunyai hutang yang besar pula. Sesuai dengan hasil pengolahan data pada tabel tersebut di atas menunjukkan bahwa struktur aktiva mempunyai pengaruh yang positif dan signifikan terhadap kebijakan hutang.

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

Hipotesis 5 terbukti diperoleh nilai *sig* sebesar 0,004, menunjukkan laba ditahan mempunyai pengaruh negatif terhadap kebijakan hutang (DER). Laba ditahan menunjukkan bahwa perusahaan menunda pembagian dividen kepada pemegang saham untuk digunakan sebagai

investasi. Semakin besar laba ditahan menjelaskan bahwa perusahaan semakin besar menggunakan dana internal perusahaan untuk reinvestasi, sehingga tidak banyak menggunakan dana pihak lain.

Salah satu pertimbangan kreditur sebagai pemberi pinjaman dalam memberikan aliran dana pinjaman kepada debitur adalah kinerja perusahaan calon debitur tersebut. Perusahaan dengan kinerja baik tentunya mempunyai laba yang bagus, sehingga hal ini bisa menarik kreditur untuk memberikan dana pinjaman karena mempunyai kemampuan daya bayar yang tinggi.

Semakin tinggi kenaikan laba ditahan yang dicapai oleh suatu perusahaan maka kreditur akan semakin tertarik untuk memberikan pinjaman, namun pihak debitur belum tentu memutuskan untuk melakukan pinjaman karena merasa bisa mencukupi kebutuhan dananya sendiri.

#### **Kepemilikan Manajerial terhadap Kebijakan Hutang**

Hipotesis 6 ditolak diperoleh nilai *sig* sebesar 0,389, menunjukkan kepemilikan manajerial tidak mempunyai pengaruh terhadap kebijakan hutang (DER). Rata-rata kepemilikan manajerial yang dimiliki hanya sekitar 6,646% sehingga belum mempunyai kewenangan cukup besar untuk pengambilan keputusan. Sehingga jika kepemilikan manajerial semakin besar berarti semakin besar pihak manajemen memiliki saham atas perusahaan yang sedang mereka kelola.

Pihak manajemen yang sekaligus juga merupakan pemegang saham merupakan pihak yang mempunyai dua kepentingan, yaitu kepentingan sebagai pemegang saham dan kepentingan sebagai pemilik perusahaan. Pemegang saham yang juga terlibat dalam manajemen perusahaan tentunya akan lebih paham secara mendetail tentang kondisi perusahaan, sehingga mereka lebih tahu tentang kebutuhan-kebutuhan perusahaan yang harus dipenuhi karena mereka bertindak atau mengambil keputusan untuk diri mereka sendiri sebagai pemegang saham.

Salah satu kebutuhan yang penting bagi perusahaan adalah mengenai bagaimana

perusahaan mencukupi dana yang diperlukan untuk investasi dan membiaya kegiatan operasional perusahaan. Kepemilikan manajerial dalam perusahaan akan memberikan tanggung jawab tersendiri kepada para manajemen yang juga menjadi pemegang saham. Perusahaan dengan kepemilikan manajerial yang semakin besar tentunya akan menekankan pada penggunaan dana yang seefektif mungkin dalam meningkatkan nilai perusahaan, sehingga mereka para manajer yang juga sekaligus menjadi pemegang saham akan memaksimalkan penggunaan sumber daya internal dalam meningkatkan kinerjanya.

## PENUTUP

Hasil penelitian menunjukkan bahwa *free cash flow* tidak mempunyai pengaruh terhadap hutang. Hasil ini sesuai *Pecking Order Theory* yang menjelaskan bahwa perusahaan mengutamakan penggunaan sumber internal terlebih dahulu untuk membiaya kegiatannya. Temuan bahwa semakin tinggi tingkat profitabilitas, maka akan semakin besar pula tingkat penggunaan utang, kesimpulan ini sesuai dengan teori keagenan bahwa untuk menghindari penggunaan dana yang tidak efektif oleh manajemen, pemegang saham menghendaki pembagian dividen dan menggunakan hutang untuk meningkatkan investasinya.

Pengaruh negatif dari *growth* terhadap hutang ini sesuai dengan *Pecking Order Theory*, perusahaan dengan *growth* yang semakin tinggi perusahaan tersebut semakin mampu mencukupi kebutuhannya sendiri. Semakin besar tingkat rasio aktiva tetap terhadap total aktiva, maka semakin tinggi penggunaan utang, hubungan variabel ini sesuai dengan penjelasan dalam teori keagenan bahwa perusahaan mempunyai jaminan hutang yang besar maka untuk menghindari penggunaan dana yang tidak sesuai tujuan, perusahaan menggunakan hutang melakukan pengawasan terhadap manajemen.

Laba ditahan mempunyai pengaruh yang negatif signifikan terhadap tingkat hutang. Kesimpulan yang diperoleh dalam penelitian ini sesuai dengan *Pecking Order Theory*. Semakin

tinggi tingkat kepemilikan manajerial maka akan semakin kecil tingkat hutangnya. Temuan ini sesuai dengan teori keagenan bahwa untuk mengurangi biaya keagenan adalah dengan mengikutkan para manajer untuk menjadi salah satu pemegang saham, sehingga perusahaan tidak perlu menggunakan hutang untuk mengawasi manajemen.

Kesimpulan ini bisa menjadi pertimbangan pihak manajerial dalam membuat keputusan untuk menggunakan hutang. Pertimbangan yang bisa digunakan manajer bahwa perusahaan seharusnya menggunakan semaksimal mungkin sumber daya yang dimiliki untuk memaksimalkan usahanya sebelum menggunakan sumber yang lain.

Pertimbangan lain bahwa untuk mengurangi adanya pertentangan kepentingan antara manajemen dengan pemegang saham, perusahaan bisa membagikan keuntungan yang telah diperoleh kepada para pemegang saham, dan menggunakan dana tambahan dari hutang untuk membiayai kegiatannya. Pertimbangan bagi investor bisa digunakan memperoleh hasil investasi yang bisa menutup biaya modalnya. Para investor yang akan menanamkan modalnya dalam bentuk hutang, ada baiknya mempertimbangkan faktor-faktor yang mempengaruhinya.

Penelitian ini masih jauh dari kata sempurna karena hanya mendasarkan pada perusahaan yang terlisted pada Bursa Efek Indonesia dengan periode waktu antara 2007 sampai 2011, sehingga dimungkinkan belum bisa mewakili seluruh sampel yang ada. Selain itu harapan untuk penelitian mendatang adalah dapat menambah variabel-variabel yang menjadi determinan dalam kebijakan hutang sehingga hasil dari penelitian diharapkan menjadi semakin baik.

## DAFTAR PUSTAKA

- Brigham, E F, dan Houston, J F,. (2006). *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*. Buku Kedua. Edisi Kesepuluh. Jakarta : Penerbit Salemba Empat.

- Christiawan, Y.J. dan Tarigan, J., (2007), Kepemilikan Manajerial : Kebijakan Hutang, Kinerja dan Nilai Perusahaan, *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*, Vol. 9, No. 1, Mei 2007:1-8.
- DeAngelo, Harry, Linda DeAngelo and Rene M Stulz. (2004). Dividen Policy, Agency Cost and Earned Equity. *www.ssrn.com*. June.
- Diana, D.N., dan Irianto, G., (2008), Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional dan Sebaran Kepemilikan Terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan Ditinjau Dari Teori Keagenan, *Emisi Vol. 1, No. 1, April 2008: 1-16*.
- Djabid, A.W., (2009), Kebijakan Deviden dan Struktur Kepemilikan Terhadap Kebijakan Utang: Sebuah Persepektif
- Agency Theory, *Jurnal Keuangan dan Perbankan*, Vol. 13, No. 2, Mei 2009, Hal.. 249-259.
- Faisal, M., (2004), Analisis Pengaruh *Free Cash Flow*, Set Kesempatan Investasi, Kepemilikan Manajerial, dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Hutang, *Tesis*.
- Fatma, B.M. and Chicthti, J., (2011), Inter-action Between Free Cash Flow, Debt Policy and Structure og Governance : Three Stage Least Simultaneous Model Approach, *Journal of Management Research*, ISSN 1941-899X, 2011, Vol. 3, No. 2: E9.
- Ghozali, Imam, (2006), *Aplikasi Analisis Multivariate Dengan Program SPSS*, Badan Peneliti Universitas Diponegoro, Semarang.
- Gultom, S.A., (2010), Analisis Pengaruh *Free Cash Flow* dan Struktur Ke-pemilikan Saham terhadap Kebijakan Hutang Dengan *Invetsment Oppor-tunity Set* Sebagai Variabel Moderating Pada Perusahaan Manufaktur di Indonesia, *Tesis*.
- Hadianto, B., (2008), Pengaruh Struktur Aktiva, Ukuran Perusahaan, Dan Pro-fitabilitas Terhadap Struktur Modal Emiten Sektor Telekomunikasi Periode 2000-2006: Sebuah Pengujian Hipotesis *Pecking Order*. *Tesis*.
- Hakim, M.L., (2009), Analisis Beberapa Variabel Yang Mempengaruhi Struktur Modal Perusahaan Sektor Pertambang-an di Bursa Efek Indonesia, *Tesis*.
- Huang. G. and F.M. Song. (2006). The Determinants of Capital Structure: Evidence from China. *China Economic Review* 17, 14-36.
- Husnan, S., dan Pudjiastuti, E. (2004). *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*. Edisi Keempat. Yogyakarta : Penerbit Unit Penerbit dan Percetakan AMP YKPN.
- Hutomo, Y.B.S., dan Perdana, M.R., (2008), Pengaruh *Free Cash Flow* Terhadap Debt To Equity Ratio dengan Kepemilikan Institusional sebagai Variabel Moderating, *Eksekutif*, Vol. 5, No. 1, April 2008.
- 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* Vol. 11 No. 3 Desember 2009, Hlm. 189-207.
- Indriani, A., (2009), Analisis Pengaruh *Current Ratio*, *Sales Growth*, *Return On Asset*, *Retained Earning* dan *Size* Terhadap *Debt To Equity Ratio*, *Tesis*.
- Jensen, M.C., & Meckling, W.H. (1986), Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers, *American Economic Review*, May 1986, Vol.76, No. 2, pp. 323-329.
- Joni dan Lina, (2010), Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Struktur Modal, *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, Vol. 2, No. 2, Agustus 2010, Hlm. 81-96.
- Keister, Lisa.A. (2004). Capital Structure In Transition: The Transformation of Financial Strategies In China's Emer-ging Economy. *Organization Science*. Vol.15 No.2 March-April pp.145-158.
- Kieso, D.E., Weygandt, J.J., and Warfied T.D. (2007), *Intermediate Accounting*, Twelfth Edition, Asia: John Wiley and Sons.

- Kurniati, W., (200), Pengaruh Struktur Kepemilikan Terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan, *Tesis*
- Larasati, E., (2011), Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional dan Kebijakan Deviden Terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan, *Jurnal Ekonomi Bisnis, TH. 16, No. 2, Juli 2011.*
- Makaryanawati dan Mandy, B.A., (2009), Pengaruh *Free Cash Flow*, Struktur Kepemilikan, Kebijakan Deviden, Struktur Aktiva, dan Profitabilitas Terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan, *ISSN : 0854-41902, PUB : Vol. 16, Desember 2009.*
- Margaretha, F dan Ramadhan, A.R., (2010), Faktor-faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal pada Industri Manufaktur di Bursa Efek Indonesia, *Jurnal Bisnis dan Akuntansi. Vol/12 No.2, Agustus 2010, Hal.119-130*
- Mas'ud, M, (2008), Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal dan Hubungannya Terhadap Nilai Perusahaan, *Manajemen dan Bisnis,. Vol.7 No.1, Maret 2008*
- Masdupi, E., (2005), Analisis Dampak Struktur Kepemilikan Pada Kebijakan Hutang Dalam Mengontrol Konflik Keagenan, *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia Vol. 20, No. 1, 2005, 57-69.*
- Mazur, K., (2007), The Determinant of Capital Structure Choice : *Evidence From Polish Companies, Int Adv Res (2007) 13:495-514.*
- Moeljadi.(2006). *Manajemen Keuangan Pendekatan Kuantitatif dan Kualitatif*. Jilid Pertama. Malang : Penerbit Bayu Media Publishing.
- Murni, S dan Andriana, (2007), Pengaruh *Insider Ownership, Institutional investor, Deviden Payments*, dan *Firm Growth* terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan, *Jurnal Akuntansi dan Bisnis, Vol. 7 No.1 Februari 2007, Hlm. 15-24.*
- Mutamimah, (2003), Analisis Struktur Modal Pada Perusahaan-perusahaan Non-Finansial Yang Go Publik di Pasar Modal Indonesia, *Jurnal Bisnis Strategi Vol.11, Juli 2003.*
- Myers S.,(1984).The Capital Structure Puzzle. *Journal of Finance. 39;575-592.*
- Nugroho, Asih Suko, (2006), Analisis Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Struktur Modal Perusahaan Properti Yang Go Public di Bursa Efek Jakarta Untuk periode Tahun 1994 – 2004, *Tesis*
- Nurohim.KP, H, (2008), Pengaruh Profitabilitas, *Fixed Asset Ratio*, Kontrol Kepemilikan dan Struktur Aktiva terhadap Struktur Modal pada Perusahaan Manufaktur di Indonesia, *ISSN 1410-9018. Vol 10 No.1. Januari 2010. Hal 11-18.*
- Rachmawardani, Y., (2007), Analisis Pengaruh Aspek Likuiditas, Resiko Bisnis, Profitabilitas, dan Pertumbuhan Penjualan Terhadap Struktur Modal Perusahaan, *Tesis.*
- Ramlall, I., (2009), Determinants of Capital structure Among Non-Quoted Mauritian Firms Under Specificity of Leverage: Looking for a Modified Pecking Order Theory. *International Research Journal of Finance and Economic, Vol. 31, Hlm. 83-92.*
- Rizqiyah, N., (2010), Analisis Pengaruh *Free Cash Flow* dan Kepemilikan manajerial Terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan Manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia, *Tesis.*
- Sriwardhani, (2006), Pengaruh Pertumbuhan Perusahaan Terhadap Kebijakan Struktur Modal dan dampaknya Terhadap Perubahan Harga Saham Pada Perusahaan Manufaktur Tbk, *Tesis.*
- Sugiharto, (2008), Analisis Pengaruh *Free Cash Flow, Deviden Yield, Insider Ownership* dan *Firm Size* terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan Otonom di Bursa Efek Indonesia.
- Tarjo dan Jogiyanto, H.M., (2003), Analisa *Free Cash Flow* dan Kepemilikan Manajerial terhadap Kebijakan Hutang pada Perusahaan

- Publik di Indonesia, *Makalah Seminar, Simposium Nasio-nal Akuntansi VI, Ikatan Akuntan Indo-nesia, Hlm. 278-293.*
- Wahidahwati, (2002), Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Insti-tusional pada Kebijakan Hutang Perusahaan: Sebuah Perspektif *Theory Agency, Jurnal Riset Akuntansi, Vol. 5 No. 1, Januari 2002, Hlm. 1-16.*
- Winahyuningsih, P dkk, (2010). Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal pada Perusahaan Manufaktur yang Go Public di Bursa Efek Indonesia, *ISSN:1979 - 6889.*
- Wu, L. (2004), The Impact of Ownership Structure on Debt Financing of Japanese Firms With the agency cost of Free Cash Flow, *EFMA Meetings Paper.*
- Yeniatie dan Destriana, N., (2010), Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang pada Perusahaan Non Keuangan Yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia, *Jurnal Bisnis dan Akuntansi VI.12 No.1. April 2010 Hlm.1-16.*

## LAMPIRAN

Tabel 1. Uji Koefisien Determinasi

## Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics				
					R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change
1	.716 <sup>a</sup>	.512	.479	.2356849	.512	15.569	6	89	.000

a. Predictors: (Constant), Kepemilikan Manajerial, Aktiva Tetap, Free Cash Flow, Laba Ditahan, Growth Aset, Profitabilitas

Tabel 2. Uji F Statistik

Anova<sup>b</sup>

Model		Sum of Squares	Df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	5.189	6	.865	15.569	.000 <sup>a</sup>
	Residual	4.944	89	.056		
	Total	10.133	95			

a. Predictors: (Constant), Kepemilikan Manajerial, Aktiva Tetap, Free Cash Flow, Laba Ditahan, Growth Aset, Profitabilitas

b. Dependent Variable: Hutang

Tabel 3. Uji Hipotesis

Coefficients<sup>A</sup>

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	.737	.191		3.859	.000
	Free Cash Flow	-.587	.374	-.149	-1.570	.120
	Profitabilitas	.011	.002	.528	4.954	.000
	Growth Aset	-.491	.086	-.469	-5.714	.000
	Aktiva Tetap	.613	.158	.301	3.882	.000
	Laba Ditahan	-.041	.014	-.253	-2.980	.004
	Kepemilikan Manajerial	-.341	.393	-.069	-.866	.389

a. Dependent Variable: Hutang