



Pengaruh Arus Kas Bebas, Kepemilikan Institusional, Kebijakan Dividen, dan Ukuran Perusahaan terhadap Kebijakan Utang (Studi Empiris pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2008-2010)

**Kartika Salvia**<sup>\*1</sup>

<sup>1</sup> Bank Syariah Mandiri Meulaboh Aceh Barat

Corresponding Author: [Kartikasalvia7556@gmail.com](mailto:Kartikasalvia7556@gmail.com)<sup>\*1</sup>

---

## ABSTRACT

*The objective of this research is to examine and analyze the influence of free cash flows, institutional ownership, dividend policy, and firms size, both simultaneously and partially, toward debt policy. The research is conducted at a manufacturing company listed on the Indonesia Stock Exchange (BEI) in 2008-2010. The research type used in this research is verificative research or hypothesis testing research. The research method used in this research is census by using unbalanced panel data. Target population in this study is a manufacturing company that has complete data for all variables studied. There are 101 firm observations fulfilling the population criteria during the three years of observation. The data collection techniques using secondary data from financial statements have been audited and published [www.idx.co.id](http://www.idx.co.id). Hypothesis testing is done by multiplier linear regression method. The results of this research show that (1) free cash flow, institutional ownership, dividend policy, and firm size simultaneously have influence toward debt policy, (2) free cash flow has negatively influence toward debt policy, (3) institutional ownership has a positive influence toward debt policy, (4) dividend policy has negative influence toward debt policy, and (5) firm size has no influence toward debt policy.*

**KEYWORDS :** *Free Cash Flow, Institutional Ownership, Dividend Policy, Firm Size, Debt Policy.*

---

## 1. Pendahuluan

Pembiayaan merupakan elemen terpenting utama dalam sebuah perusahaan, dengan dana yang dimiliki perusahaan dapat mencapai tujuan utamanya, yaitu menghasilkan keuntungan. Pembiayaan membutuhkan dana perusahaan yang dapat diperoleh dari sumber internal maupun sumber eksternal. Dana internal berupa laba ditahan sementara sumber eksternal adalah dana yang berasal dari para kreditor dan investor (Damodaran, 2001:512). Pada dasarnya pendanaan internal merupakan pendanaan yang paling aman bagi perusahaan. Namun masalahnya pendanaan secara internal tidaklah cukup untuk membiayai perusahaan sepenuhnya, terutama untuk perusahaan skala besar (Adrianto, 2007). Maka perusahaan mencari sumber dana alternatif yaitu sumber dana eksternal berupa utang. Munawir

(2004:18) mendefinisikan utang adalah semua kewajiban keuangan perusahaan kepada pihak lain yang belum terpenuhi, dimana utang merupakan sumber dana atau modal perusahaan yang berasal dari kreditor.

Kebijakan utang menggambarkan keputusan perusahaan mengenai seberapa besar utang secara relatif terhadap ekuitas pemegang saham digunakan sebagai sumber pendanaan perusahaan (Faisal, 2003). Menurut Prastowo dan Juliaty (2010:89) kebijakan utang diukur dengan membandingkan antara total utang dengan total ekuitas pemegang saham (*debt to equity ratio*-DER). Pada Tabel 1 disajikan daftar total utang dan total ekuitas pemegang saham serta DER beberapa perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2010, dimana dapat

menunjukkan fenomena mengenai kebijakan utang di perusahaan tersebut.

**Tabel 1**  
**Passiva dan DER Perusahaan Manufaktur**

No.	Nama Perusahaan	Total Utang (2010)	Total Ekuitas (2010)	DER
1.	PT Berlina Tbk	Rp 326.943.862.376	Rp 201.535.473.511	1,62
2.	PT Arwana Citramulia Tbk	Rp 458.094.139.651	Rp 408.713.634.918	1,12
3.	PT Budi Acid Jaya Tbk	Rp 1.165.086.000	Rp 762.710.000	1,52
4.	PT Indospring Tbk	Rp 543.188.527.716	Rp 227.300.250.112	2,38
5.	Mayora Indah Tbk	Rp 2.358.692.152.789	Rp 1.991.294.908.556	1,18

Sumber: Data Diolah (2011)

Berdasarkan Tabel 1, beberapa perusahaan manufaktur menunjukkan bahwa perusahaan yang telah *go public* tidak selamanya menggunakan modal saham untuk mendanai aktivitas operasi perusahaannya, dan pada kenyataannya pendanaan melalui utang masih tetap merupakan pilihan yang menarik, dimana tujuannya untuk mencari sumber pendanaan eksternal yang aman dan menguntungkan bagi perusahaan. Terdapat beberapa alasan mengapa perusahaan lebih menyukai menggunakan utang, yaitu (1) adanya manfaat pajak atas pembayaran bunga; (2) biaya transaksi pengeluaran utang lebih murah daripada biaya transaksi emisi saham baru; (3) kontrol manajemen lebih besar adanya utang baru daripada saham baru (Babu dan Jaine, 1986).

*Debt to Equity Ratio* (DER) dapat menunjukkan tingkat risiko suatu perusahaan, dimana semakin tinggi tingkat DER, semakin tinggi tingkat risikonya. Dalam kondisi DER di atas 1 perusahaan harus menanggung biaya modal yang besar, risiko yang ditanggung perusahaan juga meningkat apabila investasi yang dijalankan perusahaan tidak menghasilkan tingkat pengembalian yang optimal (Nugroho, 2006). Kondisi yang demikian akan mengakibatkan perusahaan mengalami kesulitan keuangan dalam melakukan pembayaran utang dan akan mengalami kebangkrutan.

Kebijakan utang diduga dapat dipengaruhi oleh beberapa faktor, diantaranya arus kas bebas (Tarjo dan Jogiyanto, 2003; Indahnigrum dan Handayani, 2009), kepemilikan Institusional (Putri

dan Nasir, 2006; Wahidahwati, 2002), kebijakan dividen (Putri dan Nasir, 2006; Yenieatie dan Destriana, 2010), dan ukuran perusahaan (Moh'd et al., 1998; Wiliandry, 2011).

Arus kas bebas merupakan satu hal yang dipertimbangkan dalam suatu perusahaan. Menurut Brigham dan Daves (2004:205) dalam Arfan (2006) arus kas bebas merupakan kas yang tersedia untuk didistribusikan kepada investor setelah perusahaan melakukan semua investasi pada aktiva tetap dan modal kerja untuk mempertahankan kelangsungan usaha perusahaan. Tarjo dan Jogiyanto (2003) menjelaskan bahwa keberadaan arus kas bebas dapat menimbulkan konflik kepentingan antara para pemegang saham dan pihak manajemen. Hal tersebut terjadi karena pemegang saham menginginkan sisa dana tersebut dibagikan untuk meningkatkan kesejahteraannya, sedangkan manajer berkeinginan dana yang ada digunakan untuk investasi pada proyek-proyek yang menguntungkan karena pada masa mendatang akan menambah insentif bagi manajer. Namun, tekanan pasar akan memaksa manajer untuk membagikan arus kas bebas kepada pemegang saham atau mereka berisiko akan kehilangan kendali atas perusahaan (Jensen, 1986). Keadaan tersebut akan membuat manajer mencari sumberpendanaan lain, yaitu dengan utang. Hasil penelitian Tarjo dan Jogiyanto (2003) serta Indahnigrum dan Handayani (2009) menunjukkan bahwa arus kas bebas berpengaruh positif terhadap kebijakan utang, sedangkan hasil penelitian Putri dan Nasir (2006) menunjukkan bahwa arus kas

bebas berpengaruh negatif terhadap kebijakan utang.

Keputusan manajer menggunakan utang sebagai pengganti dari arus kas bebas terkadang cenderung untuk keuntungan pribadi seperti melakukan ekspansi untuk meningkatkan status dan gaji. Upaya untuk mengatasi tindakan manajer tersebut, diperlukan suatu mekanisme pengawasan dalam perusahaan. Salah satu mekanisme pengawasan tersebut adalah dengan mengaktifkan *monitoring* melalui investor-investor institusional (Fama dan Jensen, 1983). Kepemilikan institusional yang semakin tinggi, maka keberadaan investor institusional untuk mengawasi perilaku manajemen akan semakin efektif, sehingga dapat mengontrol perilaku manajemen agar lebih berhati-hati dalam menggunakan utang untuk mengantisipasi terjadinya kebangkrutan (Bathala et al., 1994). Hasil penelitian Wahidahwati (2002) menunjukkan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap kebijakan utang, sedangkan hasil penelitian Indahningrum dan Handayani (2009) menunjukkan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap kebijakan utang.

Faktor yang juga diduga berpengaruh terhadap kebijakan utang adalah kebijakan dividen. Dividen yang dibayarkan untuk menarik perhatian investor biasanya dalam bentuk dividen kas atau dividen tunai (Jensen, 1986). Keputusan ini merupakan salah satu cara meningkatkan kesejahteraan pemegang saham, dengan meningkatkan pembayaran dividen dari tahun ke tahun. Tetapi dalam praktiknya sering terjadi hambatan seperti terjadinya profitabilitas atau terbukanya kesempatan investasi yang *profitable* menyebabkan pihak manajemen membatasi pembayaran dividen dan mengakibatkan dividen yang dibayarkan kepada pemegang saham rendah (Scott et al., 1999:275). Sebaliknya jika pemegang saham menuntut dividen yang tinggi, maka manajer harus memutuskan untuk melakukan peningkatan pembayaran dividen. Dividen yang

tinggi berarti perusahaan harus menggunakan utang yang tinggi dalam membiayai investasinya untuk menjaga struktur modalnya. Hasil penelitian Putri dan Nasir (2006) serta Indahningrum dan Handayani (2009) menunjukkan bahwa kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap kebijakan utang, sedangkan hasil penelitian Murni dan Andriana (2007) menunjukkan bahwa kebijakan dividen berpengaruh negatif terhadap kebijakan utang.

Ukuran perusahaan juga menjadi faktor yang perlu dipertimbangkan dalam menentukan level utang perusahaan. Moh'd et al. (1998) menjelaskan perusahaan-perusahaan besar cenderung lebih mudah untuk memperoleh pinjaman dari pihak ketiga karena jaminan yang dimiliki berupa aset bernilai besar sehingga tingkat kepercayaan bank juga tinggi jika dibandingkan perusahaan kecil. Di sisi lain, perusahaan-perusahaan kecil secara umum tidak memiliki posisi yang kuat terhadap persoalan utang, karena kapabilitasnya terhadap pinjaman dibatasi. Oleh karena itu, semakin besar ukuran perusahaan, aset yang didanai dengan utang akan semakin besar pula. Hasil penelitian Wiliandry (2011) menunjukkan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh terhadap kebijakan utang, sedangkan hasil penelitian Sutiono (2008) menunjukkan bahwa ukuran perusahaan tidak berpengaruh terhadap kebijakan utang.

Motivasi dari penelitian ini adalah masih adanya perbedaan hasil penelitian antara beberapa peneliti mengenai pengaruh arus kas bebas, kepemilikan institusional, kebijakan dividen, dan ukuran perusahaan terhadap kebijakan utang, sehingga menjadi topik yang menarik untuk diteliti. Selain itu, penelitian ini ingin mengetahui pengaruh dari variabel-variabel tersebut dengan melakukan pengujian melalui metode regresi linier berganda, baik secara simultan maupun parsial.

Penelitian ini dilakukan pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2008 sampai tahun 2010. Penelitian ini memilih perusahaan manufaktur, karena

perusahaan manufaktur memiliki jumlah perusahaan yang paling besar, hal ini disebabkan perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia terdiri dari berbagai sub sektor industri sehingga dapat mencerminkan reaksi pasar modal secara keseluruhan.

Berdasarkan uraian, maka penulis tertarik untuk melakukan penelitian dengan judul “Pengaruh Arus Kas Bebas, Kepemilikan Institusional, Kebijakan Dividen, dan Ukuran Perusahaan terhadap Kebijakan Utang (Studi Empiris pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2008-2010)”.

## 2. Kerangka Teoretis

### Hubungan Arus Kas Bebas dengan Kebijakan Utang

Jensen (1986) mendefinisikan arus kas bebas adalah arus kas yang merupakan sisa dari pendanaan seluruh proyek yang menghasilkan *net present value* (NPV) positif yang didiskontokan pada tingkat biaya modal yang relevan. *Cash flow* ini mencerminkan keuntungan atau kembalian bagi para penyedia modal, termasuk utang atau ekuitas.

Hasil Tarjo dan Jogiyanto (2003) menunjukkan bahwa arus kas bebas berpengaruh positif terhadap kebijakan utang, hasil penelitian ini konsisten dengan hasil penelitian Indahningrum dan Handayani (2009), dimana terkait dengan konflik keagenan atas arus kas bebas, utang merupakan salah satu fungsi kontrol yang positif. Utang dapat merupakan suatu substitusi yang efektif. Dengan pengeluaran utang sebagai pertukaran dengan saham, para manajer secara efektif mengikat janjinya untuk mengeluarkan arus kas di masa depan, sedangkan hasil penelitian Putri dan Nasir (2006) menunjukkan bahwa arus kas bebas berpengaruh negatif terhadap kebijakan utang, hal ini menunjukkan bahwa ketika arus kas bebas mengalami penurunan maka perusahaan akan menggunakan utang sebagai cara untuk mengatasi

biaya kegiatan operasional perusahaan. Oleh karena itu, utang perusahaan akan mengalami peningkatan.

H1: Arus kas bebas berpengaruh terhadap kebijakan utang pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

### Hubungan Kepemilikan Institusional terhadap Kebijakan Utang

Kepemilikan institusional adalah kepemilikan saham oleh pihak-pihak yang berbentuk institusi seperti bank, perusahaan asuransi, dana pensiun dan institusi lainnya (Wahidahwati, 2002). Adanya kepemilikan saham institusional akan mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal (Murni dan Andriana, 2007). Mekanisme *monitoring* ini akan meningkatkan kemakmuran pemegang saham.

Hasil penelitian Yeniatie dan Nicken (2010) dan Wahidahwati (2002) menunjukkan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap kebijakan utang, yang berarti bahwa semakin tinggi kepemilikan institusional diharapkan semakin kuat kontrol eksternal terhadap perusahaan dimana akan dapat mengurangi *agency cost* pada perusahaan. Adanya kontrol ini membuat manajer menggunakan utang pada tingkat rendah untuk mengantisipasi kemungkinan terjadinya kesulitan keuangan dan kebangkrutan perusahaan, sedangkan hasil penelitian Ismiyati dan Hanafi (2003), Joher et al. (2009), Murni dan Andriana (2007), serta Indahningrum dan Handayani (2009), menyatakan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap kebijakan utang, semakin besar kepemilikan institusional, maka penggunaan utang perusahaan akan semakin besar. Keberadaan investor institusional dianggap mampu menjadi mekanisme pengawasan yang efektif dalam setiap keputusan yang diambil oleh manajer. Ketika manajer ingin mengambil keputusan pendanaan perusahaan, maka hal ini akan dipengaruhi oleh pemegang saham perusahaan.

H2: Kepemilikan institusional berpengaruh terhadap kebijakan utang pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

### **Hubungan Kebijakan Dividen dengan Kebijakan Utang**

Bagi investor atau pemegang saham, dividen merupakan salah satu keuntungan yang akan diperolehnya selain keuntungan lain yang berupa *capital gain*. Secara umum dividen dapat diartikan sebagai bagian yang dibagikan oleh emiten kepada masing-masing pemegang saham (Murni dan Andriana, 2007). Kebijakan dividen ini memiliki pengaruh terhadap tingkat penggunaan utang suatu perusahaan. Kebijakan dividen ini memiliki pengaruh terhadap tingkat penggunaan utang suatu perusahaan. Kebijakan dividen yang stabil menyebabkan adanya keharusan bagi perusahaan untuk menyediakan sejumlah dana untuk membayar dividen yang tetap tersebut sehingga kebutuhan pendanaan perusahaan akan meningkat.

Hasil penelitian Putri dan Nasir (2006) menunjukkan bahwa kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap kebijakan utang, yang berarti bahwa semakin tinggi dividen yang dibayarkan kepada pemegang saham maka penggunaan utang akan semakin tinggi. Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan Indahningrum dan Handayani (2009), sedangkan hasil penelitian penelitian Murni dan Andriana (2007) serta Moh'd *et al.*(1998) menemukan bahwa kebijakan dividen berpengaruh negatif, hal ini menunjukkan bahwa perusahaan yang memiliki *dividend payout ratio* yang tinggi lebih menyukai modal sendiri, karena pembayaran dividen akan meningkatkan kewajiban perusahaan jika menggunakan utang yang tinggi dan pembayaran dividen umumnya dapat dilakukan setelah perusahaan melakukan pembayaran terhadap bunga dan cicilan utang perusahaan.

H3: Kebijakan dividen berpengaruh terhadap kebijakan utang pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

### **Hubungan Ukuran Perusahaan dengan Kebijakan Utang**

Pengelompokkan perusahaan atas dasar skala operasi (besar atau kecil) dapat dipakai oleh investor sebagai salah satu variabel dalam menentukan keputusan pendanaan. Tolok ukur yang menunjukkan besar kecilnya suatu perusahaan, antara lain total penjualan, rata-rata tingkat penjualan dan total aktiva ( Panjaitan, 2004).Ukuran perusahaan sangat bergantung pada besar kecilnya perusahaan yang juga berpengaruh terhadap struktur modal, terutama berkaitan dengan kemampuan memperoleh pinjaman.

Hasil penelitian Wiliandry (2011) menunjukkan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap kebijakan utang, yang berarti bahwa variabel ukuran perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap utang perusahaan. Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian Moh'd *et al.*(1998) yang menyatakan bahwa variabel ukuran perusahaan mempunyai pengaruh yang signifikan dan berhubungan positif dengan rasio utang perusahaan.

H4: Ukuran perusahaan berpengaruh terhadap kebijakan utang pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

## **3. Metodologi Penelitian**

### **Desain Penelitian**

Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh arus kas bebas, kepemilikan institusional, kebijakan dividen, dan ukuran perusahaan terhadap kebijakan utang melalui pengujian hipotesis Jenis penelitian yang digunakan dalam penelitian ini adalah penelitian verifikatif. Metode yang digunakan adalah sensus. unit analisis yang digunakan adalah tingkat industri, yaitu perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia Penelitian ini

merupakan studi lapangan dengan horizon waktu yang digunakan adalah *pooled*/panel data, yaitu gabungan dari *time series* dan *cross sectional*.

### Populasi Penelitian

Populasi sasaran dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dengan tahun pengamatan 2008-2010 dengan kriteria-kriteria berikut: (1) Menerbitkan laporan tahunan lengkap dan laporan keuangan yang telah diaudit dari tahun 2008-2010 dan berakhir per 31 Desember. (2) Perusahaan manufaktur yang tidak *delisting* selama tahun 2008-2010. (3) Laporan keuangan perusahaan tidak menunjukkan saldo ekuitas yang negatif pada tahun 2008-2010. (4) Melakukan kebijakan dividen dan memiliki data kepemilikan institusional pada tahun 2008-2010. (5) perusahaan yang *operating income*-nya tidak mengalami rugi (*loss*) selama periode pengamatan tahun 2008-2010.

Berdasarkan kriteria di atas, maka perusahaan yang diambil sebagai populasi sasaran pada tahun 2008 adalah sebanyak 30 perusahaan, tahun 2009 sebanyak 35 perusahaan, dan pada tahun 2010 sebanyak 36 perusahaan. Dengan menggunakan metode sensus, maka jumlah observasi dalam penelitian ini selama 3 tahun adalah 101 perusahaan. Daftar nama-nama perusahaan manufaktur yang menjadi populasi sasaran dapat dilihat pada Lampiran 1, Lampiran 2, dan Lampiran 3.

### Sumber dan Teknik Pengumpulan Data

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder. Data sekunder adalah data yang diperoleh melalui sumber yang ada, yaitu data yang telah ada dan tidak perlu dikumpulkan sendiri oleh peneliti (Sekaran, 2006:77). Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah *unbalanced panel data* yaitu setiap unit *cross sectional* memiliki jumlah observasi yang tidak selalu sama untuk setiap waktu/periode (Gujarati, 2003:636). Metode pengumpulan data dalam penelitian ini adalah metode dokumentasi.

### Operasionalisasi Variabel

Variabel yang akan diteliti terdiri dari variabel dependen (Y) yaitu kebijakan utang, dan variabel independen yaitu arus kas bebas ( $X_1$ ), kepemilikan institusional ( $X_2$ ), kebijakan dividen ( $X_3$ ), dan ukuran perusahaan ( $X_4$ ).

### Kebijakan Utang

Kebijakan utang dalam penelitian ini diukur dengan membandingkan total utang yang dimiliki perusahaan terhadap total ekuitas perusahaan atau disebut juga *debt to equity ratio* (DER) (Prastowo dan Juliaty, 2010:80). Rasio ini diukur dengan persamaan sebagai berikut:

$$\text{Debt to Equity Ratio (DER)} = \frac{\text{Total Utang}}{\text{Total Ekuitas Pemegang Saham}}$$

### Arus Kas Bebas ( $X_1$ )

Jensen (1986) mendefinisikan arus kas bebas adalah arus kas yang merupakan sisa dari pendanaan seluruh proyek yang menghasilkan *net present value* (NPV) positif. Arus kas bebas dihitung dengan menggunakan rumus Ross *et al.* (2000), yaitu:

$$\text{FCF}_{t-1} = \text{AKO}_{t-1} - \text{PM}_{t-1} - \text{NWC}_{t-1}$$

Keterangan:

- AKB<sub>t-1</sub> = Arus Kas Bebas Tahun Sebelumnya
- AKO<sub>t-1</sub> = Arus kas operasi perusahaan Tahun sebelumnya
- PM<sub>t-1</sub> = Pengeluaran modal perusahaan Tahun Sebelumnya
- NWC<sub>t-1</sub> = Modal kerja bersih perusahaan Tahun Sebelumnya

Penggunaan arus kas bebas tahun sebelumnya, dilakukan karena arus kas bebas saat ini tidak sesuai diuji dengan kebijakan utang saat ini, hal ini

disebabkan karena arus kas bebas mencerminkan dengan jelas mengenai perusahaan manakah yang masih mempunyai kemampuan dimasa depan atau tidak. Untuk melihat persentase dari besarnya arus kas bebas suatu perusahaan, maka nilai arus kas bebas dibagi dengan total aset (Jones dan Sharma, 2001 dalam Arfan, 2006).

### Kepemilikan Institusional ( $X_2$ )

Kepemilikan institusional dalam penelitian diukur dengan ukuran berupa persentase saham yang dimiliki oleh investor institusi (Bathala et al., 1994).

$$\text{Kepemilikan Institusional} = \frac{\text{jumlah saham oleh institusional}}{\text{jumlah saham beredar}} \times 100\%$$

### Kebijakan Dividen ( $X_3$ )

Kebijakan dividen dalam penelitian ini diprosikan dengan *dividend payout ratio* mengacu pada penelitian Yeniatie dan Destriana (2010). DPR ini dapat dihitung dengan rumus :

$$\text{Dividend Payout Ratio (DPR)} = \frac{\text{Dividen per lembar saham}}{\text{laba per lembar saham}}$$

### Ukuran Perusahaan ( $X_4$ )

Ukuran perusahaan diukur dengan logaritma natural dari total aset yang dikalikan 100%. Variabel ukuran perusahaan diberi simbol LnSIZE (Soesetio, 2008). Pengukurannya sebagai berikut:

$$\text{LnSIZE} = \text{Ln Total Asset} \times 100\%$$

## Metode Analisis Data dan Rancangan Pengujian Hipotesis

### Metode Analisis

Metode analisis yang digunakan untuk menguji hipotesis adalah regresi linear berganda (*Multiple Linear Regression*) yang bertujuan untuk menguji dan menganalisis, baik secara simultan maupun parsial pengaruh arus kas bebas,

kepemilikan institusional, kebijakan dividen, dan ukuran perusahaan terhadap kebijakan utang pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2008-2010. Pengolahan data akan dilakukan dengan menggunakan SPSS 17.0 (*Stastical Product and Service Solutions*). Spesifikasi persamaan regresi yang digunakan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

$$Y = \alpha + \beta_1 X_{1t-1} + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \beta_4 X_4 + \varepsilon$$

Keterangan:

Y = Kebijakan Utang

$\alpha$  = Konstanta

$\beta_1 - \beta_4$  = Koefisien Regresi

$X_{1t-1}$  = Arus Kas Bebas Tahun Sebelumnya

$X_2$  = Kepemilikan Institusional

$X_3$  = Kebijakan Dividen

$X_4$  = Ukuran Perusahaan

$\varepsilon$  = *Error Term*

### Rancangan Pengujian Hipotesis

Sebelum pengujian hipotesis, terlebih dulu disusun rancangan pengujian hipotesis. Untuk menguji pengaruh arus kas bebas ( $X_1$ ), kepemilikan institusional ( $X_2$ ), kebijakan dividen ( $X_3$ ), dan ukuran perusahaan ( $X_4$ ) terhadap kebijakan utang ( $Y$ ). Dalam penelitian ini dilakukan dengan cara meregres semua variabel dalam penelitian, baik variabel dependen maupun variabel independen. Penelitian ini menggunakan metode sensus, dengan demikian tidak dilakukan uji signifikansi. Kesimpulan diambil langsung dari nilai koefisien regresi masing-masing variabel.

Untuk menguji hipotesis pertama ( $H_1$ ) apakah secara bersama-sama variabel independen ( $X_1, X_2, X_3, X_4$ ) berpengaruh terhadap variabel dependen ( $Y$ ), digunakan uji simultan dengan langkah sebagai berikut:

1. Menentukan hipotesis nol ( $H_0$ ) dan hipotesis alternatif ( $H_a$ )

$H_{01} : \beta_1 = \beta_2 = \beta_3 = \beta_4 = 0$ ; Arus kas bebas, kepemilikan institusional, kebijakan dividen, dan ukuran perusahaan secara

simultan tidak berpengaruh terhadap kebijakan utang pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI.

$H_{a1}$  : paling sedikit ada satu  $\beta_i \neq 0$ ,  $i=1,2,3,4$ ; Arus kas bebas, kepemilikan institusional, kebijakan dividen, dan ukuran perusahaan secara simultan berpengaruh terhadap kebijakan utang pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI.

2. Menentukan kriteria penerimaan dan penolakan hipotesis.

Kriteria penerimaan dan penolakan hipotesis adalah sebagai berikut:

Jika  $\beta_i$  ( $i=1,2,3,4$ ) = 0:  $H_0$  diterima

Jika paling sedikit ada satu  $\beta_i$  ( $i=1,2,3,4$ )  $\neq 0$ :  $H_0$  ditolak

$H_0$  diterima artinya variabel independen secara bersama-sama tidak berpengaruh terhadap variabel dependen, sedangkan  $H_0$  ditolak berarti variabel independen secara bersama-sama berpengaruh terhadap variabel dependen.

Selanjutnya untuk mengetahui apakah variabel independen (X) secara parsial berpengaruh terhadap variabel dependen (Y) digunakan uji parsial dengan langkah sebagai berikut:

1. Menentukan hipotesis nol ( $H_0$ ) dan hipotesis alternative ( $H_a$ )

$H_{02}$ :  $\beta_1 = 0$ ; Arus kas bebas tidak berpengaruh terhadap kebijakan utang pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI.

$H_{a2}$ :  $\beta_1 \neq 0$ ; Arus kas bebas berpengaruh terhadap kebijakan utang pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI.

$H_{03}$ :  $\beta_2 = 0$ ; Kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap kebijakan utang pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI.

$H_{a3}$ :  $\beta_2 \neq 0$ ; Kepemilikan institusional berpengaruh terhadap kebijakan utang pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI.

$H_{04}$ :  $\beta_3 = 0$ ; Kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap kebijakan utang pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI.

$H_{a4}$ :  $\beta_3 \neq 0$ ; Kebijakan dividen berpengaruh terhadap kebijakan utang pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI.

$H_{05}$ :  $\beta_4 = 0$ ; Ukuran perusahaan tidak berpengaruh terhadap kebijakan utang pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI.

$H_{a5}$ :  $\beta_4 \neq 0$ ; Ukuran perusahaan berpengaruh terhadap kebijakan utang pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI.

2. Menentukan kriteria penerimaan dan penolakan hipotesis.

Kriteria penerimaan dan penolakan hipotesis adalah sebagai berikut:

Jika  $\beta_i$  ( $i=1,2,3,4$ ) = 0:  $H_0$  diterima

Jika  $\beta_i$  ( $i=1,2,3,4$ )  $\neq 0$ :  $H_0$  ditolak

#### 4. Hasil dan Pembahasan

##### Deskripsi Data Penelitian

Statistik deskriptif memberikan gambaran mengenai karakteristik variabel penelitian yang diamati. Statistik deskriptif variabel yang digunakan dalam penelitian dapat dilihat pada Tabel 2



**Tabel 2**  
**Deskriptif Data Penelitian**

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
KebijakanUtang	101	.1040169	7.4481949	.916148054	.9031383671
ArusKasBebas	101	-345.198850	3.9189468	-4.9068252	36.8132394128
KepemilikanInstitusional	101	.0542311	.9817860	.554925384	.2788639971
KebijakanDividen	101	.0010899	.9752926	.328917999	.2095596555
Ukuranperusahaan(Rupiah)	101	140763761567	30741679000000	3764742921995.98	6316658983635.843
Valid N (listwise)	101				

Sumber: Data Diolah (2012)

Berdasarkan Tabel 2 dapat dilihat nilai terendah, tertinggi, dan rata-rata dari variabel yang diteliti pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2008-2010 dengan jumlah populasi 101 perusahaan. Kebijakan utang merupakan variabel dependen dalam penelitian ini, sedangkan arus kas bebas, kepemilikan institusional, kebijakan dividen, dan ukuran perusahaan merupakan variabel independen.

Nilai terendah dari kebijakan utang adalah sebesar 0,1040169 yang dimiliki oleh PT. Mandom Indonesia Tbk pada tahun 2010. Nilai tertinggi sebesar 7,4481949 yang dimiliki oleh PT. Indospring Tbk pada tahun 2008. Nilai rata-rata DER sebesar 0,916148054 dengan standar deviasinya sebesar 0,9031383671.

Nilai terendah arus kas bebas adalah sebesar -345.198850 yang dimiliki PT. Indo Kordsa Tbk pada tahun 2008, nilai arus kas bebas negatif bermakna bahwa arus kas yang digunakan untuk pengeluaran modal dan modal kerja bersih lebih besar dari arus kas operasi. Nilai tertinggi variabel arus kas bebas sebesar 3.9189468 yang dimiliki oleh PT. Duta Pertiwi Nusantara Tbk pada tahun 2009. Nilai rata-rata variabel arus kas bebas sebesar -3.057049307 dengan nilai deviasi standarnya sebesar 20,2586225877.

Nilai terendah kepemilikan institusional adalah sebesar 0,0542311 yang dimiliki oleh PT. Citra Tubindo Tbk pada tahun 2009 dan 2010. Nilai tertinggi diperoleh sebesar 0,9817860 yang

dimiliki PT. HM Sampoerna Tbk pada tahun 2009. Nilai rata-rata kepemilikan institusional sebesar 0,554925384 dengan nilai standar deviasinya sebesar 0,2788639971.

Nilai terendah kebijakan dividen adalah sebesar 0,0010899 yang dimiliki oleh PT. Delta Djakarta Tbk pada tahun 2010. Nilai tertinggi kebijakan dividen diperoleh sebesar 0,9752926 yang dimiliki oleh PT. Selamat Sempurna Tbk pada tahun 2009. Nilai rata-rata kebijakan dividen sebesar 0,328917999 dengan standar deviasinya sebesar 0,2095596555.

Nilai terendah ukuran perusahaan adalah sebesar Rp 140.763.761.567 yang dimiliki oleh PT. Ekadharna International Tbk pada tahun 2008. Nilai tertinggi diperoleh sebesar Rp 30.741.679.000.000 yang dimiliki oleh PT. Gudang Garam Tbk pada tahun 2010. Nilai rata-rata variabel ukuran perusahaan diperoleh sebesar Rp 3.764.742.921.995 dengan nilai standar deviasinya sebesar Rp 6.316.658.983.635.

### Hasil Pengujian Hipotesis

Berdasarkan uji hipotesis yang telah dilakukan dengan menggunakan bantuan program SPSS (*Statistical Product and Service Solution*) 17.0 for Windows Evolution Version, pengaruh masing-masing variabel independen terhadap variabel dependen secara rinci dapat dilihat pada Tabel 3.

**Tabel 3**  
**Pengaruh Variabel Independen terhadap Variabel Dependen**

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients		
	B	Std. Error	Beta	T	Sig.
1 (Constant)	3.070	.811		3.787	.000
ArusKasBebas	-6.468	.002	-.003	-.027	.978
KepemilikanInstitusional	.621	.313	.192	1.985	.050
KebijakanDividen	-.642	.413	-.149	-1.557	.123
LnUkuranPerusahaan	.000	.000	-.276	-2.861	.005

Dari hasil perhitungan statistik seperti yang terlihat pada Tabel 3, maka diperoleh persamaan regresi linear berganda sebagai berikut:

$$Y = 3,070 - 6,468X_1 + 0,621X_2 - 0,642X_3 + 0,000X_4 + \varepsilon$$

Berdasarkan persamaan regresi tersebut dapat diketahui bahwa konstanta ( $\alpha$ ) sebesar 3,070. Artinya jika arus kas bebas ( $X_1$ ), kepemilikan institusional ( $X_2$ ), kebijakan dividen ( $X_3$ ), dan ukuran perusahaan ( $X_4$ ) dianggap konstan, maka besarnya kebijakan utang perusahaan adalah 3,070%.

### Hasil Pengujian Hipotesis

Penelitian ini merupakan penelitian dengan pengujian hipotesis yang menggunakan metode analisis regresi linear berganda (*multiple regression analysis*). penelitian ini menggunakan metode sensus, maka tidak dilakukan uji signifikan terhadap nilai koefisien regresi yang diperoleh baik secara simultan maupun secara parsial, karena nilai koefisien regresi yang diperoleh adalah nilai koefisien regresi yang sesungguhnya dari populasi.

### Hasil Koefisien Determinasi

Hasil koefisien determinasi dapat dilihat pada Tabel 4.

**Tabel 4**  
**Hasil Koefisien Determinasi**

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.363 <sup>a</sup>	.132	.096	.8587662966

Sumber: Data Diolah (2012)

Berdasarkan Tabel 4 analisis koefisien korelasi diperoleh nilai R sebesar 0,363 yang menunjukkan bahwa derajat hubungan (korelasi) antara variabel dependen dan variabel independen sebesar 36,3 %, artinya kebijakan utang (Y) mempunyai hubungan yang lemah dengan arus kas bebas ( $X_1$ ), kepemilikan institusional ( $X_2$ ), kebijakan dividen ( $X_3$ ), dan ukuran perusahaan ( $X_4$ ), hal ini dikarenakan diperolehnya nilai koefisien korelasi di antara 0,20-0,40 Guilford (1956) dalam Arfan (2006:146).

Analisis koefisien determinasi diperoleh nilai R square sebesar 0,132 atau sebesar 13,2%, sehingga dapat dikatakan bahwa 13,2% variasi kebijakan utang dijelaskan oleh keempat variabel independen dalam penelitian ini yaitu arus kas bebas, kepemilikan institusional, kebijakan dividen, dan ukuran perusahaan, sedangkan 86,8% sisanya dijelaskan oleh variabel lain.

### Pengaruh Arus Kas Bebas terhadap Kebijakan Utang

Berdasarkan Tabel 3 dapat dilihat bahwa arus kas bebas mempunyai nilai  $\beta = -6,468$ , sehingga

dapat disimpulkan bahwa  $H_{a2}$  diterima. Dengan demikian dapat dikatakan bahwa arus kas bebas mempunyai pengaruh terhadap kebijakan utang. Koefisien regresi arus kas bebas sebesar -6,468, artinya setiap kenaikan arus kas bebas sebesar 1% dari total aset akan menurunkan kebijakan utang sebesar 6,468% dari total ekuitas dengan asumsi variabel bebas lainnya konstan.

Berdasarkan Tabel 3 nilai koefisien regresi arus kas bebas terhadap kebijakan utang sebesar -6,468. Dalam rancangan pengujian hipotesis, syarat untuk menyatakan bahwa arus kas bebas ( $X_1$ ) berpengaruh terhadap kebijakan utang ( $Y$ ) apabila  $\beta_1 \neq 0$ . Mengacu pada syarat tersebut, hasil penelitian ini menolak  $H_0$  (hipotesis nol) atau menerima  $H_a$  (hipotesis alternatif). Dengan demikian dapat dikatakan bahwa arus kas bebas berpengaruh negatif terhadap kebijakan utang pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2008-2010. Hasil penelitian arus kas bebas berpengaruh negatif disebabkan karena perusahaan yang sedang tumbuh memerlukan investasi yang besar sehingga memiliki arus kas bebas rendah atau negatif (Penman, 2001). Ketika perusahaan lebih banyak melakukan kegiatan investasi akan menyebabkan arus kas bebas berkurang sehingga tidak cukup membiayai kegiatan operasional perusahaan. Oleh karena itu, perusahaan membutuhkan sumber pendanaan lain berupa utang. Hal ini dikarenakan utang adalah salah cara yang mudah dilakukan oleh perusahaan untuk membiayai kegiatan operasional perusahaan sehingga menyebabkan utang perusahaan mengalami peningkatan.

Hasil penelitian ini bertentangan dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Tarjo dan Jogiyanto (2003), Faisal (2004), Indahningrum dan Handayani (2009), serta hasil penelitian Jensen (1986) yang menunjukkan bahwa arus kas bebas mempunyai pengaruh positif terhadap kebijakan utang. Semakin besar arus kas bebas dalam suatu perusahaan, maka semakin besar utang yang digunakan perusahaan untuk

membiayai aktivitas pendanaan perusahaan. Namun hasil penelitian ini konsisten dengan hasil penelitian Putri dan Nasir (2006) yang menunjukkan bahwa arus kas bebas berpengaruh negatif terhadap kebijakan utang.

### **Pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap Kebijakan Utang**

Berdasarkan Tabel 3 dapat dilihat bahwa kepemilikan institusional mempunyai nilai  $\beta_2=0,621$ , sehingga dapat disimpulkan bahwa  $H_{a3}$  diterima. Dengan demikian dapat dikatakan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh terhadap kebijakan utang. Koefisien regresi kepemilikan institusional sebesar 0,621, artinya setiap kenaikan kepemilikan institusional sebesar 1% dari jumlah saham yang beredar akan meningkatkan kebijakan utang sebesar 0,621% dari total ekuitas dengan asumsi variabel bebas lainnya konstan.

Berdasarkan Tabel 3 nilai koefisien regresi pengaruh kepemilikan institusional terhadap kebijakan utang sebesar 0,621. Dalam rancangan pengujian hipotesis, syarat untuk menyatakan bahwa kepemilikan institusional ( $X_2$ ) berpengaruh terhadap kebijakan utang ( $Y$ ) apabila  $\beta_2 \neq 0$ . Mengacu pada syarat tersebut hasil penelitian ini menolak  $H_0$  (hipotesis nol) atau menerima  $H_a$  (hipotesis alternatif). Dengan demikian dapat dikatakan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap kebijakan utang pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2008-2010. Pengaruh positif tersebut bermakna bahwa kepemilikan institusional memiliki pengaruh searah dengan prediksi kebijakan utang. Semakin besar kepemilikan institusional, maka penggunaan utang perusahaan akan semakin besar. Keberadaan investor institusional dianggap mampu menjadi mekanisme pengawasan yang efektif dalam setiap keputusan yang diambil oleh manajer. Ketika manajer ingin mengambil keputusan pendanaan perusahaan, maka hal ini akan dipengaruhi oleh pemegang saham perusahaan. Pemegang saham

menganggap pendanaan dengan utang lebih murah daripada pendanaan dengan ekuitas.

Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian Joher *et al.* (2006), Indahningrum dan Handayani (2009), Murni dan Andriana (2007), serta ismiyati dan Hanafi (2003) yang menemukan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap kebijakan utang. Hasil penelitian ini tidak konsisten dengan hasil penelitian Yeniatie dan Nicken (2010) dan Wahidahwati (2002), yang menyatakan kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap kebijakan utang, dimana temuan tersebut menyatakan semakin tinggi kepemilikan institusional maka semakin rendah pendanaan melalui utang.

### **Pengaruh Kebijakan Dividen terhadap Kebijakan Utang**

Berdasarkan Tabel 3 dapat dilihat bahwa kebijakan dividen mempunyai nilai  $\beta_3 = -0,642$ , sehingga dapat disimpulkan bahwa  $H_{a4}$  diterima. Dengan demikian dapat dikatakan bahwa kebijakan dividen berpengaruh terhadap kebijakan utang. Koefisien regresi kebijakan dividen sebesar  $-0,642$ , artinya setiap kenaikan kebijakan dividen sebesar 1% dari laba per saham perusahaan akan menurunkan kebijakan utang sebesar 0,642% dari total ekuitas dengan asumsi variabel bebas lainnya konstan.

Berdasarkan Tabel 3 nilai koefisien regresi pengaruh kebijakan dividen terhadap kebijakan utang sebesar  $-0,642$ . Dalam rancangan pengujian hipotesis, syarat untuk menyatakan bahwa kebijakan dividen ( $X_3$ ) berpengaruh terhadap kebijakan utang ( $Y$ ) apabila  $\beta_3 \neq 0$ . Mengacu pada syarat tersebut, hasil penelitian ini menolak  $H_0$  (hipotesis nol) atau menerima  $H_a$  (hipotesis alternatif). Dengan demikian dapat dikatakan bahwa kebijakan dividen berpengaruh terhadap kebijakan utang pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2008-2010. Pengaruh negatif tersebut bermakna bahwa kebijakan dividen memiliki pengaruh tidak searah

dengan prediksi kebijakan utang. Peningkatan dividen akan menurunkan penggunaan jumlah utang yang ada dalam perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan tidak terlalu berfokus pada utang ketika ingin meningkatkan pembayaran dividen kepada pemegang saham, sebaliknya perusahaan lebih menyukai modal sendiri yang berasal dari laba ditahan atau *free cash flow* yang ada dalam perusahaan.

Hasil penelitian ini konsisten dengan hasil penelitian Murni dan Andriana (2007), Ismiyati dan Hanafi (2003), dan Moh'd *et al.* (1998), yang menemukan bahwa kebijakan dividen berpengaruh negatif terhadap kebijakan utang. Namun hasil penelitian ini tidak konsisten dengan hasil penelitian Putri dan Nasir (2006) dan Wahidahwati (2002) yang menunjukkan bahwa kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap kebijakan utang, hal ini menunjukkan semakin tinggi kebijakan dividen, maka semakin tinggi penggunaan utang oleh perusahaan tersebut.

### **Pengaruh Ukuran Perusahaan terhadap Kebijakan Utang**

Berdasarkan Tabel 3 dapat dilihat bahwa ukuran perusahaan mempunyai nilai  $\beta_4 = 0,000$ , sehingga dapat disimpulkan bahwa  $H_{05}$  diterima dan  $H_{a5}$  ditolak. Dengan demikian dapat dikatakan bahwa ukuran perusahaan tidak berpengaruh terhadap kebijakan utang. Koefisien regresi ukuran perusahaan sebesar 0,000, artinya setiap kenaikan maupun penurunan ukuran perusahaan sebesar Rp 1 dari total aset tidak akan mempengaruhi kebijakan utang dengan asumsi variabel bebas lainnya konstan.

Berdasarkan tabel 3 nilai koefisien regresi pengaruh ukuran perusahaan terhadap kebijakan utang sebesar 0,000. Dalam rancangan pengujian hipotesis, syarat untuk menyatakan bahwa ukuran perusahaan ( $X_4$ ) berpengaruh terhadap kebijakan utang ( $Y$ ) apabila  $\beta_4 \neq 0$ . Mengacu pada syarat tersebut, hasil penelitian ini menerima  $H_0$  (hipotesis nol) atau menolak  $H_a$  (hipotesis alternatif). Dengan demikian dapat dikatakan

bahwa ukuran perusahaan tidak berpengaruh terhadap kebijakan utang yang ditandai oleh nilai koefisien regresi sebesar 0,000. Hasil penelitian ukuran perusahaan tidak berpengaruh karena data yang diperoleh dari laporan keuangan menunjukkan bahwa komposisi utangnya lebih banyak utang jangka pendek, daripada utang jangka panjang. Utang jangka pendek yang paling banyak berasal dari utang usaha. Dengan demikian, untuk dapat memperoleh pinjaman tidak dipengaruhi oleh besar kecilnya ukuran perusahaan.

Hasil penelitian ini tidak konsisten dengan hasil penelitian Moh'd et al.(1998), Sudarma (2004), dan Wiliandry (2011) yang menyatakan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh terhadap kebijakan utang. Namun hasil penelitian ini konsisten dengan hasil penelitian Sutiono (2008) yang menunjukkan bahwa ukuran perusahaan tidak berpengaruh terhadap kebijakan utang.

## 5. Kesimpulan, Keterbatasan, dan Saran

### Kesimpulan

Berdasarkan pembahasan hasil penelitian yang telah dikemukakan sebelumnya, dapat disimpulkan bahwa:

1. Arus kas bebas, kepemilikan institusional, kebijakan dividen, dan ukuran perusahaan secara simultan berpengaruh terhadap kebijakan utang pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2008-2010.
2. Arus kas bebas berpengaruh positif terhadap kebijakan utang pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2008-2010.
3. Kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap kebijakan utang pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2008-2010.
4. Kebijakan dividen berpengaruh negatif terhadap kebijakan utang pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2008-2010.

5. Ukuran perusahaan tidak berpengaruh terhadap kebijakan utang pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2008-2010.

### Keterbatasan Penelitian

Peneliti menyadari sepenuhnya, bahwa masih banyak keterbatasan dalam penelitian ini, antara lain:

1. Penelitian ini hanya meneliti pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia, sehingga hasilnya tidak dapat digeneralisasikan untuk seluruh perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.
2. Pemilihan faktor yang diduga dapat mempengaruhi kebijakan utang hanya dilihat dari empat aspek saja ( arus kas bebas, kepemilikan institusional, kebijakan dividen, dan ukuran perusahaan). Hal ini memungkinkan terabaikannya faktor-faktor lain yang mungkin mempunyai pengaruh lebih besar terhadap kebijakan utang.

### Saran

Untuk menelaah referensi penelitian selanjutnya, ada beberapa saran yang dapat dikemukakan, antara lain:

### Saran Akademis

1. Berhubung penelitian ini hanya dilakukan pada perusahaan manufaktur saja, untuk penelitian selanjutnya diharapkan dapat memperluas subjek penelitian, tidak hanya pada perusahaan manufaktur, namun juga pada perusahaan seperti industri jasa, industri properti dan industri keuangan, agar populasi yang diambil lebih representatif dan hasil penelitiannya dapat digeneralisasikan untuk semua jenis industri.
2. Diharapkan pada penelitian selanjutnya untuk mengembangkan lagi faktor-faktor lain yang dapat mempengaruhi kebijakan utang, berhubung variabel dalam penelitian ini hanya mampu menjelaskan 13,6% variasi kebijakan

utang, sedangkan sisanya 86,4% dijelaskan oleh variabel lain yang tidak dimasukkan dalam model penelitian ini, seperti: kepemilikan manajerial, struktur aset, risiko bisnis, umur perusahaan, pertumbuhan perusahaan, dan profitabilitas.

### Saran Praktis

1. Bagi pihak manajemen dan pemilik perusahaan harus mempertimbangkan dengan tepat mengenai variabel-variabel yang mempengaruhinya, agar perusahaan tidak mengalami risiko *financial* yang besar.
2. Bagi investor hendaknya sebelum menanamkan modalnya pada perusahaan, terlebih dahulu mempertimbangkan kebijakan utang perusahaan dan variabel-variabel yang mempengaruhinya.
3. Bagi para kreditur, disarankan dalam memberikan dana pinjaman, hendaknya selalu memperhatikan kemampuan perusahaan dalam melunasi kewajibannya. Hal ini menyangkut risiko kredit macet yang dihadapi oleh kreditur masih relatif tinggi.

### Daftar Pustaka

- Agency Conflict: Analisis Persamaan simultan Nonlinear dari Kepemilikan Manajerial, Penerimaan Risiko (Risk Taking), Kebijakan Hutang dan Kebijakan Dividen. *Simposium Nasional Akuntansi V*. Semarang.
- Basri, H. & Nabiha, S. (2014). Accountability of Local Government: The Case of Aceh Province, Indonesia. *Asia Pacific Journal of Accounting and Finance*, 3(1), 1-14.
- Adrianto. (2007). Pengujian Teori Pecking Order pada Perusahaan- Perusahaan Non keuangan LQ45 Periode 2001-2005. *Manajemen Usahawan Indonesia*. No. 12. Desember: 43-53.
- Arfan, Muhammad. (2006). Pengaruh Arus Kas Bebas, Set Kesempatan Investasi, dan Financial Leverage Terhadap Manajemen Laba: Studi pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Jakarta. *Desertasi* Tidak Dipublikasikan. Bandung: Progam Pascasarjana Universitas Padjajaran.
- Babu, Suresh., & Jaine. (1986). "Empirical Testing of Pecking Order Hypothesis With Reference To Capital Structure Practice In India". *Journal of Financial Management and Analysis*. 12:63-74.
- Bhatala, CT., K.R. Moon., & R.P. Rao. (1994). Managerial Ownership, Debt Policy, and The Impact of Institutional Holding: An Agency Perspective. *Financial Management*, 23: 38-50.
- Brigham, Eugene., & Joel, Houston (2006). *Manajemen Keuangan*. Edisi kesepuluh, Buku Kedua, Alih Bahasa, Dodo Suharno, Herman Wibowo; Editor, Yanti Sumiharti, Wisnu Chandra Kridhaji. Jakarta : Erlangga.
- Damodaran, A. (2001). *Corporate Finance: Theory and Practice*, 2<sup>th</sup> Edition. New York: Whiley and Sons.
- Faisal. (2003). Pengaruh Struktur Kepemilikan terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta. *Jurnal Manajemen dan Bisnis*. 5(2): 133-152.
- Fama. E.F., & M.C. Jensen. (1983). Separation of Ownership and Control. *Journal Of Law and Economics*, 26: 301 -325.
- Gitman J. Lawrence. (2006). *Principles of Managerial Finance*. 10<sup>th</sup> Edition. Boston: Pearson Addison Wesley.
- Indahnigrum, Rizka Putri., & Ratih Handayani. (2009). Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Dividen, Pertumbuhan Perusahaan, Free Cash Flow, dan Profitabilitas Terhadap Kebijakan Utang. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*. 11(3): 189-207.
- Jensen, M. and Meckling, W. (1986). "Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure", *Journal of Financial Economics*, 3: 305-60.
- Moh'd, M.A., Perry, LG., Rimbey, JN. (1998). The Impact Of Ownership Structure On

- Corporate Debt Policy: a Time-Series Cross-Sectional Analysis, *The Financial Review*, 33: 85-98.
- Munawir. (2004). *Analisa Laporan Keuangan*. Cetakan Ketiga Belas. Yogyakarta: Liberty.
- Murni, S dan Andriana. (2007). Pengaruh Insider Ownership , Institutional Investor, Dividend Payments, Firm Growth Terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan. *Jurnal Akuntansi dan Bisnis*, Februari, 7(1): 15-24.
- Nugroho, Asih Suko. (2006). Analisis Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Struktur Modal Perusahaan Properti Yang Go Publik Di Bursa Efek Jakarta Untuk Periode Tahun 1994-2004. *Tesis*. Semarang: Progam Magister Manajemen Universitas Diponegoro.
- Panjaitan. (2004). Analisis Harga Saham, Ukuran Perusahaan dan Risiko Terhadap Return Yang Diharapkan Investor Pada Perusahaan Saham Aktif. *Balance*, 1: 56-72.
- Penman, Stephen H. (2001). On Comparing Cash Flow and Accrual Accounting Models for Use in Equity Valuation: A Respons to Lundholm and O'Keefe. *Contemporary Accounting Research*, 18 (4): 81-92.
- Putri, Imanda F., & Nasir, Mohamad. (2006). Analisis Persamaan Simultan Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Risiko, Kebijakan Hutang Dan Kebijakan Dividen Dalam Perspektif Teori Keagenan. *Simposium Nasional Akuntansi X* : Makassar.
- Riyanto, Bambang. (2003). *Dasar – Dasar Pembelanjaan Perusahaan*. Yogyakarta: Yayasan Badan Penerbit Gajah Mada.
- Ross, Stephen A., Randolph W., & Bradford, D. Jordan. (2000). *Fundamentals of Corporate Finance*, 5<sup>th</sup> Edition. Boston: Irwin McGraw-Hill.
- Sartono, Agus. (2001). *Manajemen Keuangan: Teori dan Aplikasi*. Edisi Keempat. Yogyakarta: BPFPE.
- Scott Jr., David F., Martin, John D., Petty, William, & Keown, Arthur J. (1999). *Basic Financial Management*. 8<sup>th</sup> edition. New york: Prentice Hall, Inc.
- Sekaran, Uma. (2006). *Metodelogi Penelitian Untuk Bisnis*: Edisi Keempat. Alih Bahasa: Kwan Men You. Jakarta: Salemba Empat.
- Soesetio, Yuli. (2008). Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Institusional, Kebijakan Dividen, Ukuran Perusahaan, Struktur Aktiva dan Profitabilitas terhadap Kebijakan Hutang. *Jurnal Keuangan dan Perbankan*, 12 (3):384-398.
- Sutiono, Davina. (2008). Faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan hutang perusahaan perdagangan besar dan perdagangan eceran yang terdaftar pada Bursa Efek Jakarta 2005-2006. *Skripsi*. Program Studi Akuntansi, Universitas Kristen Petra.
- Swardjono. (2005). *Teori Akuntansi Perekayasaan Pelaporan Keuangan*. Yogyakarta: BPFPE.
- Tarjo & Jogiyanto. (2003). Analisis *Free cash flow* dan kepemilikan manjerial terhadap kebijakan hutang pada perusahaan publik di Indonesia. *Simposium Nasional Akuntansi VI* : Surabaya.
- Weston, J. Fred & Thomas E. Copeland. (1996). *Manajemen Keuangan*. Edisi Kedelapan, Buku Kedua. Alih Bahasa, Herman Wibowo. Editor, Wisnu Candra. Jakarta: Erlangga.
- Wild, John J., K.R. Subramanyam., & Robert F. Halsey. (2005). *Analisis Laporan Keuangan*. Edisi kedelapan. Buku kesatu, Alih Bahasa: Yanivi S. Bahtiar dan S.Nurwahyu Harahap. Jakarta: Salemba Empat.
- Wiliandry, Ruly. (2011). Pengaruh *Blockholder Ownership* dan *Firm Size* terhadap Kebijakan Hutang. *Jurnal Ekonomi Bisnis*. 2. Juli: 95-102.

Yeniatie & Nicken Destriana. (2010). Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang Pada Perusahaan Nonkeuangan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, 12(1): 1-16.

---



## Lampiran

### Daftar Perusahaan Yang Menjadi Populasi Penelitian Tahun 2008

No.	Nama Perusahaan	Kode
1.	PT Alumindo Light Metal Industry Tbk	AKPI
2.	PT Asahimas Flat Glass Tbk	AMFG
3.	PT Aqua Golden Mississippi Tbk	AQUA
4.	PT Arwana Citramulia Tbk	ARNA
5.	PT Astra Otoparts Tbk	AUTO
6.	PT Aepatu Bata Tbk	BATA
7.	PT Indo Kordsa Tbk	BRAM
8.	PT Berlina Tbk	BRNA
9.	PT Budi Acid Jaya Tbk	BUDI
10.	PT Delta Djakarta Tbk	DLTA
11.	PT Ekadharma International Tbk	EKAD
12.	PT Fajar Surya Wisesa Tbk	FASW
13.	PT Gudang Garam Tbk	GGRM
14.	PT HM Sampoerna Tbk	HMSP
15.	PT Kageo Igar Jaya Tbk	IGAR
16.	PT Indo-rama Synthetics Tbk	INDR
17.	PT Indospring Tbk	INDS
18.	PT Indocement Tunggul Prakasa Tbk	INTP
19.	PT Kimia Farma (Persero) Tbk	KAEF
20.	PT Kalbe Farma Tbk	KLBF
21.	PT Mustika Ratu Tbk	MRAT
22.	Mayora Indah Tbk	MYOR
23.	PT Supreme Cable Manufacturing & Commerce Tbk	SCCO
24.	PT Selamat Sempurna Tbk	SMSM
25.	PT Sorini Agro Asia Corporindo Tbk	SOBI
26.	PT Mandom Indonesia Tbk	TCID
27.	PT Surya Toto Indonesia Tbk	TOTO
28.	PT Tempo Scan Pacific Tbk	TSPC
29.	PT Trias Sentosa Tbk	TRST
30.	PT Unggul Indah Cahaya Tbk	UNIC

### Daftar Perusahaan Yang Menjadi Populasi Penelitian Tahun 2009

No.	Nama Perusahaan	Kode
1.	PT Asahimas Flat Glass Tbk	AMFG
2.	PT Aqua Golden Mississippi Tbk	AQUA
3.	PT Arwana Citramulia Tbk	ARNA
4.	PT Astra Otoparts Tbk	AUTO
5.	PT Sepatu Bata Tbk	BATA
6.	PT Indo Kordsa Tbk	BRAM
7.	PT Berlina Tbk	BRNA
8.	PT Budi Acid Jaya Tbk	BUDI
9.	PT Citra Tubindo Tbk	CTBN
10.	PT Delta Djakarta Tbk	DLTA
11.	PT Duta Pertiwi Nusantara Tbk	DPNS
12.	PT Dynaplast Tbk	DYNA
13.	PT Ekadharma International Tbk	EKAD
14.	PT Gudang Garam Tbk	GGRM
15.	PT HM Sampoerna Tbk	HMSP
16.	PT Kageo Igar Jaya Tbk	IGAR
17.	PT Indospring Tbk	INDS
18.	PT Indocement Tunggul Prakasa Tbk	INTP
19.	PT Kimia Farma (Persero) Tbk	KAEF
20.	PT Kalbe Farma Tbk	KLBF
21.	PT Mustika Ratu Tbk	MRAT

22.	Mayora Indah Tbk	MYOR
23.	PT Pelat Timah Nusantara Tbk	NIKL
24.	PT Supreme Cable Manufacturing & Commerce Tbk	SCCO
25.	PT Selamat Sempurna Tbk	SMSM
26.	PT Sorini Agro Asia Corporindo Tbk	SOBI
27.	PT Mandom Indonesia Tbk	TCID
28.	PT Pabrik Kertas Tjiwi Kimia Tbk	TKIM
29.	PT Surya Toto Indonesia Tbk	TOTO
30.	PT Tri Polyta Indonesia Tbk	TPIA
31.	PT Trias Sentosa Tbk	TRST
32.	PT Tempo Scan Pacific Tbk	TSPC
33.	PT Ultrajaya Milk Industry & Trading Company Tbk	ULTJ
34.	PT Unggul Indah Cahaya Tbk	UNIC
35.	PT Yanaprima Hastapersada Tbk	YPAS

**Daftar Perusahaan Yang Menjadi Populasi Penelitian Tahun 2010**

No.	Nama Perusahaan	Kode
1.	PT Alumindo Light Metal Industry Tbk	ALMI
2.	PT Asahimas Flat Glass Tbk	AMFG
3.	PT Arwana Citramulia Tbk	ARNA
4.	PT Astra Otoparts Tbk	AUTO
5.	PT Sepatu Bata Tbk	BATA
6.	PT Indo Kordsa Tbk	BRAM
7.	PT Berlina Tbk	BRNA
8.	PT Budi Acid Jaya Tbk	BUDI
9.	PT Citra Tubindo Tbk	CTBN
10.	PT Delta Djakarta Tbk	DLTA
11.	PT Duta Pertiwi Nusantara Tbk	DPNS
12.	PT Dynaplast Tbk	DYNA
13.	PT Ekadharna International Tbk	EKAD
14.	PT Ever Shine Tex Tbk	ESTI
15.	PT Fajar Surya Wisesa Tbk	FASW
16.	PT Gudang Garam Tbk	GGRM
17.	PT HM Sampoerna Tbk	HMSP
18.	PT Indofood CBP Sukses Makmur Tbk	ICBP
19.	PT Kageo Igar Jaya Tbk	IGAR
20.	PT Indospring Tbk	INDS
21.	PT Indocement Tunggul Prakasa Tbk	INTP
22.	PT Kimia Farma (Persero) Tbk	KAEF
23.	PT Kalbe Farma Tbk	KLBF
24.	PT Mustika Ratu Tbk	MRAT
25.	Mayora Indah Tbk	MYOR
26.	PT Supreme Cable Manufacturing & Commerce Tbk	SCCO
27.	PT Selamat Sempurna Tbk	SMSM
28.	PT Mandom Indonesia Tbk	TCID
29.	PT Pabrik Kertas Tjiwi Kimia Tbk	TKIM
30.	PT Surya Toto Indonesia Tbk	TOTO
31.	PT Tri Polyta Indonesia Tbk	TPIA
32.	PT Trias Sentosa Tbk	TRST
33.	PT Tempo Scan Pacific Tbk	TSPC
34.	PT Unggul Indah Cahaya Tbk	ULTJ
35.	PT Unggul Indah Cahaya Tbk	UNIC
36.	PT Yanaprima Hastapersada Tbk	YPAS

### Descriptive dan Hasil Regresi Berganda dengan menggunakan SPSS 17.0.

**Descriptive Statistics**

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
KebijakanHutang	101	.1040169	7.4481949	.916148054	.9031383671
ArusKasBebas	101	-152.3615800	.7643100	-3.057049307	20.2586225877
KepemilikanInstitusional	101	.0542311	.9817860	.554925384	.2788639971
KebijakanDividen	101	.0010899	.9752926	.328917999	.2095596555
LnTotalAset	101	140763761567	30741679000000	3764742921995	6316658983635
Valid N (listwise)	101				

**Model Summary**

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.369 <sup>a</sup>	.136	.100	.8565904225

a. Predictors: (Constant), LnTotalAset, KepemilikanInstitusional, KebijakanDividen, ArusKasBebas

**Coefficients<sup>a</sup>**

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	2.630	1.012		2.598	.011
ArusKasBebas	-.004	.005	-.086	-.711	.479
KepemilikanInstitusional	.596	.310	.184	1.922	.058
KebijakanDividen	-.592	.417	-.137	-1.418	.160
LnTotalAset	.000	.000	-.225	-1.872	.064

a. Dependent Variable: KebijakanHutang

